



## ВТБ

## INVESTMENT ALERT

### Итоги 2Q09 МСФО – рост убытков замедляется, проблемные кредиты растут

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

#### Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	23,436
Shares Ords'mn	10,460,541	Free Float, %	14.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	3,398
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	-
Bid Ords, RUR	0.065	Offer Ords, RUR	0.065

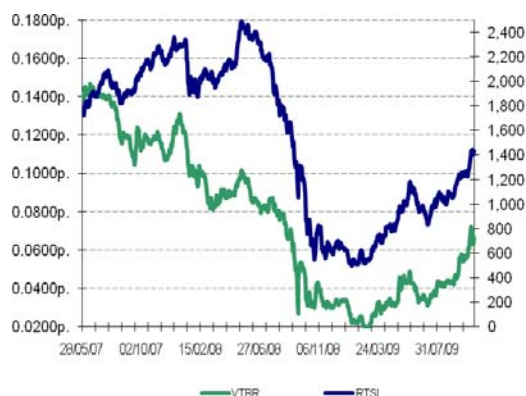
#### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	18.5%	103.1%
Relative to RTSI	Ords	-1.0%	22.4%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.072	0.072
Low, RUR	Ords	0.054	0.031

#### Financials, 2009E

Assets, \$ mn	127,052	ROE	-12%
Book Value, \$ mn	15,518	P/E	n/a
Net income, \$ mn	-1,851	P/BV	1.5

#### Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

• По итогам 6 мес группа получила чистый убыток в 31.5 млрд руб, что оказалось лучше консенсус-прогноза. При этом убыток 2Q составил 11 млрд руб, что почти вдвое ниже, чем в 1Q (-20.5 млрд руб). Улучшение результатов обеспечено ростом базового операционного дохода на 7.3% к 1Q09, а также доходами от финансовых инструментов.

• Основным фактором генерации убытков стали отчисления в резервы на потери по ссудам; во 2Q они составили 47.4 млрд руб против 49.2 млрд руб, которые предполагались консенсус-прогнозом и на этот раз.

• Ожидаемое увеличение чистой процентной маржи во 2Q было весьма слабым – с 4.1% в 1Q до 4.3%; уровень процентной маржи ВТБ традиционно является одним из наиболее низких для российских банков, и демонстрирует негативную динамику по сравнению с 1Н08 – 4.2% против 4.8%.

• Лучше ожиданий оказался рост комиссионных доходов, что банк объясняет реализацией новой стратегии ВТБ 24 в отношении клиентских комиссий.

• Банк продолжает показывать прогресс в контроле над расходами – операционные расходы во 2Q (18.6 млрд руб) оставались ниже планового уровня, соответствующего расходам 4Q08 (20.8 млрд руб), показатель эффективности затрат Cost/Income в 1Н09 снизился до 44.6% против 50.8% за аналогичный период прошлого года. В частности, банк сократил численность персонала с начала года на 3.6%, розничный банк ВТБ 24 – на 5.5%.

• Ухудшение качества кредитного портфеля Группы превысило наши ожидания. Доля просроченных и реструктурированных кредитов увеличилась за 3 мес. с 4.3% до 9.1%, резервы - с 5.1% от кредитного портфеля до 6.9%. Коэффициент покрытия резервами просроченных и реструктурированных кредитов снизился с 117% до 76%, а в корпоративном сегменте до 67.5%, банк объясняет это изменением методологии отражения реструктурированных кредитов, что требует меньшего создания резервов. Банк прогнозирует на конец года отношение провизий к кредитному портфелю на уровне около 8%.

• Несмотря на улучшение динамики финансовых результатов во 2Q по отношению к 1Q, мы оцениваем отчетность банка как слабую, отмечая ухудшение качества кредитного портфеля, низкий уровень чистой процентной маржи, что сокращает возможность генерации стабильных доходов, достаточных для значительных отчислений в резервы без убытков. Мы надеемся, что улучшение общей ситуации в экономике во 2П09, замедление роста просроченных кредитов и снижение стоимости рыночных заимствований позволит ВТБ показать лучшие квартальные результаты до конца года. Однако в целом прогноз на год остается неблагоприятным, а оценить устойчивость восстановления экономики и ослабление давления плохих кредитов на финансовые результаты банковского сектора пока затруднительно.



