



# ВТБ

## INVESTMENT ALERT

### Финансовые итоги 2008 МСФО – результат лучше ожиданий за счет трейдинга

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

#### Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	6,435
Shares Ords'mn	6,724,138	Free Float, %	22.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	1,448
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	-
Bid Ords, RUR	0.0323	Offer Ords, RUR	0.0337

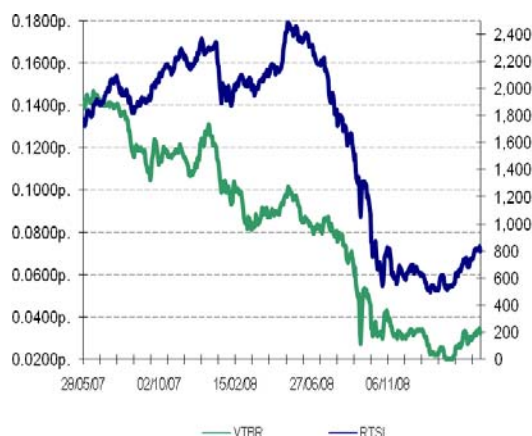
#### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	0.9%	0.6%
Relative to RTSI	Ords	-10.4%	-22.7%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.035	0.043
Low, RUR	Ords	0.027	0.020

#### Financials, 2008

Assets, \$ mn	125,848	ROE	1.3%
Book Value, \$ mn	13,3479	P/E	30.4
Net income, \$ mn	212	P/BV	0.5

#### Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

• 23 апреля 2009 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 2008 по МСФО. По итогам года банк заработал чистую прибыль \$212 млн, что в 7 раз ниже результата 2007 г., но все же может рассматриваться как позитив с учетом ожиданий рынка (наша оценка – убыток в \$98 млн., консенсус-прогноз, представленный банком – убыток в \$100 млн., консенсус-прогноз Интерфакс – чистая прибыль в \$19 млн.). По итогам 4Q09 группа получила убыток в \$104 млн из-за значительного увеличения резервов по кредитному портфелю (\$1102 млн, почти 80% основного операционного дохода). Частично это было компенсировано неожиданно высокими доходами по операциям с ценными бумагами и выкупу собственных долговых обязательств.

• По итогам года операционный доход группы снизился на 5.9%, без учета отчислений в резервы – увеличился на 40.7%. Расходы на резервирование выросли в 4.7 раза (с 1.3% среднего объема кредитного портфеля до 3.2%). Базовый операционный доход (Core income) увеличился за год на 70.9%. По итогам 4Q08 основные операционные доходы остались на уровне 3Q, отмечается умеренное сокращение процентной маржи (по данным банка, с 4.9% в 3Q до 4.6%). Между тем, эта картина выглядит неоднозначно, поскольку, судя по отчетности ряда банков, в 4Q08 рыночные условия в целом способствовали увеличению процентной маржи (рост стоимости заимствований происходил медленнее, чем повышение кредитных ставок). В течение 2009 г. руководство банка ожидает дальнейшего сокращения чистой процентной маржи, главным образом, за счет роста стоимости заимствований.

• Значительные убытки банка по операциям с ценными бумагами в 1Q и 3Q 2008г. были с лихвой компенсированы в 4Q, за год по финансовым инструментам удалось заработать \$41 млн. Общий доход по ценным бумагам за 4Q составил \$840 млн. (24% операционного дохода). Из них \$349 млн – результат выкупа с дисконтом собственных долговых обязательств номинальным объемом \$1.4 млрд. По словам финансового директора ВТБ Н. Цехомского, такие операции успешно проводились и в 1Q09. Остальное – результат хеджирования и реклассификации портфеля в соответствии с поправками к МСФО.

• В 2009 г. банк планирует рост портфеля в долларовом выражении на 10-15%. Качество портфеля остается приемлемым – доля просроченных и реструктурированных кредитов увеличилась с 2.1% на 30.09.08 до 2.4%. На 31.12.2008 г. коэффициент покрытия overdue&rescheduled loans резервами составлял 147.6%, банк считает нормальным уровень выше 100% и прогнозирует отношение провизий к кредитному портфелю по итогам года на уровне 8% (на конец 2008 г. – 3.6%).

