



Держать
Целевая цена (GDR) – \$3.81

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	28,243
Shares Ords'mn	10,460,541	Free Float, %	14.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	4,095
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	-
Bid Ords, RUR	0.0789	Offer Ords, RUR	0.0793

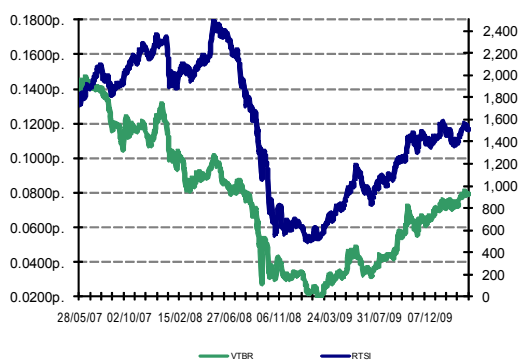
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	4.8%	38.9%
Relative to RTSI	Ords	-4.5%	14.9%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.081	0.081
Low, RUR	Ords	0.076	0.056

Financials, 2009E

Assets, \$ mn	119,405	ROE	-13%
Book Value, \$ mn	16,696	P/E	n/a
Net income, \$ mn	-1,881	P/BV	1.8

Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

ВТБ

Отчетность 2009 – позитивный сюрприз по марже, NPL хуже ожиданий

• Чистый убыток по итогам года составил 59.6 млрд руб, что оказалось незначительно лучше консенсус-прогноза, представленного банком (-60.5 млрд руб) и наших оценок (-60.8 млрд руб).

• Главным позитивным сюрпризом является 15%-ное превышение чистого процентного дохода 4Q над нашими оценками. Причина – заметное увеличение чистой процентной маржи в 4Q (до 5.3% по данным банка). Это рекордное значение показателя для ВТБ за всю его публичную историю. Такой результат обусловлен возвратом наиболее дорогих пассивов – беззалоговых кредитов ЦБ и заменой их более дешевыми ресурсами. В то же время, мы считаем, что такой уровень NIM для ВТБ не является устойчивым. Менеджмент ожидает по итогам года сохранения NIM выше средней за 2009 г. (4.6%).

• Также неожиданно сильным оказался рост чистого комиссионного дохода в 4Q09 (+26% по отношению к 3Q). Результат на 16% превысил нашу оценку и на 10.5% - консенсус-прогноз, опережающими темпами росли доходы от розничного и инвестиционного сегмента. Таким образом, традиционно наиболее слабые стороны бизнес-модели ВТБ (низкая процентная маржа и низкий уровень комиссионных доходов) показали тенденцию к улучшению.

• Хуже ожиданий оказались неработающие кредиты (NPL); по итогам года показатель составил 9.8% при консенсус-прогнозе 9.1%. Напомним, у Сбербанка по итогам года NPL составил 8.5%. Примечательно, что ухудшение качества кредитов происходило исключительно за счет корпоративного сегмента, где NPL взлетел с 7.6 до 10.3%. При этом доля реструктурированных корпоративных кредитов увеличилась с 9.6% до 13.4%. В то же время в розничном сегменте NPL снизился с 9% до 7.4%.

• Коэффициент покрытия резервами NPL продолжает снижаться и составляет теперь менее 100%, что, на наш взгляд указывает на уязвимость к рискам дальнейшего ухудшения кредитного качества портфеля и отмене льготного порядка резервирования.

• Почти 80 млрд руб в активах банка приходится на инвестиционную недвижимость, причем на начало квартала значение показателя составляло примерно 5 млрд руб. К этим активам относятся, прежде всего, девелоперские проекты, права на которые перешли ВТБ от заемщиков. В том числе и Система Галс, по которой банк как контролирующий акционер зафиксировал убыток от списания гудвила на 3.7 млрд руб.

• Прогноз менеджмента по чистой прибыли в 2010 г. сохраняется на уровне 50 млрд руб., при этом прибыль по МСФО ожидается уже в 1Q10. Процесс реструктуризации в основном завершен, банк рассчитывает на постепенное снижение доли реструктурированных кредитов. По итогам 2009 года объем реструктурированных кредитов составил 300 млрд руб., ожидается, что в 2010 г. этот показатель увеличится не более чем на 100 млрд руб.

