



# ВТБ

## COMPANY NOTE

### Держать

**Целевая цена (GDR) – \$3.81**  
**Целевая цена акции – 0,06 руб**

**Аналитик: Ольга Беленькая**  
belenkayao@sovlink.ru

#### Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	23,222
Shares Ords'mn	10,460,541	Free Float, %	14.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	3,367
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	-
Bid Ords, RUR	0.0618	Offer Ords, RUR	0.0667

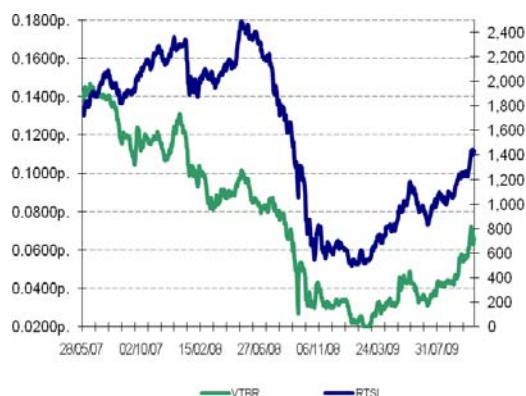
#### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-0.9%	55.5%
Relative to RTSI	Ords	-8.6%	2.4%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.072	0.072
Low, RUR	Ords	0.056	0.031

#### Financials, 2009E

Assets, \$ mn	135,079	ROE	-9.7%
Book Value, \$ mn	18,176	P/E	n/a
Net income, \$ mn	-1,406	P/BV	1.3

#### Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

### Возобновление аналитического покрытия

- Мы возобновляем аналитическое покрытие по акциям ВТБ с учетом отчетности банка за 1По9 (МСФО), ожидаемого замедления роста просроченных кредитов во 2По9 и существенно более оптимистичной, чем раньше, оценки менеджмента в отношении будущей политики резервирования и доходов.

- Мы рассматриваем 3 сценария. С учетом расчистки просроченной корпоративной задолженности в сентябре и ожидаемого замедления роста просроченных кредитов в 4Q, мы прогнозируем уровень просроченных и переоформленных ссуд по МСФО на конец 2009 года на уровне 12.9%, а резервов – 8.8% кредитного портфеля. В базовом сценарии доля просроченных и переоформленных кредитов к концу 2010 г. составит 15.6%, в пессимистическом – 18.7%, в оптимистическом – 14.3%. Мы предполагаем, что ВТБ, как и во 2Q09, будет полностью покрывать провизиями просроченные кредиты, и частично – переоформленные, коэффициент покрытия переоформленных кредитов будет отражать их качество и варьироваться в зависимости от сценария. Наш пессимистический прогноз провизий в 14-15% валовых кредитов соответствует базовому прогнозу рейтинговых агентств (Moody's – 15%, S&P – 14%) относительно потерь по кредитам российской банковской системы. В базовом сценарии отчисления в резервы сокращаются с 5.7% среднего объема кредитного портфеля в 2009 г. до 4.1% в 2010 и 1.1% в 2011 г.

- В 2009 г. мы ожидаем чистый убыток ВТБ на уровне 45 млрд руб (доналоговый убыток – 49 млрд руб). В базовом сценарии в 2010 г. чистая прибыль составит 7 млрд руб. а в 2011 г. достигнет 80 млрд руб (\$2.5 млрд), существенно превысив докризисный уровень. Это будет соответствовать рентабельности капитала (ROE) 14%. В оптимистическом сценарии в 2010 г. банк заработает 36 млрд руб чистой прибыли (вернувшись к уровням 2007 г.), а в 2011 г. прибыль составит рекордные 91 млрд руб., рентабельность капитала превысит 15%. В пессимистическом сценарии в 2010 г. убытки банка будут сопоставимы с уровнем 2009 г., а в 2011 г. чистая прибыль составит 37 млрд руб.

