



# Возрождение

COMPANY  
NOTE

## ДЕРЖАТЬ

Потенциал роста: 4%  
Целевая цена: \$45

## Менеджмент напоминает о рисках: пересмотр рекомендации

Аналитик: Ольга Беленькая  
belenkayao@sovlink.ru

### Stock data

Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	1,034
Shares Ords	23,748,694	Free Float, %	40%
Shares Prefs	1,294,505	Free Float, \$ mn	413
Bid Ords, \$	43.2	Offer Ords, \$	44.3
Bid Prefs, \$	16.3	Offer Prefs, \$	16.6

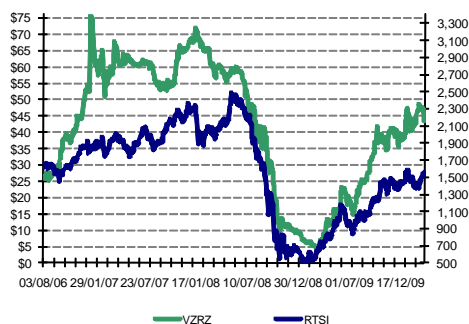
### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-4.3%	36.8%
Relative to RTSI	Ords	-14.3%	4.9%
Price range, \$			
High	Ords	48.4	48.4
Low	Ords	43.5	33.0

### Financials, 2009E

Assets, \$ mn	4,483	ROE	6.8
Book Value, \$ mn	533	P/E	31.4
Net income, \$ mn	33	P/BV	2.0

Динамика акций Возрождения относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

- В последние дни в СМИ цитировались прогнозы руководства банка «Возрождение» относительно прибыли в 2010 г. Эти оценки, при их значительном разбросе, стали негативным сюрпризом для нас и для рынка, поскольку заявленные менеджментом цифры существенно ниже как наших ожиданий, так и консенсус-прогноза.
- 15 марта, в интервью Интерфаксу, председатель правления и один из крупнейших бенефициаров банка Д. Орлов сообщил, что ожидает снижения прибыли «Возрождения» (по РСБУ) в 2010 г. в 2 раза по сравнению с 2009 г., до 500 млн руб. Это значительно ниже нашего прогноза (1.06 млрд руб в 2009 г., 3.2 млрд руб в 2010) и рыночного консенсуса (1.07 млрд руб в 2009 г. и 2.6 млрд руб – в 2010 г.). Мы обратились за комментариями к представителям банка, и получили следующие разъяснения.
- В основе озвученных менеджментом прогнозов – весьма жесткие и консервативные допущения, относящиеся к чистой процентной марже, резервированию и возможной отмене льготного порядка создания резервов с середины года, операционным расходам. Часть из них уже учтена в нашей модели оценки. Однако мы скорректировали модель, учтя более активное ожидаемое сокращение чистой процентной маржи. Оно обусловлено жестким конкурентным давлением на кредитные ставки и одновременно – более короткой дюрацией кредитного портфеля по сравнению с депозитной базой. В период кризиса эта модель приводила к быстрому расширению чистой процентной маржи в результате пересмотра процентных ставок, сейчас переоценка кредитов и вкладов будет действовать в обратную сторону.
- Банк ожидает сокращения NIM на 1.5 п.п. (с 6% по активам за 9М09 до 4.5% к концу 2010 г.). Наш новый прогноз предполагает сжатие NIM с 7.6% (по работающим активам) в 2009 г. до 6% в 2010, а по активам с 6.2% до 5.1%. Это – очень жесткий прогноз, предполагающий сокращение маржи до уровней существенно ниже докризисных значений.
- Прогноз роста операционных расходов пересмотрен нами с 10% до 13%.
- Эти изменения привели к снижению прогноза чистой прибыли в 2010 г. с 3.2 до 1.8 млрд руб., а в 2011 – с 4.8 до 3.1 млрд руб.
- Мы пересматриваем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$51 до \$45 за акцию, рекомендация «Держать».
- В то же время, мы надеемся, что банку удастся защитить процентную маржу на более высоких уровнях. Мы по-прежнему весьма высоко оцениваем бизнес-модель «Возрождения» - низкую зависимость от финансовых рынков, высокую долю стабильных комиссионных доходов, высокопрофессиональный риск-менеджмент и высокий уровень информационной открытости.
- Высказывания менеджмента «Возрождения» напоминают о рисках, присущих всему банковскому сектору. В этой связи предстоящая в ближайшие 2 недели серия публикаций финансовых отчетностей и телеконференции крупнейших публичных банков могут помочь прояснить картину, где, возможно, доминируют слишком оптимистичные ожидания.