21 октября 2009 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 1Н09 по МСФО.

По итогам 6 мес группа получила чистый убыток в 31.5 млрд руб, что оказалось лучше консенсус-прогноза, представленного банком (-38.6 млрд руб) и консенсус-прогноза Интерфакса (-35.7 млрд руб). При этом убыток во 2Q составил 11 млрд руб, что почти вдвое ниже, чем в 1Q (-20.5 млрд руб).

Доходы от основной деятельности (чистый процентный доход до создания резервов плюс чистый комиссионный доход) во 2Q увеличились на 7.3% по сравнению с 1Q и лишь незначительно (на 2%) превысили консенсус-прогноз за счет неожиданного улучшения динамики комиссионных доходов. Таким образом, меньший, чем ожидал рынок, операционный убыток обусловлен в основном доходами от финансовых инструментов (6 млрд руб во 2Q). К ним относятся доходы от buy back собственных облигаций (1.8 млрд руб), доходы от досрочного погашения межбанковских заимствований (7.4 млрд руб) за вычетом убытка в 3.2 млрд руб по торговым ценным бумагам. Напомним, в 1Q банк получил значительные убытки по торговым ценным бумагам вследствие реклассификации процентных свопов, что привело к дополнительному давлению на финансовый результат.

По-прежнему, основным фактором генерации убытков стали отчисления в резервы на потери по ссудам; во 2Q они составили 47.4 млрд руб против 49.2 млрд руб, которые предполагались консенсус-прогнозом и на этот раз.

Ожидаемое увеличение чистой процентной маржи во 2Q было весьма слабым – с 4.1% в 1Q до 4.3% и происходило за счет сокращения кредитного портфеля (-4.1%), поскольку чистый процентный спред остался на весьма низком уровне 1Q (3.9%). Доходность работающих активов незначительно снизилась по сравнению с 1Q – с 11.4% до 11.2%, в т.ч. ставка по кредитам понизилась с 12.7% до 12.5%. В то же время у Сбербанка во 2Q, напротив, общая доходность кредитного портфеля увеличилась на 0.7 п.п. вследствие лагового эффекта от повышения кредитных ставок, происшедшего с конца прошлого года. Стоимость заимствований ВТБ снизилась на те же 0.2%, составив 7.3% – наиболее дорогими ресурсами оставались средства ЦБ и Минфина, в то время как стоимость клиентских средств и межбанковских заимствований, привлекаемых по плавающим ставкам, банку удалось снизить. Общий уровень госсредств в обязательствах группы составляет 26%, во 2Q произошло его частичное перераспределение от средств ЦБ к депозитам Минфина. Мы предполагали, что снижение рыночной стоимости заимствований у ЦБ во 2Q и возврат наиболее дорогих ресурсов, привлеченных в 1Q, позволят более активно снизить общую стоимость заимствований, однако, по-видимому, этот эффект проявится уже в 3Q. Уровень процентной маржи ВТБ традиционно является одним из наиболее низких для российских банков, и демонстрирует негативную динамику по сравнению с 1Н08 – 4.2% против 4.8%.

Лучше ожиданий оказался рост комиссионных доходов (+25.6% к 1Q, 37% к 2Q08), что банк объясняет реализацией новой стратегии ВТБ 24 в отношении клиентских комиссий. К сожалению, чистый комиссионный доход составляет лишь 13% базового операционного дохода ВТБ, и добиться устойчивого повышения его доли пока не удается.

Банк продолжает показывать прогресс в контроле над расходами – операционные расходы во 2Q (18.6 млрд руб) оставались ниже планового уровня, соответствующего расходам 4Q08 (20.8 млрд руб), показатель эффективности затрат Cost/Income в 1Н09 снизился до 44.6% против 50.8% за аналогичный период прошлого года (по нашим расчетам, с 43.9% до 38.8%). В частности, банк сократил численность персонала с начала года на 3.6%, розничный банк ВТБ 24 – на 5.5%.