• В целом мы оцениваем отчетность банка нейтрально, отмечая такие негативные факторы 2009 г., как ухудшение качества кредитного портфеля, сокращение чистой процентной маржи, давление на капитал вследствие создания значительных резервов по кредитам и рисков дальнейшей девальвации рубля. В то же время банк активно использует все формы господдержки, работает над реструктуризацией проблемных кредитов, предпринимает меры по рекапитализации, фокусируется на повышении эффективности расходов. Это должно ограничить негативное влияние ухудшающейся бизнес-среды на финансовые результаты 2009 г. и привести к улучшению основных показателей после выхода из кризиса.



23 апреля 2009 г. группа ВТБ опубликовала финансовую отчетность за 2008 по МСФО.

По итогам года банк заработал чистую прибыль в размере \$212 млн, что в 7 раз ниже результата 2007 г., но все же может рассматриваться как позитив с учетом ожиданий рынка (наша оценка – убыток в \$98 млн., консенсус-прогноз, представленный банком – убыток в \$100 млн., консенсус-прогноз Интерфакс – чистая прибыль в \$19 млн.). По итогам 4Q09 группа получила убыток в \$104 млн из-за значительного увеличения резервов по кредитному портфелю (\$1102 млн, почти 80% базового операционного дохода). Частично это было компенсировано неожиданно высокими доходами по операциям с ценными бумагами и выкупу собственных долговых обязательств.

По итогам года операционный доход группы снизился на 5.9%, без учета отчислений в резервы – увеличился на 40.7%. Расходы на резервирование выросли в 4.7 раза (с 1.3% среднего объема кредитного портфеля до 3.2%). Базовый операционный доход (Core income, включающий чистый процентный доход до формирования резервов и чистый комиссионный доход) увеличился за год на 70.9%. Чистая процентная маржа увеличилась с 4.4% в 2007 г. до 4.8% (по данным банка, по нашим расчетам – с 4.3% до 4.9%). По итогам 4Q08 основные операционные доходы (чистый процентный и комиссионный) остались на уровне 3Q, отмечается умеренное сокращение процентной маржи (по данным банка, с 4.9% в 3Q до 4.6%; по нашим расчетам – с 5.0% до 4.7%). Между тем, эта картина выглядит неоднозначно, поскольку, судя по отчетности ряда банков, в 4Q08 рыночные условия в целом способствовали увеличению процентной маржи (рост стоимости заимствований происходил медленнее, чем повышение кредитных ставок). В течение 2009 г. руководство банка ожидает дальнейшего сокращения чистой процентной маржи, главным образом, за счет роста стоимости заимствований. Однако руководство не опасается негативного влияния на маржу новых требований относительно ограничения банкам, получающим господдержку, ставки по кредитам экономике 3%-ной маржой к ставке рефинансирования, поскольку речь идет только о кредитах на сумму господдержки (субординированные кредиты по ставке 8% годовых, выкуп допэмиссии акций), которая оказывается на весьма льготных условиях).

Значительные убытки банка по операциям с ценными бумагами в 1Q и 3Q 2008г. были с лихвой компенсированы в 4Q, за год по финансовым инструментам удалось заработать \$41 млн. Общий доход за 4Q составил \$840 млн. (24% операционного дохода). Из них \$349 млн – результат выкупа с дисконтом собственных долговых обязательств номинальным объемом \$1.4 млрд. По словам финансового директора ВТБ Н. Цехомского, такие операции успешно проводились и в 1Q09. Еще \$491 млн дохода по ценным бумагам – результат операций хеджирования и реклассификации портфеля ценных бумаг в соответствии с IAS 39 (банк реклассифицировал часть портфеля акций из mark-to-market в mark-to-model, а значительную долю долговых торговых бумаг переклассифицировал в кредиты банкам и клиентам, а также в инвестиционные бумаги, удерживаемые до погашения). Общий эффект реклассификации ценных бумаг в 4Q составил \$151 млн.