- Мы оцениваем справедливую стоимость акций и GDR ВТБ на основе модифицированной модели Гордона. В оптимистичном сценарии 12-мес справедливая стоимость GDR ВТБ составит \$4.12, в базовом – \$3.89, в пессимистическом – \$3.31 за расписку. Исходя из нашего текущего понимания ситуации в экономике, мы присваиваем базовому сценарию вес 65%, пессимистическому – 20% и оптимистическому – 15%. Таким образом, **мы оцениваем 12-месячную справедливую стоимость GDR ВТБ на уровне \$3.81, рекомендация «Держать».**

- Хотя наша оценка справедливой стоимости ВТБ ниже текущей рыночной цены, мы присваиваем рекомендацию «Держать», учитывая как конъюнктуру рынка (сохраняющийся растущий среднесрочный тренд), так и неопределенность экономических прогнозов при тенденции к их постепенному улучшению. Если ситуация в российской экономике будет улучшаться, это непосредственно отразится на качестве кредитного портфеля банков, прибылях и распределении вероятностей в пользу оптимистичного сценария. Другим драйвером увеличения стоимости может стать стратегия повышения рентабельности капитала ВТБ, в этом случае акции могут раскрыть дополнительный потенциал роста.



Мы возобновляем аналитическое покрытие по акциям ВТБ.

По словам президента-председателя правления ВТБ А. Костина, во 2Н09 банк рассчитывает увидеть признаки улучшения внешних условий, а также позитивный эффект от укрепления капитальной базы. По его мнению, несмотря на сохраняющуюся неопределенность, нижняя точка экономического цикла уже пройдена. По итогам года менеджмент ожидает убыток по МСФО (но надеется заработать прибыль по РСБУ), а на будущий год г-н Костин заявил весьма амбициозную цель – восстановление прибыли (в т.ч. по МСФО) на докризисном уровне. Также СМИ цитируют высказывание финансового директора ВТБ Г. Мооса, что в планах группы – повышение дохода на средний капитал с тем, чтобы добиться возврата коэффициента P/BV и капитализации к докризисным уровням.

На наш взгляд, наиболее негативное влияние на финансовые результаты ВТБ оказывает сочетание следующих факторов. У банка – средний по сектору уровень проблемных кредитов (как следствие – необходимость больших отчислений в резервы). При этом низкий уровень чистой процентной маржи означает, что для ВТБ эти отчисления оказывают большее давление на прибыль и капитал, чем для его высокомаржинальных конкурентов с сопоставимым качеством кредитного портфеля либо для низкомаржинальных конкурентов с меньшей долей проблемных кредитов.

В качестве иллюстрации приведем следующие цифры. К сожалению, в отчетности по МСФО ВТБ не раскрывает стандартный показатель NPL, заменяя его близким по содержанию показателем «просроченные и переоформленные кредиты», где в просрочку включается лишь просроченная часть долга (вместо всей суммы просроченной ссуды), зато при задержке платежа уже на 1 день (стандартно – от 90 дней). Это затрудняет сопоставление с конкурентами. По итогам 1Н09 (IFRS) доля просроченных и переоформленных ссуд ВТБ составила 9.1%, однако, по информации банка, после изменения методологии и включения в этот показатель переоформленных кредитов, наиболее корректным приближением к рассчитываемому во внутренней управленческой отчетности NPL является доля просроченных ссуд (6.2%). Итак, в отсутствие более точных данных, принимаем NPL ВТБ на уровне 6.2%, при этом чистая процентная маржа, по данным банка, составила 4.2%. В то же время у основного конкурента – Сбербанка – NPL составил 6.4%, а чистая процентная маржа – 7.8%. У Банка Москвы при чистой процентной марже на уровне 3.3% NPL составляет 3%. У Газпромбанка чистая процентная маржа составляет 3%, зато NPL – 2% кредитного портфеля. Неоптимальное соотношение чистой процентной маржи и качества кредитного портфеля стало ключевым фактором, объясняющим, почему ВТБ завершил 1П09 с убытком в 31.5 млрд руб., в то время как Сбербанк, ГПБ и Банк Москвы завершили 1П09 пусть с небольшой, но прибылью.

В ходе телеконференции по итогам публикации отчетности группы за 1П09, бывший финансовый директор Н. Цехомский высказал предположения, что во 2П09 темп создания резервов заметно сократится, а чистая процентная маржа увеличится вследствие возврата части наиболее дорогих ресурсов (средства ЦБ и Минфина) и снижением стоимости заимствований.