Ухудшение качества кредитного портфеля Группы превысило наши ожидания. Доля просроченных (к которым ВТБ относит только просроченную часть по основному долгу или процентам при задержке платежа более 1 дня) и реструктурированных кредитов увеличилась за 3 мес. с 4.3% до 9.1%. При этом в рознице доля просроченных кредитов растет относительно медленно (с 1.9% до 3.5%), а вот в корпоративном сегменте дела обстоят значительно хуже (с 4.7% до 10.1%). Без учета реструктурированных кредитов (2.9%) доля просроченных ссуд составила на конец 1Н 6.2%.

Резервы на конец 2Q09 увеличились с 5.1% от кредитного портфеля до 6.9%. Ранее глава банка А. Костин прогнозировал на конец года отношение провизий к кредитному портфелю на уровне 8%.



Коэффициент покрытия резервами просроченных и реструктурированных кредитов снизился с 117% до 76%, а в корпоративном сегменте еще ниже – 67.5% (по рознице – 210.5%). Банк объясняет снижение коэффициента покрытия изменением подхода к понятию реструктуризированных ссуд со 2 кв. 2009 г. Ранее в данный показатель включались только ссуды, реструктуризация которых сопровождалась снижением их NPV по сравнению с первоначальным кредитом. Со 2Q09 к ним относят еще и те реструктурированные ссуды, по которым снижение NPV в результате реструктуризации не произошло, однако эти ссуды могли бы превратиться в просроченные, если бы такая реструктуризация не была проведена. Обычно по таким ссудам банк берет повышенные залоги, стоимость которых значительно превышает объем выданного кредита, поэтому создание резервов по таким ссудам не требуется. Отметим, что в принципе такой подход имеет свою логику, однако столь широкое толкование показателя просроченных и реструктурированных ссуд при том, что ВТБ не публикует стандартный показатель NPL, затрудняет внешнюю корректную оценку коэффициента покрытия проблемных ссуд.

Поскольку низкая процентная маржа и невысокая доля комиссионных доходов не позволяют банку генерировать достаточный операционный доход для покрытия убытков, формирование резервов происходит за счет собственного капитала группы – по итогам полугодия, коэффициент достаточности капитала снизился до 16% с 17,3% на конец 2008 года, а для капитала 1-го уровня – до 10%. Привлечение дополнительного капитала (180 млрд руб) в сентябре, по оценкам банка, привело к увеличению уровня достаточности общего капитала до 22%, а капитала 1-го уровня – до 16%.

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.

Активы группы сократились за квартал на 4.6%, кредитный портфель – на 4.1%, в том числе корпоративные кредиты – на 5%. Банк объясняет сокращение кредитного портфеля экономическим спадом, снижением спроса со стороны заемщиков на кредиты по высоким рыночным ставкам и частично – выбытием швейцарской «дочки» ВТБ. Бум притока клиентских средств – на 41% с начала года и на 28% во 2Q, частично объясняется притоком депозитов Минфина (186 млрд руб), без них рост с начала года составляет 24.9%.

В 1Н09 инвестбанковский блок ВТБ вышел на безубыточность, заработав 3.1 млрд руб чистой прибыли (в то время как другие сегменты получили убытки). Руководство ВТБ связывает большие ожидания с инвестиционным банком как с бизнесом, способным усилить генерацию стабильных доходов группы.

В ходе телеконференции финансовый директор Группы Н. Цехомский осветил следующие вопросы.

1. Политика в отношении резервов. На конец года менеджмент ожидает отношение резервов к кредитному портфелю на уровне немного выше 8%. В целом банк считает комфортным уровень покрытия просроченных и реструктурированных кредитов резервами менее 100% с учетом обеспечения по кредитам и ожиданий, что большая часть проблемных кредитов будет возвращена. 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 связи с улучшением экономической ситуации, отчисления в резервы во 2Н09 будут ниже, чем в 1Н, однако восстановление экономики находится в самой начальной стадии.
2. Чистая процентная маржа. В 3Q банк возвращал средства, привлеченные от государства (на конец 1Н они составляли 854 млрд руб, на 1.10.09 объем уменьшился примерно на 300 млрд руб.). Кроме того, в связи со снижением ставки рефинансирования и стоимости заимствований у ЦБ, процентные расходы на обслуживание долга сократились. Банк ждет улучшения ситуации с чистой процентной маржой по итогам 3Q.