В ресурсной базе ВТБ в 4Q произошли существенные изменения, которые, впрочем, совпали с нашими ожиданиями. Средства клиентов сократились в долларовом выражении на 28.7% (\$15.07 млрд), что объясняется, прежде всего, изменением форм господдержки (замещением средств Минфина, отражаемые в отчетности, как «средства клиентов», средствами ЦБ, учитывающимися на статье «Иные заемные средства»), а также эффектом девальвации рубля и некоторым снижением корпоративных депозитов вследствие кризиса. В то же время общий объем господдержки к концу года составил 839 млрд руб (\$28 млрд), из которых 73% приходилось на средства ЦБ и 24% - на субординированный кредит. В 2009 г. банк также рассчитывает на увеличение ресурсов государства.

Собственный капитал 1-го уровня сократился за год на \$3.1 млрд. (15%). В частности, \$1.8 млрд - эффект от девальвации рубля, кроме того, выплата дивидендов за 2007 г. привела к сокращению нераспределенной прибыли примерно на \$300 млн. Сейчас отношение капитала 1-го уровня к активам снизилось до 10%, хотя коэффициент общей достаточности капитала за счет субординированного кредита увеличился до 17%.

В структуре активов в 4Q произошел существенный сдвиг в пользу высоколиквидных инструментов (доля денежных средств увеличилась с 5.3% до 11%, а кредитов и ценных бумаг – несколько сократилась; по итогам года объем ценных бумаг снизился почти вдвое). Кредитный портфель банка за год увеличился на 50.3%, за



4Q – на 6.8%; доля розничных кредитов в 4Q впервые сократилась – с 16.2% до 14.6%. В 2009 г. банк планирует рост портфеля в долларовом выражении на 10-15%.

Качество портфеля остается приемлемым – доля просроченных и реструктурированных кредитов увеличилась с 2.1% на 30.09.2008 до 2.4%. Между тем, ВТБ относит к *overdue&rescheduled loans* реструктурированные и просроченные хотя бы на 1 день кредиты, но в только размере просроченного платежа, в то время как большинство банков в отчетности по МСФО раскрывают весь объем просроченного кредита, но с задержкой платежа в 90 дней. На днях в интервью «Коммерсантъ» глава ВТБ А. Костин заявил, что по его личной неофициальной оценке, если бы банк не реструктурировал кредиты, то просроченные на 1 день кредиты составляли бы примерно 7% кредитного портфеля. На 31.12.2008 г. коэффициент покрытия *overdue&rescheduled loans* резервами составлял 147.6%, банк считает нормальным уровень выше 100% и прогнозирует отношение провизий к кредитному портфелю по итогам года на уровне 8% (на конец 2008 г. – 3.6%).

Банк осуществляет реструктуризацию проблемных кредитов, что выражается в повышении кредитных ставок, увеличении требований к обеспечению, конвертации валютных кредитов в рублевые. Все новые валютные кредиты выдаются только заемщикам, доходы которых формируются в валюте с тем, чтобы избежать дополнительных кредитных рисков в случае девальвации рубля.

Для компенсации негативного влияния увеличения резервов на капитал банка, планируется увеличить капитал 1-го уровня в течение 2009 г. за счет доэмиссии акций на сумму до 200 млрд руб. (последнее заявление министра финансов А. Кудрина – 180 млрд руб). В мае наблюдательный совет будет принимать решение о параметрах доэмиссии, при этом на собрание акционеров 29 июня планируется вынести вопрос об увеличении количества объявленных акций (сейчас – 5 трлн акций). Как ожидается, процедура доэмиссии завершится к октябрю.

Одним из направлений стратегии банка в условиях сокращения возможностей наращивания доходов становится контроль над расходами. В 4Q08 операционные расходы увеличились на 8% к 3Q08, что объясняется продолжавшимся расширением розничной сети и затратами на ИВ, однако показатели эффективности расходов улучшаются. По итогам 2009 г. банк прогнозирует, что в долларовом выражении среднеквартальные расходы сохранятся на уровне 4Q08.

В целом мы оцениваем отчетность банка нейтрально, отмечая такие негативные факторы 2009 г., как ухудшение качества кредитного портфеля, сокращение чистой процентной маржи, давление на капитал вследствие создания значительных резервов по кредитам и рисков дальнейшей девальвации рубля. В то же время банк активно использует все формы господдержки, работает над реструктуризацией проблемных кредитов, сокращает риски по ценным бумагам, предпринимает меры по рекапитализации, фокусируется на повышении эффективности расходов. Это должно ограничить негативное влияние ухудшающейся бизнес-среды на финансовые результаты 2009 г. и привести к улучшению основных показателей после выхода из кризиса.