Поскольку устойчивое повышение чистой процентной маржи, как и повышение доли стабильных доходов – среднесрочная задача, отчисления в резервы сейчас является ключевым фактором, влияющим на финансовые результаты группы. Незначительное сокращение этих отчислений у ВТБ началось уже во 2Q09 (МСФО). Так, в связи с лучшей, чем ожидалось ранее, динамикой просроченных платежей по розничным кредитам, банк снизил уровень резервирования по ним с 10% до 5.7% от среднего размера кредитного портфеля. В сентябре, по данным 101 формы отчетности, банк резко (на 42 млрд руб или на 36%) сократил объем просроченных кредитов, одновременно расформировав резервы на потери по ссудам на 15.5 млрд руб.

Хотя покрытие резервами просроченных и переоформленных кредитов (9.1%) во 2Q сократилось до 76%, представители банка считают этот уровень комфортным, поскольку по новой методологии банка в общий объем просроченных и переоформленных ссуд включаются и те ссуды, по которым в результате реструктуризации не произошло снижения справедливой стоимости долга. Переоформленные кредиты в отчетности МСФО банка не включают т.н. новации кредита (например, изменение валюты, в которой деноминирован кредит). Кроме того, большая часть этих переоформленных ссуд имеет залог стоимостью,



превышающей сумму кредита. Поэтому по ним экономически оправдано создание резервов в значительно меньшем объеме, чем по просроченным кредитам. Покрытие собственно просроченных ссуд на 1 июля 2009 г. по МСФО превышает 111%.

В 1П09 банк увеличил отношение провизий к кредитному портфелю с 3.6% до 6.9%; на конец года менеджмент планирует значение показателя на уровне 8% (по нашим прогнозам – 8.7%). Это означает, что при ожидаемом нами росте кредитного портфеля (gross) на 8% в 2009 г. уровень отчислений в резервы к среднему объему кредитного портфеля снизится с 7.2% в 1П09 до 4.4% во 2П и до 5.7% в среднем по году.

Учитывая последние тренды в банковском секторе («Мониторинг банковского сектора за сентябрь 2009 г.» 26.10.09, «Сбербанк – пересмотр рекомендации» 03.11.09), мы рассматриваем 3 сценария в отношении качества кредитного портфеля ВТБ, потребности в резервировании и их влияние на финансовые результаты группы.

Мы ожидаем, что кредитный портфель (gross) во всех сценариях увеличится в 2009 г. на 8%. В 2010 – в базовом сценарии рост составит 13%, в оптимистичном - 15%, в пессимистичном – 8%. В 2011 г. в базовом и оптимистичном сценарии мы предполагаем рост портфеля на 18%, в пессимистичном – на 12%. Рост кредитного портфеля будет фондироваться за счет доэмиссии собственного капитала (180 млрд руб), привлечения клиентских средств (в т.ч. депозитов Минфина) и частичного рефинансирования погашаемых в 2010-2011 гг. внешних заимствований.

Чистая процентная маржа на ближайшие 3 года прогнозируется в базовом варианте на уровне, близком к среднеисторическому для ВТБ – 4.3-4.5%. Снижение стоимости заимствований как на внешних, так и на внутренних рынках будет компенсироваться давлением со стороны правительства на госбанки с целью снижения кредитных ставок для предприятий и конкуренцией между самими банками за наиболее привлекательных заемщиков. Исторически, доходность кредитного портфеля ВТБ ниже, чем у Сбербанка из-за доминирования в структуре портфеля крупных, низкодоходных заемщиков и более низкой доли розничных кредитов (хотя она растет опережающими темпами, что в перспективе должно привести к увеличению чистой процентной маржи).

В прогнозе комиссионных доходов мы учли неожиданно сильный рост во 2Q09 (+25.6% к 1Q, 37% к 2Q08), что банк объясняет реализацией новой стратегии ВТБ 24 в отношении клиентских комиссий. Кроме того, генератором торговых и комиссионных доходов должен стать инвестбанк ВТБ Капитал, который в 1П09 вышел на безубыточность. По информации в СМИ со ссылкой на Г. Мооса, ВТБ Капитал планирует получить в 2009 г. \$200 млн доналоговой прибыли, и столько же – в будущем году. К доходам инвестбанка традиционно относятся доходы от трейдинга, управления портфелем ценных бумаг, комиссионные доходы от андеррайтинга. С учетом новых данных мы ожидаем, что чистый комиссионный доход в 2009-2011 гг. будет расти с темпом выше 20% в год.