Будущий финансовый директор группы Г. Моос кратко обозначил основные приоритеты и изменения в будущей стратегии – повышение доходности капитала, налоговое планирование, контроль над расходами, повышение информативности раскрываемой отчетности, активное общение с инвесторами. Утверждение Мооса финансовым директором, скорее всего, состоится в ноябре.



В целом, несмотря на улучшение динамики финансовых результатов во 2Q по отношению к 1Q, мы оцениваем отчетность банка как слабую, отмечая такие факторы, как ухудшение качества кредитного портфеля, низкий уровень чистой процентной маржи, что сокращает возможность генерации стабильных доходов, достаточных для значительных отчислений в резервы без убытков. Мы надеемся, что улучшение общей ситуации в экономике во 2П09, замедление роста просроченных кредитов и снижение стоимости рыночных заимствований позволит ВТБ показать лучшие квартальные результаты до конца года. Однако в целом прогноз на год остается неблагоприятным, а оценить устойчивость восстановления экономики и ослабление давления плохих кредитов на финансовые результаты банковского сектора пока затруднительно.

**Табл. 1. Финансовые результаты, млрд руб.**

	2009H1	Консенсус	отклонение от конс	2008H1	2009H1/ 2008H1	2009Q2	2009Q2 (конс)	отклонение от конс	2009Q1	2009Q2/ 2008Q2	2009Q2/ 2009Q1
Процентные доходы	189	189	-0.2%	103	82.5%	95	95	-0.4%	94	81.1%	0.6%
Процентные расходы	(118)	(120)	-1.0%	(52)	126.4%	(59)	(60)	-2.0%	(60)	114.2%	-1.8%
Чистый процентный доход	70	70	0.0%	51	37.7%	36	36	0.0%	34	44.8%	5.0%
Чистый процентный доход после создание резерва на потери по ссудам	(26)			37	-171.3%	(11)	(13)	-13.0%	(15)		
Чистый комиссионный доход	10	8	22.8%	7	30.3%	5.4	4.6	17.4%	4	36.9%	25.6%
Операционный доход	(5)	(8)	-41.6%	54	-108.4%	2	(8)	-123.5%	(6)		
Операционные расходы	(36)	(36)	-0.3%	(30)	20.1%	(19)	(19)	-3.1%	(17)	11.8%	8.8%
Прибыль до налогообложения	(40)	(44)	-8.5%	23	-273.7%	(16)	(20)	-18.3%	(24)		
Чистая прибыль	(32)	(39)	-18.4%	16	-293.8%	(11)	(18)	-37.1%	(21)		

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



**Табл. 2. Основные балансовые показатели, млрд руб.**

	На 30.06.2009 г. (факт)	Консенсус	отклонение от консенсуса	На 31.12.2008	Изменение с начала года, %	Изменение 1Q09, %	Изменение 2Q09, %
Активы	3,637	3,814	-4.6%	3,697	-1.6%	3.1%	-4.6%
Кредиты клиентам (gross)	2,730	2,661	2.6%	2,650	3.0%	7.5%	-4.1%
Доля кредитов в активах, %	69.9%	69.8%	0.1%	63.2%	10.5%		
NPL/Gross Loans	9.1%			2.4%			
Provisions/Gross loans	6.9%			3.6%			
Кредиты корпоративным клиентам	2,316	2,525	-8.3%	2,263	2.3%	7.7%	-5.0%
Кредиты розничным клиентам	413	408	1.2%	387	6.7%	5.9%	0.7%
Доля в кредитном портфеле, %	15.1%	15.3%	-1.3%	14.6%			
средства клиентов	1,562	1,341	16.5%	1,102	41.7%	11.0%	27.7%
депозиты физлиц	415	396	4.8%	354	17.2%	11.3%	5.3%
депозиты юрлиц	1,147	834	37.5%	748	53.4%	10.8%	38.4%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

**Табл. 3. Показатели рентабельности, %**

	2009H1	2008H1	2009Q2	2009Q1
Чистый процентный спред	4.0%	4.3%	3.9%	3.9%
Чистая процентная маржа	4.2%	4.8%	4.3%	4.1%
ROE	-16.7%	8.1%	-11.8%	-21.2%
ROA	-1.7%	1.3%	-1.2%	-2.2%
Cost / Income	38.8%	43.9%	37.7%	40.0%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



## 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.