



Возрождение

COMPANY
NOTE

ДЕРЖАТЬ

Потенциал роста: 11%
Целевая цена: \$47

Итоги встречи с руководством банка, пересмотр модели

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VZRZ, VZRZP	M.Cap, \$ mn	1,022
Shares Ords	23,748,694	Free Float, %	40%
Shares Prefs	1,294,505	Free Float, \$ mn	409
Bid Ords, \$	41.7	Offer Ords, \$	43.0
Bid Prefs, \$	16.1	Offer Prefs, \$	16.4

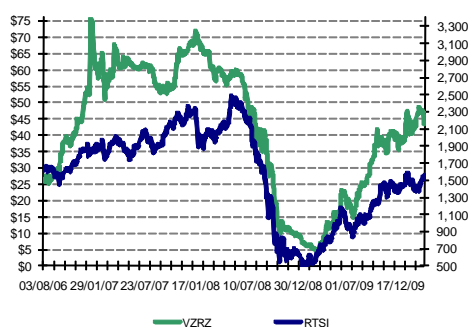
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-10.7%	6.4%
Relative to RTSI	Ords	-23.2%	-20.6%
Price range, \$			
High	Ords	47.5	48.4
Low	Ords	41.1	34.2

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	5,555	ROE	6.7
Book Value, \$ mn	607	P/E	26.5
Net income, \$ mn	38	P/BV	1.7

Динамика акций Возрождения относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

- По итогам отчетности банка «Возрождение» и встречи с менеджментом мы скорректировали нашу модель оценки, отразив в ней результаты 4Q09 и новые прогнозы в отношении ключевых показателей на 2010 г.
- По мнению менеджмента, ключевой проблемой 2010 г. станет сокращение чистой процентной маржи вследствие трех факторов: 1) слабый спрос экономики на кредиты и трудности банков в увеличении доли кредитов в активах; 2) опережающее снижение кредитных ставок вследствие жесткой конкуренции с госбанками; 3) давление высоких депозитных ставок по частным вкладам, привлеченным в прошлом году, поскольку переоценка активов при снижающихся рыночных процентных ставках происходит быстрее, чем переоценка пассивов.
- При плановом росте кредитного портфеля в 2010 г. на 20%, менеджмент допускает, что фактический рост составит лишь 10% вследствие крупных досрочных погашений. В нашей модели заложен рост кредитного портфеля банка на 17%. С учетом рыночной ситуации мы корректируем его до 15%, и считаем это оптимистичным прогнозом.
- Мы корректируем наш прогноз по чистой процентной марже на 2010 г. Теперь мы ожидаем NIM 5.3% по работающим активам (4.3% - по общим активам), что близко к консервативным оценкам менеджмента (3.5-4.5% по общим активам). В 2011-2012 гг. мы ожидаем увеличение NIM до 5.6-5.7% по работающим активам, с сохранением ее ниже докризисных уровней. Высокая доля непроцентных расходов (почти 40%) будет оказывать стабилизирующее влияние на общие операционные доходы банка.
- Другой существенной проблемой является давление со стороны зарплат и со стороны необходимых инвестиций в ИТ. Менеджмент прогнозирует в 2010 г. рост операционных расходов на 10-15%. По нашим оценкам, это приведет к увеличению показателя Cost/Income с 48.7% в 2009 г. до 64.2% в 2010. Впрочем, менеджмент считает, что предельным допустимым уровнем Cost/Income в этом году будет 60%+, а в среднесрочной перспективе – 50%.
- Эти изменения привели к снижению прогноза чистой прибыли в 2010 г. с 1800 до 1136 млн руб., прогноз на 2011 г. практически не изменился. Ожидаемая ROE постпрогнозного периода снижена с 22% до 20%, прогнозный период пролонгирован на 2012 г.
- Мы незначительно повышаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций – с \$45 до \$47 за акцию, рекомендация «Держать». Без пролонгации горизонта прогнозирования оценка была бы снижена до \$44.
- В краткосрочном плане акции Возрождения, скорее всего, будут находиться под давлением. По ожидаемому на 2010 г. P/E=26.5 они оцениваются с большой премией к рынку. В то же время, мы надеемся, что банку удастся защитить процентную маржу на более высоких уровнях, что позволит показать более привлекательные финансовые результаты.
- В среднесрочной перспективе мы по-прежнему весьма высоко оцениваем бизнес-модель «Возрождения» - низкую зависимость от финансовых рынков, существенную долю стабильных комиссионных доходов, профессиональный риск-менеджмент и высокий уровень информационной открытости.