В отношении эффективности расходов в текущем году мы ориентируемся на целевой ориентир менеджмента банка – среднеквартальные операционные расходы не выше показателя 4Q08 в рублевом эквиваленте, с учетом более низкого уровня расходов в 1П09. В 2010-11 гг. мы прогнозируем показатель Cost/Income на уровне 40% (в предкризисные годы – в среднем 45%). Это предполагает рост расходов темпом несколько выше ожидаемой инфляции. Основным источником сокращения расходов в кризисный период стал розничный блок (сокращение персонала, оптимизация сети). По мере восстановления экономики и интереса к розничному сегменту можно предположить, что банки постепенно перейдут от стратегии сокращения затрат к стратегии развития и увеличения рыночной доли, что потребует увеличения инвестиционных и операционных расходов.

С учетом ожидаемого замедления роста просроченных кредитов во 2П09 мы прогнозируем уровень просроченных и переоформленных ссуд по МСФО на конец 2009 года на уровне 12.9% (за 1П09 показатель увеличился с 2.4% до 9.1%). При этом увеличение показателя будет происходить, прежде всего, за счет опережающего роста переоформленных кредитов. Мы прогнозируем провизии на конец 2009 г. на уровне 8.8% кредитного портфеля. Отчисления в резервы, таким образом, в этом году ожидаются на уровне 5.7% среднего объема кредитного портфеля.



Поскольку ВТБ во 2Q09 снизил коэффициент покрытия просроченных и переоформленных кредитов ниже 100%, сохраняя покрытие собственно просроченных кредитов выше 100% (по итогам 1П09 111.5%), мы предполагаем, что в 2009-2011 гг. такая практика продолжится. Т.е. банк будет полностью покрывать провизиями просроченные кредиты, и частично – переоформленные, коэффициент покрытия переоформленных кредитов будет отражать их качество и варьироваться в зависимости от сценария.

Во всех сценариях предполагается, что пик нарастания проблемной задолженности будет пройден в 2010 г. (вероятно, в 1П10).

В оптимистичном сценарии доля просроченных и переоформленных кредитов на конец 2010 г. составит 14.3%, что потребует провизий не менее 10.3%, в базовом показателе составят, соответственно, 15.6% и 11.5%, в пессимистичном – 18.7% и 13.7% в 2010 г. с увеличением необходимых провизий до 14.6% в 2011 г.

Наш пессимистический прогноз провизий в 14-15% валового кредитного портфеля соответствует базовому прогнозу рейтинговых агентств относительно потерь по кредитам для российской банковской системы и госбанков (Moody's – 15%, S&P – 14%).

	2009П	2010П	2011П
<b>Оптимистический сценарий</b>			
Резервы / Кредиты (gross)	8.8%	10.3%	9.6%
Overdue&rescheduled /Кредиты (gross)	12.9%	14.3%	11.4%
Просроченные (overdue) / Кредиты (gross)	7.4%	8.8%	8.0%
Переоформленные (rescheduled) / Кредиты (gross)	5.5%	5.4%	3.4%
Резервы /overdue&rescheduled	68%	72%	84%
Резервы/overdue	119%	117%	121%
Отчисления в резервы / Средний объем кредитов	-5.7%	-2.9%	-1.0%
<b>Базовый сценарий</b>			
Резервы / Кредиты (gross)	8.8%	11.5%	10.8%
Overdue&rescheduled /Кредиты (gross)	12.9%	15.6%	12.6%
Просроченные (overdue) / Кредиты (gross)	7.4%	9.4%	8.4%
Переоформленные (rescheduled) / Кредиты (gross)	5.5%	6.2%	4.2%
Резервы / overdue&rescheduled	68%	74%	85%
Резервы/overdue	119%	123%	129%
Отчисления в резервы / Средний объем кредитов	-5.7%	-4.0%	-1.1%
<b>Пессимистический сценарий</b>			
Резервы / Кредиты (gross)	8.8%	14.0%	14.5%
Overdue&rescheduled /Кредиты (gross)	12.9%	18.7%	17.3%
Просроченные (overdue) / Кредиты (gross)	7.4%	10.5%	10.0%
Переоформленные (rescheduled) / Кредиты (gross)	5.5%	8.2%	7.3%
Резервы / overdue&rescheduled	68%	73%	85%
Резервы/overdue	119%	130%	147%
Отчисления в резервы /	-5.7%	-5.8%	-2.6%