По итогам встречи руководства ВТБ с аналитиками инвестбанков, стали известны следующие детали:

1. Банк проводит сопоставление просроченных кредитов по своей методике (задержка платежа с 1 дня, но только в размере просроченного платежа) и стандартной методике МСФО для NPL (задержка платежа 90 дней, но на всю сумму кредита). Пока различия в оценке показателя по двум методикам минимальны (0.1%), поэтому менеджмент считает адекватным применение собственного стандарта.
2. На данный момент ВТБ реструктурировал кредиты на 250 млрд руб. (по нашим оценкам, по текущему курсу это около 8% кредитного портфеля на конец 2008 г.). Основные формы реструктуризации – отсрочка уплаты основного долга, перевод долга из валюты в рубли. Обычно это сопровождается увеличением требований к обеспечению и повышением ставки по кредиту.
3. Доходы от трейдинга в 4Q08 (490 млн долл) объясняются (в порядке убывания значимости) следующими факторами: доходы от хеджирования (при этом часть длинной прог. позиции оценивалась как *mark-to-model*, т.е. не по рыночной, а по фундаментальной стоимости, а короткая опционная позиция была привязана к фондовому индексу и принесла доход за счет существенного



- снижения рынка в 4Q), валютной переоценкой ADR, доходами по структурным сделкам и трейдингу, реклассификацией части долговых бумаг в соответствии с поправками в МСФО IAS 39.
4. На 2009 г. основная задача в розничном блоке - оценка эффективности сети и сокращение затрат (происходит закрытие неэффективных офисов, сокращение персонала составило около 15% штатного расписания, рублевые ставки аренды при перезаключении договоров снижены на 15%, полностью отказались от валютных ставок аренды). Основные инвестиции планируется делать в повышение операционной эффективности (системы управления очередью, обновление интернет-бэнкинга, замена АБС, увеличение количества банкоматов). В продуктовой линейке за последние полгода произошел отказ от наиболее рискованных продуктов (ипотека на строящееся жилье), предполагается внедрять новые – лизинг для малого и среднего бизнеса, private banking, опережающее развитие карточного бизнеса. Для снижения кредитных рисков используются механизмы господдержки заемщиков (погашение кредитов за счет материнского капитала и участие в программе АИЖК по предоставлению определенным категориям заемщиков отсрочки выплат по ипотечным кредитам, уже зафиксировано около 2000 обращений).
  5. Основное давление на процентную маржу в 4Q08 и 1Q09 оказало замещение депозитов Минфина кредитами ЦБ, стоимость которых значительно увеличилась за этот период (ставка по беззалоговым кредитам достигала 18.6%). Между тем, на данный момент наиболее «дорогие» беззалоговые кредиты (выше 16.5%) банк досрочно вернул ЦБ, что должно ослабить негативное влияние роста стоимости ресурсов на процентную маржу. Новые кредиты системообразующим предприятиям ВТБ выдает по ставке 16-18%, предпочитая не закладывать высокие кредитные риски в непосильную для заемщика ставку, а увеличивать требования к обеспечению (например, госгарантии). Еще один негативный фактор для процентной маржи – значительное увеличение доли валютных обязательств вследствие девальвации рубля и спроса населения и компаний на валюту. Доля рублевых депозитов ВТБ 24 рухнула с почти 80% в течение 9M08 до примерно 40% в 1Q09. С учетом целенаправленной политики ВТБ по сокращению валютных рисков заемщиков (все новые валютные кредиты предоставляются только клиентам с валютной выручкой, а по уже выданным ранее валютным кредитам есть возможность конвертации в рубли), возможности по выгодному размещению валютных ресурсов ограничены. Значительная часть валютных активов оседала на корсчетах банка в ЦБ, не принося дохода, что также отрицательно сказывалось на марже. Сейчас доля валютных обязательств стабилизировалась, а для сокращения стоимости ресурсов ВТБ значительно снизил ставки по валютным депозитам.