По итогам отчетности банка «Возрождение» и встречи с менеджментом мы скорректировали нашу модель оценки, отразив в ней результаты 4Q09 и новые прогнозы в отношении ключевых показателей на 2010 г. Также мы пролонгировали горизонт прогнозирования до 2012 г.

По мнению менеджмента, ключевой проблемой 2010 г. (по крайней мере, 1П10) станет сокращение чистой процентной маржи вследствие трех факторов: 1) слабый спрос экономики на кредиты и трудности банков в увеличении доли кредитов в активах; 2) опережающее снижение кредитных ставок вследствие жесткой конкуренции с госбанками; 3) давление высоких депозитных ставок по частным вкладам, привлеченным в прошлом году, поскольку переоценка активов при снижающихся рыночных процентных ставках происходит быстрее, чем переоценка пассивов. Другой существенной проблемой является давление со стороны зарплат (вследствие растущей рыночной конкуренции на рынке труда) и со стороны необходимых инвестиций в ИТ, что при сжатии чистых процентных доходов заставит, тем не менее, увеличивать в этом году операционные расходы, в результате чего неизбежно произойдет резкое ухудшение показателя эффективности (Cost/Income). Сгладить негативное влияние низкой процентной маржи на общий уровень операционных доходов, как ожидается, удастся за счет традиционного конкурентного преимущества банка «Возрождение» - высокой доле стабильных непроцентных доходов (почти 40%), которая не столь сильно пострадала от кризиса и сейчас восстанавливается.

1. **Кредитный портфель.** Бизнес-план банка предусматривает рост кредитного портфеля в 2010 г. на 20%. Менеджмент считает, что в принципе эти темпы достижимы, но вследствие досрочного погашения кредитов крупными заемщиками фактический рост может оказаться ниже – на уровне 10%. Так, в 1Q10 банку удалось увеличить кредитный портфель на 5 млрд руб, но разовый возврат кредита в последний день квартала нивелировал весь накопленный с начала года рост. Основные надежды на увеличение портфеля банк связывает с некоторой активизацией спроса на кредиты со стороны заемщиков во 2Н10.

В нашей модели заложен рост кредитного портфеля банка на 17%, с учетом рыночной ситуации мы корректируем его до 15%, и считаем это оптимистичным прогнозом. В 2011 г. мы прогнозируем рост кредитного портфеля на 17% и в 2012 г. – на 20%.

2. **Чистая процентная маржа.** По словам руководства банка, в течение всего прошлого года не действовал классический механизм трансформации притока депозитов в расширение кредитования. В итоге приток клиентских средств до осени прошлого года направлялся на рефинансирование более дорогих в обслуживании средств ЦБ и Минфина, что позволяло банкам снижать стоимость фондирования. Но в последние месяцы, когда беззалоговые кредиты были в основном возвращены, новые депозиты стали оседать «мертвым грузом» в ликвидных, но низкодоходных активах банков, оказывая давление на рентабельность.

Этот процесс усилился в декабре прошлого года, когда Сбербанк, получив неожиданно большой приток частных вкладов, приступил к резкому снижению ставок по депозитам и кредитам с тем, чтобы защитить чистую процентную маржу от слишком быстрого снижения. Эта политика изменила рыночные условия, т.к. жесткое конкурентное давление на кредитные ставки со стороны Сбербанка и его экспансия в традиционный для менее крупных банков сегмент SME привели к вынужденному пересмотру ставок по новым и действующим кредитам в сторону снижения. Если до декабря банк рассчитывал на стабилизацию средних ставок по кредитам в 2010 г. на уровне 13-14%, то сейчас ожидания существенно снизились (до 10-14%).