**Средний объем кредитов**

В базовом сценарии отчисления в резервы сокращаются с 5.7% среднего объема кредитного портфеля в 2009 г. до 4.0% в 2010 и 1.1% в 2011 г. В оптимистическом варианте в 2010 г. отчисления сократятся до 2.9%, а в 2011 г. – до 1.0%. В пессимистическом сценарии отчисления в 2010 г. сохранятся на уровне 5.7-5.8%, а в 2011 г. снизятся до 2.6%

**Прогноз чистой прибыли, млрд руб**

	2009П	2010П	2011П
Базовый сценарий	-45	7	80
Оптимистический сценарий	-45	36	91
Пессимистический сценарий	-45	-46	37

Итак, в 2009 г. мы ожидаем чистый убыток ВТБ на уровне 45 млрд руб (доналоговый убыток – 49 млрд руб. В базовом сценарии в 2010 г. чистая прибыль составит 7 млрд руб, что примерно соответствует в рублевом выражении показателю 2008 г., а в 2011 г. достигнет 80 млрд руб (\$2.5 млрд), существенно превысив докризисный уровень. Это будет соответствовать рентабельности капитала (ROE) 14%.

В оптимистическом сценарии в 2010 г. банк заработает 36 млрд руб чистой прибыли (вернувшись к уровням 2007 г.), а в 2011 г. прибыль составит рекордные 91 млрд руб., рентабельность капитала превысит 15%. В пессимистическом сценарии в 2010 г. убытки банка будут сопоставимы с уровнем 2009 г., а в 2011 г. чистая прибыль составит 37 млрд руб.

**Оценка справедливой стоимости акций**

Мы оцениваем справедливую стоимость акций ВТБ на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ( $P/BV = (ROE - g) / (r - g)$ ). При этом мы прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 6%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 15%, а ставка дисконтирования - 13%. Постпрогнозные темпы роста и ставка дисконтирования для ВТБ оцениваются на уровне показателей Сбербанка, а более низкая среднесрочная рентабельность капитала отражает существующие различия в бизнес-моделях двух крупнейших российских банков.

**Базовый сценарий**

млн. долларов

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Акционерный капитал	16,501	13,347	18,176	17,014	18,180
Чистая прибыль	1,514	212	-1,406	217	2,488
Стоимость собственного капитала				13.00%	13.00%

Доходность капитала будущих периодов	15.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2011	1.3
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2011), \$ млн.	23,375
Ставка дисконтирования	13.00
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2009г., \$ млн</b>	<b>18,305</b>

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
<b>Справедливая цена 1 акции на конец 2009г., \$</b>	<b>0.0017</b>
<b>Справедливая цена 1 GDR на конец 2009г., (2000 акций) \$</b>	<b>3.50</b>
<b>Справедливая цена 1 акции через 12М, \$</b>	<b>0.0019</b>
<b>Справедливая цена 1 акции через 12М, руб</b>	<b>0.061</b>
<b>Справедливая цена 1 GDR через 12 мес., \$</b>	<b>3.89</b>



## Оптимистический сценарий

млн. долларов

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Акционерный капитал	16,501	13,347	18,176	17,847	19,261
Чистая прибыль	1,514	212	-1,406	1,179	2,816
Стоимость собственного капитала				13.00%	13.00%

Доходность капитала будущих периодов	15.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2011	1.3
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2011), \$ млн.	24,764
Ставка дисконтирования	13.00
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2009г., \$ млн</b>	<b>19,394</b>

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
Справедливая цена 1 акции на конец 2009г., \$	0.0019
Справедливая цена 1 GDR на конец 2009г., (2000 акций) \$	3.71
Справедливая цена 1 акции через 12M, \$	0.0021
Справедливая цена 1 акции через 12M, руб	0.065
Справедливая цена 1 GDR через 12 мес., \$	4.12

## Пессимистический сценарий

млн. долларов

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Акционерный капитал	16,501	13,347	18,176	15,346	15,447
Чистая прибыль	1,514	212	-1,406	-1,523	1,143
Стоимость собственного капитала				13.00%	13.00%

Доходность капитала будущих периодов	15.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2011	1.3
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2011), \$ млн.	19,861
Ставка дисконтирования	13.00
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2009г., \$ млн</b>	<b>15,554</b>

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
Справедливая цена 1 акции на конец 2009г., \$	0.0015
Справедливая цена 1 GDR на конец 2009г., (2000 акций) \$	2.97
Справедливая цена 1 акции через 12M, \$	0.0017
Справедливая цена 1 акции через 12M, руб	0.052
Справедливая цена 1 GDR через 12 мес., \$	3.31



Таким образом, получаем три оценки справедливой стоимости акций ВТБ через 12 мес. для 3-х сценариев:

	GDR	Акция
Оптимистический	\$4.12	\$0.0019
Базовый	\$3.89	\$0.0021
Пессимистический	\$3.31	\$0.0017

Исходя из нашего текущего понимания ситуации в экономике, мы присваиваем базовому сценарию вес 65%, пессимистическому – 20% и оптимистическому – 15%.