• Банк ожидает роста доли NPL до 10-12% к середине 2010 г., плановый рост кредитного портфеля 15% с опережающей динамикой розничного кредитования.

• Таким образом, отчетность выявила смешанные результаты, в основном в рамках ожиданий. Мы позитивно оцениваем повышение чистой процентной маржи и рост комиссионных доходов, однако ухудшение качества кредитного портфеля и накопление на балансе непрофильных активов несколько превышает наши оценки.

• Мы оцениваем 12-месячную справедливую стоимость GDR ВТБ на уровне \$3.81, рекомендация «Держать». По итогам публикации отчетности целевая цена может быть пересмотрена.



30 марта 2010 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 2009 по МСФО.

Чистый убыток по итогам года составил 59.6 млрд руб, что оказалось незначительно лучше консенсус-прогноза, представленного банком (-60.5 млрд руб) и наших оценок (-60.8 млрд руб). Убыток 4Q составил 14.1 млрд руб при консенсус-прогнозе 15.1 млрд руб и нашем прогнозе в 15.3 млрд руб.

Учитывая тот факт, что ВТБ за несколько недель до публикации отчета предупредил инвесторов о двух существенных one-offs общей стоимостью примерно в 10 млрд руб (6 млрд руб – убытки по ценным бумагам в результате изменения методики оценки акций с mark to model на mark to market и почти 4 млрд руб – обесценение гудвила в результате приобретения контроля над Системой-Галс), на этот раз отчетность банка оказалось значительно более предсказуемой, чем обычно.

Главным позитивным сюрпризом является 15%-ное превышение чистого процентного дохода 4Q над нашими оценками. Причина – заметное увеличение чистой процентной маржи в 4Q (до 5.5% по нашим расчетам, 5.3% - по данным банка). Это рекордное значение показателя для ВТБ за всю его публичную историю. Такой результат обусловлен возвратом наиболее дорогих пассивов – беззалоговых кредитов ЦБ и заменой их более дешевыми ресурсами. В то же время, мы считаем, что такой уровень NIM для ВТБ не является устойчивым.

Также неожиданно сильным оказался рост чистого комиссионного дохода в 4Q09 (+26% по отношению к 3Q). Результат на 16% превысил нашу оценку и на 10.5% - консенсус-прогноз. Это результат изменения продуктовой политики банка с начала кризиса, когда были повышены тарифы по многим комиссионным операциям, в частности, по кредитным картам. По итогам года заметно увеличился вклад в комиссионный доход группы розничного сегмента (с 23% до 32%), впервые значимый результат стал давать инвестбанковский сегмент (13%).

Таким образом, традиционно наиболее слабые стороны бизнес-модели ВТБ (низкая процентная маржа и низкий уровень комиссионных доходов) показали тенденцию к улучшению.

Хуже ожиданий оказались неработающие кредиты (NPL); по итогам года показатель составил 9.8% при консенсус-прогнозе 9.1%. Напомним, у Сбербанка по итогам года NPL составил 8.5%. За 4Q показатель NPL ВТБ увеличился на 2 п.п. против 1.8 п.п. в 3Q. Темпы реструктуризации кредитов замедлились – после почти 3-х кратного роста в 3Q (на 5.4 п.п.), в 4Q доля реструктурированных кредитов увеличилась на 3.5 п.п., составив 11.8%.

Примечательно, что ухудшение качества кредитов происходило исключительно за счет корпоративного сегмента, где NPL взлетел с 7.6 до 10.3%. При этом доля реструктурированных корпоративных кредитов увеличилась с 9.6% до 13.4%.

В то же время в розничном сегменте NPL снизился с 9% до 7.4%. На наш взгляд, снижение NPL в розничном кредитовании в значительной степени объясняется активизации реструктуризации в этом сегменте – в 4 кв. доля реструктурированных розничных ссуд, ранее не превышавшая 1.1%, увеличилась до 3.9%.

Убытки от реструктуризации в 2009 г. составили 19.7 млрд руб., в 4Q09 показатель увеличился незначительно.