По мнению руководства банка, снижение рыночных кредитных ставок на 2-3 п.п. достаточно для активизации массового досрочного погашения заемщиками своих кредитов с тем, чтобы рефинансироваться на более выгодных условиях. В итоге средняя дюрация активов вместо планового срока (более года) может сократиться до 4-5 мес., в то время как дюрация пассивов составляет в среднем 8 мес., т.е. доходность кредитов снижается быстрее, чем стоимость фондирования. Поэтому, в 1П10 давление на чистую процентную маржу будет нарастать. Руководство банка ожидает снижения чистой процентной маржи с 6% (от средней величины активов) в 2009 г. до 4-4.5% в 2010 (в худшем случае до 3.5%). Возврат к нормальным условиям ведения бизнеса предполагается лишь к концу года и в 2011 г., когда срок «дорогих» депозитов закончится, появятся условия для увеличения кредитного портфеля и, возможно, начнется обратный процесс повышения кредитных ставок.



В связи с изложенными соображениями, мы корректируем наш прогноз по чистой процентной марже на 2010 г. Если раньше он предполагал сжатие NIM с 7.6% (по работающим активам) в 2009 г. до 6% в 2010, а по активам с 6.2% до 5.1%, то теперь мы ожидаем 5.3% по работающим активам (4.3% - по общим активам), что близко к консервативным оценкам менеджмента. В 2011-2012 гг. мы ожидаем увеличение NIM до 5.6-5.7% по работающим активам, с сохранением ее ниже докризисных уровней. Наиболее значимым фактором для чистой процентной маржи, помимо рыночных процентных ставок, должно стать возобновление спроса на кредиты и способность банка увеличивать долю кредитов в активах и долю наиболее рентабельных сегментов (SME, затем ритейл) в кредитном портфеле.

- 3. Резервы.** Банк считает, что ключевая проблема 2009 года – ухудшение качества кредитного портфеля - сходит на нет. Однако и заметного улучшения финансового положения заемщиков пока не отмечает, вследствие чего политика по созданию провизий остается консервативной. Планы на 2010 г. предполагают сохранение 10%-ного отношения провизий к кредитному портфелю (уровень конца 2009 г.). К тому же менеджмент закладывает в планы по провизиям риски необходимости доначисления резервов в случае отмены с середины года действующего льготного порядка резервирования.

Таким образом, при плановом 20%-ном росте кредитного портфеля банк ожидает отчисления в резервы на уровне 2500-2800 млн руб (2.4-2.7% от объема кредитов против 5% в 2009 г.). При меньшем росте кредитного портфеля и/или меньшей потребности в доначислении резервов объем формируемых провизий может быть меньше.

При ожидаемом нами 15%-ном росте кредитного портфеля мы оцениваем отчисления в резервы в 2010 г. на уровне 2.2% от среднего объема кредитов (gross), что совпадает с нашими прежними оценками.

- 4. Непроцентные доходы** банк консервативно оценивает на уровне 2009 г., ожидая, что рост комиссионных доходов в результате оживления экономики будет компенсирован сокращением трейдинговых доходов, поскольку конъюнктура финансовых рынков ожидается достаточно спокойной, в отличие от 2009 г.

В нашей модели учтен рост чистого комиссионного дохода на 10%, и сокращение доходов от трейдинга на 30%, итоговый рост непроцентных доходов – 2%. Высокая доля непроцентного дохода будет оказывать стабилизирующее влияние на общие операционные доходы банка.

- 5. Операционные расходы.** Банк закладывает на этот год рост операционных расходов на 10-15%. Это предполагает некоторое повышение зарплат до среднерыночного уровня, обучение персонала, возможное открытие нескольких новых региональных отделений, инвестиции в развитие IT. По нашим оценкам, при прогнозируемом сокращении чистой процентной маржи и стабильном непроцентном доходе, это приведет к увеличению показателя Cost/Income с 48.7% в 2009 г. до 64.2% в 2010. Впрочем, менеджмент считает, что предельным допустимым уровнем Cost/Income в этом году будет 60%+, а в среднесрочной перспективе – 50%.