Таким образом, итоговая оценка 12-месячной справедливой стоимости GDR ВТБ составляет **\$3.81**, акции – **\$0.0019 (0.060 руб.)**.

Итого, Справедливая цена 1 GDR, 12-мес \$:	<b>3.81</b>
Рыночная стоимость 1 GDR (09.11.2009 г.)	<b>4.50</b>
Потенциал роста, %	<b>-15.4%</b>
Рекомендация	<b>«Держать»</b>

Хотя наша оценка справедливой стоимости ВТБ ниже текущей рыночной цены, мы ставим рекомендацию «Держать», учитывая как конъюнктуру рынка (сохраняющийся среднесрочный растущий тренд), так и неопределенность экономических прогнозов при тенденции к их постепенному улучшению. Если ситуация в российской экономике будет улучшаться, это непосредственно отразится на качестве кредитного портфеля банков, прибылях и распределении вероятностей в пользу оптимистичного сценария. Другим драйвером стоимости может стать стратегия повышения рентабельности капитала за счет расшивки традиционных слабых мест в бизнес-модели ВТБ (повышение чистой процентной маржи, увеличение доли стабильных доходов, контроль над расходами, повышение эффективности управления рыночными рисками). В этом случае акции ВТБ могут раскрыть дополнительный потенциал роста.



**Приложение**

**Прогнозные финансовые результаты (базовый сценарий)**

**Баланс, млрд руб**

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Денежные средства и краткосрочные активы	94	127	416	392	338	336
Обязательные резервы	17	20	8	16	25	43
Средства в банках	179	239	308	392	338	384
Кредиты и авансы клиентам	770	1,437	2,556	2,610	2,862	3,404
Ценные бумаги	236	332	260	333	338	336
Инвестиции в ассоциированные компании	5	4	4	5	5	5
Основные средства	37	49	61	63	65	65
Инвестиционная недвижимость	5	4	4	8	21	48
Нематериальные активы	12	12	11	12	12	12
Прочие активы	23	50	69	87	225	168
<b>Итого активы</b>	<b>1,380</b>	<b>2,274</b>	<b>3,697</b>	<b>3,917</b>	<b>4,231</b>	<b>4,802</b>

Средства банков	200	363	389	407	444	504
Средства клиентов	526	911	1,102	1,576	1,904	2,361
Прочие заемные средства	118	127	849	634	610	590
Выпущенные долговые ценные бумаги	305	405	560	519	494	418
Субординированная задолженность	31	29	226	226	226	226
Прочие обязательства	17	34	180	28	21	100

<b>Итого обязательства</b>	<b>1,196</b>	<b>1,868</b>	<b>3,305</b>	<b>3,390</b>	<b>3,700</b>	<b>4,199</b>
----------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>174</b>	<b>398</b>	<b>389</b>	<b>527</b>	<b>531</b>	<b>603</b>
----------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

**Отчет о прибылях и убытках, млрд руб**

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Процентные доходы	98	138	229	384	391	421
Процентные расходы	(51)	(72)	(138)	(237)	(229)	(235)
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>113</b>	<b>147</b>	<b>162</b>	<b>186</b>
Резервы на покрытие убытков по кредитам	(12)	(13)	(62)	(157)	(120)	(40)
<b>Чистый процентный доход после создания резервов</b>	<b>35</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>(10)</b>	<b>42</b>	<b>146</b>
Чистый комиссионный доход	10	14	16	20	25	29
<b>Операционный доход</b>	<b>76</b>	<b>95</b>	<b>87</b>	<b>29</b>	<b>94</b>	<b>202</b>
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	(37)	(50)	(67)	(77)	(90)	(102)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>18</b>	<b>(49)</b>	<b>8</b>	<b>101</b>
Налог на прибыль	(6)	(8)	(13)	4	(1)	(20)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>5</b>	<b>(45)</b>	<b>7</b>	<b>80</b>