**Табл. 1. Финансовые результаты, \$ млн.**

	2008	наш прогноз	консенсус	отклонение от нашего прогноза	отклонение от консенсуса	2007	2008/ 2007, %	2008Q4	2007Q4	2008Q4/ 2007Q4, %
Процентные доходы	9,809	9,537	9,566	2.9%	2.5%	5,387	82.1%	2,930	1,744	68.0%
Процентные расходы	(5,242)	(5,218)	(5,038)	0.5%	4.0%	(2,831)	85.2%	(1,718)	(920)	86.7%
Чистый процентный доход	4,567	4,319	4,560	5.7%	0.2%	2,556	78.7%	1,212	824	47.1%
Чистый процентный доход после создание резерва на потери по ссудам	2,085	2,139		-2.5%		2,030	2.7%	110	653	-83.2%
Чистый комиссионный доход	656	645	669	1.7%	-1.9%	557	17.8%	172	143	20.3%
Операционный доход	3,512	2,996	2,539	17.2%	38.3%	3,732	-5.9%	906	1,162	-22.0%
Операционные расходы	(2,769)	(2,800)	(2,720)	-1.1%	1.8%	(1,948)	42.1%	(773)	(659)	17.3%
Прибыль до налогообложения	743	196	49	279.1%	1416.3%	1,819	-59.2%	133	505	-73.7%
Чистая прибыль	212	(98)	(100)			1,514	-86.0%	(104)	463	-122.5%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

**Табл. 2. Основные балансовые показатели, \$ млн.**

	На 31.12.2008 (факт)	Наш прогноз	Консенсус	отклонение от нашего прогноза	отклонение от консенсуса	Изменение с начала года, %	Изменение за 1 кв. 2008 г. (QoQ), %	Изменение за 2 кв. 2008 г. (QoQ), %	Изменение за 3 кв. 2008 г. (QoQ), %	Изменение за 4 кв. 2008 г. (QoQ), %
Активы	125,848	122,402	119,039	2.8%	5.7%	35.9%	7.2%	9.5%	4.0%	11.3%
Кредиты клиентам (gross)	90,208	88,580	87,138	1.8%	3.5%	50.3%	15.7%	11.8%	8.8%	6.8%
Доля кредитов в активах, %	71.7%	69.5%	71.4%	3.1%	0.4%	13.4%			4.2%	-0.9%
Кредиты розничным клиентам	13,174	13,882	13,880	-5.1%	-5.1%	71.5%	26.2%	25.6%	12.1%	-3.4%
Доля в кредитном портфеле, %	14.6%	15.7%	15.9%	-6.8%	-8.3%	14.1%			3.0%	-9.6%
средства клиентов	37,503	39,146	50,842	-4.2%	-26.2%	1.1%	17.5%	2.3%	17.9%	-28.7%
депозиты физлиц	12,052	12,207	12,831	-1.3%	-6.1%	12.8%	8.1%	7.1%	-0.3%	-2.3%
депозиты юрлиц	25,451	26,939	38,100	-5.5%	-33.2%	-3.6%	21.3%	0.6%	24.8%	-36.8%
Собственные средства	13,347	-				-19.1%	4.7%	-0.5%	-9.0%	-14.6%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



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

	2008	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
Рентабельность доходных активов	10.5%	9.0%	10.1%	9.7%	10.5%	11.48%
Стоимость привлечения пассивов	-5.9%	-5.1%	-5.3%	-5.5%	-5.8%	-6.84%
Чистый процентный спред	4.6%	3.9%	4.8%	4.2%	4.6%	4.6%
Чистая процентная маржа	4.9%	4.3%	5.2%	4.6%	5.0%	4.7%
Чистые процентные доходы после резервов / Чистые операционные доходы	59.4%	54.4%	116.9%	44.3%	117.9%	12.1%
Чистые комиссионные доходы / чистые операционные доходы	18.7%	13.4%	19.2%	11.2%	47.0%	19.0%
ROE	1.3%	9.2%	2.9%	13.0%	-8.9%	-2.9%
ROA	0.2%	1.5%	0.5%	2.1%	-1.3%	-0.3%
Cost / Income	46.2%	45.7%	59.4%	38.1%	61.9%	38.0%

*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)

©2008г., 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.