Объем сформированных провизий на конец года составил 9.2%, отчисления в резервы оказались чуть ниже наших и рыночных оценок. Коэффициент покрытия резервами NPL продолжает снижаться и составляет теперь менее 100% как по корпоративным, так и по розничным кредитам (94.5% против 101.0% на 30.09.2009). Впрочем, по розничным NPL коэффициент покрытия увеличился с 80% до 92.5%.

Представители банка неоднократно указывали, что все недорезервированные кредиты полностью обеспечены залогами, поэтому полное резервирование не требуется. Однако, на наш взгляд, уровень покрытия NPL ниже 100% является уязвимым с точки зрения рисков дальнейшего ухудшения кредитного качества портфеля. Так, у Сбербанка уровень покрытия на конец года составляет 125%. Банк Возрождение намерен увеличивать показатель со 106% до 130-140%. По нашему мнению, консервативный подход в данном вопросе вполне



оправдан, учитывая вероятную отмену льготного порядка резервирования (формально, этот порядок действует до середины года).

Почти 80 млрд руб в активах банка приходятся на инвестиционную недвижимость, причем на начало квартала значение показателя составляло примерно 5 млрд руб. К этим активам относятся, прежде всего, девелоперские проекты, права на которые перешли ВТБ от заемщиков. В том числе и Система Галс, по которой банк как контролирующий акционер зафиксировал убыток от списания гудвила на 3.7 млрд руб (общий объем отрицательной чистой стоимости активов Системы Галс 7 млрд руб).

Операционные расходы в 4Q09 превысили наши ожидания и консенсус-прогноз, однако это связано с сезонным эффектом. В целом по году показатели контроля над расходами находятся на хорошем уровне (45.9%).

В ходе телеконференции и пресс-конференции зампред правления Г. Моос сообщил следующее:

- прогноз менеджмента по чистой прибыли в 2010 г. сохраняется на уровне 50 млрд руб., при этом прибыль по МСФО ожидается уже в 1Q10. Этот прогноз не закладывает существенный роспуск резервов, хотя отчисления будут снижаться. Банк рассчитывает расти в корпоративном и розничном блоке быстрее рынка и добиться лидерских позиций в ИВ.

- Руководство банка ожидает, что в 2010 г. показатель NIM превысит средний уровень 2009 г. (4.6%), однако, на наш взгляд, это будет непросто с учетом общерыночной тенденции опережающего снижения рентабельности работающих активов по отношению к стоимости фондирования и замещения в структуре активов банков более доходных кредитов менее доходными облигациями. В то же время банк рассчитывает ускоренными темпами увеличивать более доходные виды кредитования (ритейл, МСБ) и оптимизировать стоимость фондирования за счет диверсификации внешних и внутренних источников. В частности, плановый объем займов в 5 млрд долл предполагается поровну разделить между внутренним и внешним рынком.

- прогноз роста кредитного портфеля в 2010 г. составляет 15%, розничное кредитование должно расти опережающими темпами

- банк ожидает роста доли NPL до 10-12% к середине 2010 г.

- целевой показатель Cost/Income – 40-45%.

- процесс реструктуризации в основном завершен, банк рассчитывает на постепенное снижение доли реструктурированных кредитов. По итогам 2009 года объем реструктурированных кредитов составил 300 млрд руб., ожидается, что в 2010 г. этот показатель увеличится не более чем на 100 млрд руб.

- новая стратегия и финансовая модель банка будут завершены в 3Q10. Она предполагает переход от экстенсивной модели развития к повышению эффективности. Ключевые элементы – рост высокомаржинальных бизнесов, реализация синергии между сегментами бизнеса, повышение эффективности капитала, оптимизация операционных расходов и стоимости фондирования.

Таким образом, отчетность выявила смешанные результаты, в основном в рамках ожиданий. Мы позитивно оцениваем повышение чистой процентной маржи и рост комиссионных доходов, однако ухудшение качества кредитного портфеля и накопление на балансе непрофильных активов несколько превышает наши оценки.



Табл. 1. Финансовые результаты, млрд руб.