В последние дни в СМИ цитировались прогнозы руководства банка «Возрождение» относительно прибыли в 2010 г. Эти оценки, при их значительном разбросе, стали негативным сюрпризом для нас и для рынка, поскольку заявленные менеджментом цифры существенно ниже как наших ожиданий, так и консенсус-прогноза.

Так, 11 марта зампредправления «Возрождения» Л. Гончарова сообщила, что банк в 2010 г. рассчитывает получить не менее 1 млрд руб чистой прибыли по МСФО, что соответствует прогнозному показателю за 2009 г. (отчетность по МСФО за 2009 г. банк планирует опубликовать 31 марта). Это значительно ниже нашего прогноза (1.06 млрд руб в 2009 г., 3.2 млрд руб в 2010) и рыночного консенсуса (1.07 млрд руб в 2009 г. и 2.6 млрд руб – в 2010 г.). Причины, по которым менеджмент оценивает прибыль 2010 г. столь консервативно, в сообщении не раскрывались. Эта информация прозвучала как настораживающий сигнал, однако мы ее отнесли, скорее, к проявлению излишнего консерватизма менеджмента.

15 марта, в интервью Интерфаксу, председатель правления и один из крупнейших бенефициаров банка Д. Орлов сообщил, что ожидает снижения прибыли «Возрождения» (по РСБУ) в 2010 г. в 2 раза по сравнению с 2009 г., до 500 млн руб. Основной фактор – сокращение чистой процентной маржи. Кроме того, по его словам, в 2010 г. банк не планирует распускать резервы и сохранит отношение резервы / кредиты на уровне конца 2009 г. (10%). А с учетом планового роста кредитного портфеля на 20%, ожидает увеличения резервов (в абсолютном выражении) на 2.8 млрд руб (примерно 2.5% среднего объема кредитного портфеля).

Столь пессимистичные прогнозы топ-менеджеров весьма уважаемого инвестиционным сообществом банка привели к снижению котировок его акций. Так, с 10 марта (заявление г-жи Гончаровой) обыкновенные акции подешевели на 8.7%, с 12 марта – (интервью Д. Орлова) на 7.7%.

Мы обратились за комментариями к представителям банка, и получили следующие разъяснения.

В основе озвученных менеджментом прогнозов – весьма жесткие и консервативные допущения, относящиеся к чистой процентной марже, резервированию, расходам. Часть из них уже учтена в нашей модели оценки.