- 6. Эффективная налоговая ставка.** В 2009 г. она составила 37% при номинальной налоговой ставке в 20%. Менеджмент объясняет это тем, что для целей налогообложения процентный доход рассчитывается, исходя из начисления процентов на весь объем выданных кредитов, а в бухгалтерскую прибыль засчитываются лишь процентные доходы по кредитам 1-3 категории качества. В 2010 г., в связи с медленным процессом возврата неработающих кредитов, эта особенность сохранится, т.е. налоговая прибыль будет выше бухгалтерской. К тому же, с 30.06.2010 г. изменяется налоговый учет процентных расходов. Банк может относить на себестоимость не все фактические расходы по депозитам, а лишь по ставке, привязанной к ставке рефинансирования (до 1.11.2009 г. с коэффициентом 2, с 1.11.09 по 30.06.10 расходы по новым вкладам засчитываются с коэффициентом 1.1, а с 30.06.10 по всем вкладам, независимо от даты привлечения, процентные расходы будут относиться на себестоимость в пределах ставки рефинансирования с коэффициентом 1.1). Поэтому, если в 2009 г. процентные расходы практически по всем вкладам попадали в себестоимость, то по новому порядку, с учетом достаточно медленной переоценки депозитного портфеля, часть процентных доходов по налоговому учету не сможет быть отнесена на себестоимость. Это также приведет к увеличению налоговой нагрузки.



Мы предполагаем, что в 2010 г. эффективная налоговая ставка окажется не ниже, чем в 2009. Затем, по мере завершения переоценки вкладов и сокращения неработающих кредитов, она будет постепенно сокращаться до номинальной (20%).

Итак, с учетом изменений, мы корректируем прогноз чистой прибыли на ближайшие годы, продлевая его на 2012 г.:

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб
2010F	1708	1136
2011F	3126	3132
2012F	-	4513

В 2010 г., по нашим оценкам, рентабельность капитала составит 6.7% против 7.8% в 2009 г. В 2011 г. мы предполагаем рентабельность капитала около 16%, с последующим выходом на долгосрочный прогнозный уровень (20%).

Оценка стоимости обыкновенных акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE - g) / (r - g)$). При этом мы прогнозируем, что в постпрогнозный период рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 20% (в предыдущей модели 22%). Темп роста в постпрогнозный период мы оцениваем на уровне 6% (что соответствует нашему общему прогнозу для банковского сектора). Ставку дисконтирования принимаем равной 14%, учитывая премию за невысокую ликвидность.

безрисковая ставка в России	5.4%
премия за риск инвестирования на рынке акций в США	5.0%
премия за риск российских акций	3.0%
премия за риск инвестиций в российские акции	8.0%
Бета	0.95
Требуемая доходность инвестиций в российские акции	13.0%
Премия за недостаточную ликвидность	1.0%
Стоимость собственного капитала	14.0%

	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
Акционерный капитал, млн долл	484	513	539	607	702	845
Чистая прибыль	74	126	38	39	108	152
Стоимость собственного капитала					14.0%	14.0%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2012 равным 1.8. Подставив прогнозное значение BV-2012=\$845 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2012 г. P-2012=\$1478 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2012	1.80



Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	1,478
Ставка дисконтирования	14.0
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн	1,137
Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$	45.4
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	47.0
Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	47.0
Рыночная стоимость 1 об. Акции (01.04.2010 г.)	42.2
Потенциал роста, %	11.4%
Рекомендация	«Держать»

Таким образом, мы повышаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$45 до \$47 за акцию, рекомендация «Держать». Без учета пролонгации горизонта прогнозирования на 2012 г. справедливая цена акции была бы снижена до \$44.5 за акцию.

В краткосрочном плане акции Возрождения, скорее всего, будут находиться под давлением, поскольку на фоне ожидаемого улучшения финансовых результатов банков, прибыль Возрождения в этом году вряд ли превысит прошлогодний уровень, и с достаточно высокой вероятностью может оказаться ниже. По ожидаемому на 2010 г. P/E=26.5 акции Возрождения оцениваются с большой премией к рынку. В то же время, мы надеемся, что банку удастся защитить процентную маржу на более высоких уровнях, что позволит показать более привлекательные финансовые результаты.

В среднесрочной перспективе мы по-прежнему весьма высоко оцениваем бизнес-модель «Возрождения» - низкую зависимость от финансовых рынков, существенную долю стабильных комиссионных доходов, профессиональный риск-менеджмент и высокий уровень информационной открытости.



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.