	2009	2009 конс	2009 Совлинк	4Q09	4Q09 (cons)	4Q09 (Совлинк)	отклонение от конс	отклонение от оценки Совлинка	3Q09	4Q09/3Q09
Процентные доходы	373.7	371.6	370.9	92.9	92.9	90.1	0.0%	3.1%	92.2	-2.5%
Процентные расходы	(221.5)	(225.2)	(224.6)	(48.1)	(48.1)	(51.2)	0.0%	-6.1%	(55.1)	-6.0%
Чистый процентный доход	152.2	146.4	146.3	44.8	44.8	38.9	0.0%	15.2%	37.1	3.1%
Отчисления в резервы	(154.7)	(156.0)	(156.0)	(28.3)	(29.2)	(29.6)	-3.1%	-4.5%	(29.8)	
Чистый процентный доход после создание резерва на потери по ссудам	(2.5)	(9.6)	(9.7)	16.5	15.6	9.3		78.2%	7.3	
Чистый комиссионный доход	21.0	20.4	20.1	6.3	5.7	5.4	10.5%	16.1%	5.0	-7.4%
Операционный доход	11.9	3.2	0.5	17.0	8.2	5.6	107.3%	202.7%	(0.6)	-131.6%
Операционные расходы	(76.4)	(75.9)	(73.3)	(23.9)	(22.8)	(20.8)	4.8%	14.9%	(16.8)	-9.7%
Прибыль до налогообложения	(68.3)	(73.9)	(72.8)	(10.9)	(16.7)	(15.4)	-34.7%	-29.1%	(17.6)	9.3%
Чистая прибыль	(59.6)	(60.5)	(60.8)	(14.1)	(15.1)	(15.3)	-6.6%	-7.7%	(14.0)	27.3%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

Табл. 2. Основные балансовые показатели, млрд руб.

	На 31.12.2009 г. (факт)	Оценка Совлинк	Консенсус	На 31.12.2008	Изменение с начала года, %	Изменение 1Q09, %	Изменение 2Q09, %	Изменение 3Q09, %	Изменение 4Q09, %
Активы	3,611	3,668	3,730	3,697	-2.3%	3.1%	-4.6%	-1.5%	0.8%
Кредиты клиентам (net)	2,310	2,532	2,472		-9.6%			0.0%	0.0%
Кредиты клиентам (gross)	2,856	2,783	2,559	2,650	7.8%	7.5%	-4.1%	0.0%	4.7%
Доля кредитов в активах, %	79.1%	69.0%	66.3%	63.2%	25.1%				
NPL/Gross Loans	9.8%	8.7%	9.1%	2.4%					
Provisions/Gross loans	9.2%	9.0%		3.6%					
Кредиты корпоративным клиентам	2,421	2,357	2,294	2,263	7.0%	7.7%	-5.0%	-0.4%	4.9%
Кредиты розничным клиентам	435	426	430	387	12.4%	5.9%	0.7%	1.9%	3.3%
Доля в кредитном портфеле, %	15.2%	16.8%	17.4%	14.6%					
средства клиентов	1,569	1,560	1,514	1,102	42.4%	11.0%	27.7%	-2.8%	3.3%
депозиты физлиц	477	460	462	354	34.7%	11.3%	5.3%	3.7%	10.9%
депозиты юрлиц	1,092	1,100	1,046	748	46.0%	10.8%	38.4%	-5.1%	0.3%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Табл. 3. Показатели рентабельности, %

	2009	2008	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
Рентабельность доходных активов	11.9%	10.7%	11.4%	11.3%	11.6%	11.8%
Стоимость привлечения пассивов	-7.2%	-5.8%	-6.4%	-7.2%	-7.3%	-7.5%
Чистый процентный спред	4.7%	4.9%	5.0%	4.1%	4.3%	4.3%
Чистая процентная маржа	4.9%	5.0%	5.5%	4.5%	4.4%	4.3%
ROE	-13.3%	1.4%	-10.9%	-12.5%	-11.8%	-21.2%
ROA	-1.6%	0.2%	-1.6%	-1.6%	-1.2%	-2.2%
Cost / Income	45.9%	45.2%	52.8%	57.5%	37.7%	40.0%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“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

research@sovlink.ru

©2010г., 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.