1. **Чистая процентная маржа.** Банк предполагает, что тенденция к ее снижению будет действовать в течение всего года, и сжатие будет весьма существенным (с 6% по активам в 3Q09 до 4.5% к концу 2010 г.). Основные факторы:
  - 1) резкое снижение кредитных ставок вследствие обострившейся конкуренции с госбанками за заемщиков из крупных компаний и верхнего слоя предприятий малого и среднего бизнеса (SME). По словам представителей IR банка, средняя ставка по кредитам сейчас составляет 13-15% против 16-17% в 3Q09 (и более 20% - на пике кризиса, в начале 2009 г.).
  - 2) кредитный портфель банка является более «коротким», чем депозитная база. В итоге «репрайсинг» кредитов в сторону снижения происходит быстрее, чем по депозитам. Хотя банк уже трижды снижал депозитные ставки и планирует дальнейшие снижения в соответствии с рыночным трендом, стоимость фондирования остается сокращается медленнее, поскольку банку приходится обслуживать депозиты, привлеченные в кризис (около 35-40% депозитного портфеля), когда максимальная ставка по вкладу составляла 13% и выше. Хотя это частично компенсируется «бесплатными» ресурсами на текущих счетах юридических лиц и остатками на дебетовых картах физических лиц, так что итоговая стоимость фондирования в 3Q09 составляла 7.2%. Эффект от снижения депозитных ставок, по мнению менеджмента, проявится ближе к концу 2010 г.
  - 3) наиболее сложным в отношении чистой процентной маржи банк считает 1H09. Во 2H09 может проявиться позитивный эффект от снижения депозитных ставок и от оживления экономической активности, в результате которого могут возрасти остатки средств предприятий на текущих счетах (фактически, бесплатные пассивы для банка).
  - 4) *В нашей модели был заложен умеренный сценарий снижения чистой процентной маржи – на 0.4 п.п. по сравнению с 9M09 в 2010 г. и на 0.4 п.п. – в 2011. Сейчас, с учетом прогнозов банка и сложившейся конъюнктуры рынка, мы корректируем его, предполагая снижение NIM на 1.6 п.п. (по отношению к работающим активам) в 2010 г. и стабилизацию вблизи этого уровня в 2011 г. По отношению к средней величине активов мы ожидаем сжатия NIM с 6.2% в 2009 г. до 5.1% в*



2010 (-1.1 п.п.) и повышение до 5.2% в 2011г. Это – очень жесткий прогноз, предполагающий сокращение маржи до уровней существенно ниже докризисных значений.

2. **Кредитный портфель.** Банк ожидает рост кредитного портфеля по итогам года в среднем на 20% (более 20% по корпоративному портфелю, 15% - по розничному). По словам представителей банка, за первые 2 мес. 2010 г. рост кредитного портфеля соответствует годовому плану.

*Мы сохраняем наш прогноз роста кредитного портфеля в 2010 г. на 17%.*

3. **Просрочка.** Банк ожидает пика NPL в середине года, поскольку на этот период приходится завершение срока кредитования по основной массе реструктурированных в прошлом году кредитов (около 6% кредитного портфеля), часть из которых может стать невозвратной. Затем прогнозируется вялое сокращение доли просроченных кредитов до конца года, по мере увеличения кредитного портфеля. *Это совпадает с нашими ожиданиями.*
4. **Резервы.** Банк планирует увеличить коэффициент покрытия (резервы /NPL) со 100% до 120-140%, для чего потребуются сохранить текущий уровень резервирования (около 10% на конец 2009 г.). Поэтому в абсолютном выражении резервы будут расти вместе с ростом кредитного портфеля. В то же время в 2010 г. отчисления в резервы сократятся до 2-3% кредитного портфеля (2009 Е – 5.5%). *Эта оценка полностью учтена в нашей модели.*
5. **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 11%, и сокращение доходов от трейдинга на 30%, итоговый рост непроцентных доходов – 3%.*

6. **Операционные расходы.** Еще в ходе презентации итогов 9М09 представители банка сообщали, что сжатие расходов в 2009 г. уступит место их умеренному росту в последующие годы, поскольку пик кризиса преодолен и банки ставят перед собой задачи развития. *Мы закладывали в модель рост операционных расходов в 2010 г. на 10%, однако сейчас, с учетом комментариев банка, корректируем эту цифру до 13% (диапазон 10-15%).*
7. **Влияние потенциальных изменений в банковском регулировании.** По-мнению банка на показатель прибыли может оказать влияние отмена со стороны ЦБ РФ льготного порядка резервирования по ссудам, действовавшего в 2009 г. и продленного до середины 2010 г. В случае его отмены и возврата к докризисным нормам положения 254-П, банку может потребоваться досоздать резервы на 400 млн руб.