**Баланс, \$ млн**

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Денежные средства и краткосрочные активы	3,581	5,160	14,162	13,508	10,796	10,094
Обязательные резервы	648	825	259	540	810	1,298
Средства в банках	6,813	9,733	10,482	13,508	10,796	11,536
Кредиты и авансы клиентам	29,262	58,549	86,984	90,005	91,296	102,223
Ценные бумаги	8,957	13,511	8,841	11,482	10,796	10,094
Инвестиции в ассоциированные компании	200	167	153	172	159	150
Основные средства	1,422	1,997	2,070	2,172	2,073	1,952
Инвестиционная недвижимость	178	168	148	270	675	1,442
Нематериальные активы	455	480	385	414	383	360
Прочие активы	887	2,019	2,364	3,008	7,166	5,049
<b>Итого активы</b>	<b>52,403</b>	<b>92,609</b>	<b>125,848</b>	<b>135,079</b>	<b>134,950</b>	<b>144,199</b>

Средства банков	7,587	14,794	13,231	14,028	14,163	15,132
Средства клиентов	19,988	37,098	37,503	54,345	60,734	70,896
Прочие заемные средства	4,468	5,176	28,888	21,852	19,467	17,724
Выпущенные долговые ценные бумаги	11,565	16,489	19,063	17,895	15,762	12,555
Субординированная задолженность	1,169	1,171	7,704	7,803	7,219	6,796
Прочие обязательства	634	1,380	6,112	980	679	2,997

<b>Итого обязательства</b>	<b>45,411</b>	<b>76,108</b>	<b>112,501</b>	<b>116,903</b>	<b>118,022</b>	<b>126,100</b>
----------------------------	---------------	---------------	----------------	----------------	----------------	----------------

<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>6,992</b>	<b>16,501</b>	<b>13,347</b>	<b>18,176</b>	<b>16,928</b>	<b>18,099</b>
----------------------------------	--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

**Отчет о прибылях и убытках, \$ млн**

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Процентные доходы	3,606	5,387	9,236	12,106	12,969	13,023
Процентные расходы	(1,892)	(2,831)	(5,560)	(7,473)	(7,594)	(7,263)
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>1,714</b>	<b>2,556</b>	<b>4,567</b>	<b>4,634</b>	<b>5,375</b>	<b>5,760</b>
Резервы на покрытие убытков по кредитам	(442)	(526)	(2,482)	(4,962)	(3,979)	(1,245)
<b>Чистый процентный доход после создания резервов</b>	<b>1,272</b>	<b>2,030</b>	<b>2,085</b>	<b>(329)</b>	<b>1,396</b>	<b>4,515</b>
Чистый комиссионный доход	351	557	656	634	814	912
<b>Операционный доход</b>	<b>2,779</b>	<b>3,732</b>	<b>3,512</b>	<b>904</b>	<b>3,104</b>	<b>6,262</b>
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	(1,370)	(1,948)	(2,711)	(2,436)	(2,975)	(3,153)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>1,404</b>	<b>1,819</b>	<b>743</b>	<b>(1,532)</b>	<b>271</b>	<b>3,109</b>
Налог на прибыль	(232)	(305)	(531)	126	(54)	(622)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1,179</b>	<b>1,514</b>	<b>212</b>	<b>(1,406)</b>	<b>217</b>	<b>2,487</b>



**Основные финансовые коэффициенты**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>
<b>P/E</b>	8.4	63.4	n/a	215.4	11.0
<b>P/BV</b>	0.8	1.01	1.3	1.4	1.3
<b>ROE</b>	9.6%	1.4%	-9.7%	1.2%	14.2%
<b>ROA</b>	1.4%	0.2%	-1.2%	0.2%	1.8%
<b>Рентабельность доходных активов</b>	8.8%	9.8%	11.3%	10.4%	10.0%
<b>Стоимость привлечения пассивов</b>	-5.7%	-6.1%	-7.3%	-6.5%	-6.0%
<b>Чистый процентный спред</b>	3.2%	3.7%	4.0%	3.9%	3.9%
<b>Cost/Income</b>	48%	45%	42%	40%	42%
<b>Чистая процентная маржа</b>	3.5%	4.9%	4.3%	4.3%	4.4%



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**  
**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия**  
**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2009г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.