*Мы весьма высоко оцениваем консерватизм и информационную открытость «Возрождения», который и в данном случае гораздо более жестко, чем другие банки, учитывает в прогнозных показателях влияние факторов риска. Однако, исходя из сегодняшнего заявления первого зампреда ЦБ Г. Меликьяна о том, что регулятор пока рассматривает различные варианты решения по отмене или сохранению льготного порядка резервирования и, скорее всего, возврат к докризисным нормам резервирования будет поэтапным, мы полагаем, что процесс досоздания резервов может растянуться на несколько лет, и его влияние на финансовый результат будет менее ощутимым. Пока данных для оценки влияния этого фактора недостаточно, и мы не учитываем его в своей модели.*

Таким образом, негативные изменения прогнозов для банка, учитываемые в нашей модели, связаны с более активным сокращением чистой процентной маржи, обусловленным жестким конкурентным давлением на кредитные ставки и одновременно – более короткой дюрацией кредитного портфеля по сравнению с депозитной базой. В период кризиса эта модель приводила к быстрому расширению чистой процентной маржи в результате пересмотра процентных ставок, сейчас переоценка кредитов и вкладов будет действовать в обратную сторону.



Итак, с учетом изменений, мы корректируем прогноз чистой прибыли на ближайшие годы:

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб
2010П	3235	1708
2011П	4831	3126

Мы ожидаем, что по итогам 2009 г. рентабельность капитала составит около 7% против 23% в 2008 г. В 2010 г., по нашим оценкам, рентабельность капитала составит более 10%. В 2011 г. мы предполагаем рентабельность капитала около 16%, с последующим выходом на долгосрочный прогнозный уровень (20-22%).

### 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 постпрогнозном периоде рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 22%. Темп роста в постпрогнозном периоде 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%
<b>премия за риск инвестиций в российские акции</b>	<b>8.0%</b>
Бета	0.95
<b>Требуемая доходность инвестиций в российские акции</b>	<b>13.0%</b>
Премия за недостаточную ликвидность	1.0%
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>14.0%</b>

	2007	2008	2009п	2010п	2011п
Акционерный капитал, млн долл	484	513	533	568	628
Чистая прибыль	74	126	34	56	96
Стоимость собственного капитала				14.0%	14.0%



Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2011 равным 2.0. Подставив прогнозное значение BV-2011=\$628 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2011 г. P-2011=\$1256 млн.

Доходность капитала будущих периодов	22.0%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2011	2.00
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2011), \$ млн.	1,256
Ставка дисконтирования	14.0
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн</b>	<b>1,102</b>
<hr/>	
Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
<b>Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$</b>	<b>44.0</b>
<b>Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$</b>	<b>45.3</b>
<hr/>	
Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	<b>45.3</b>
Рыночная стоимость 1 об. Акции (15.01.2010 г.)	<b>43.5</b>
Потенциал роста, %	<b>4.1%</b>
Рекомендация	<b>«Держать»</b>

Таким образом, мы пересматриваем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$51 до \$45 за акцию. Прогноз может быть скорректирован по итогам годовой отчетности банка (2009 МСФО) 31 марта и последующей conference call.

В то же время, мы надеемся, что банку удастся защитить процентную маржу на более высоких уровнях – за счет снижения депозитных ставок вслед за рынком, сохранения низких процентных ставок ведущих мировых центробанков до конца года и притока дешевых средств с глобальных рынков в Россию. В итоге по итогам года финансовые результаты могут оказаться выше ожиданий. Мы по-прежнему весьма высоко оцениваем бизнес-модель «Возрождения» - низкую зависимость от финансовых рынков, высокую долю стабильных комиссионных доходов, высокопрофессиональный риск-менеджмент и высокий уровень информационной открытости. Высказывания менеджмента «Возрождения» напоминают о рисках, присущих всему банковскому сектору. В этой связи предстоящая в ближайшие 2 недели серия публикаций финансовых отчетностей и телеконференции крупнейших публичных банков могут помочь прояснить картину, где, возможно, доминируют слишком оптимистичные ожидания.



## 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)**

©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.