

Авторы отчета:

Беленькая Ольга, аналитик по финансовому сектору, belenkayao@sovlink.ru

Банк «Возрождение» итоги 2Q10 (IFRS)

ДЕРЖАТЬ

Целевая цена: US\$ 45
Потенциал роста: 37%
Stock data

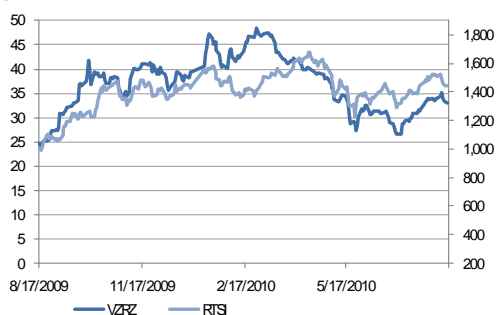
Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	799
Shares rds	237486	Free Float, %	40
	94		
Shares Pref	129450	Free Float, \$ mn	319
	5		
Bid Ords, \$	32.7	Offer Ords, \$	34.0

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ord	6.8%	-27.6%
Relative to RTSI	Ords	1.4%	-30.3%
Price range, \$			
High	Ords	35.1	48.5
Low	Ords	31.0	26.5

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	5555	P/E	31.6
Book value, \$ mn	593	P/BV	1.3
Net income, \$ mn	25	ROE	4.5%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

VZRZ

- Прибыль по итогам 2Q10 (121 млн руб) превысила консенсус-прогноз (108 млн руб), увеличилась на 25% к 1Q10. Однако такой результат объясняется нулевой эффективной налоговой ставкой во 2Q – доналоговая прибыль по сравнению с 1Q сократилась на 35%.

- Из позитивных факторов можно отметить заметный рост кредитного портфеля (+7.4%), опережающий рост агрегированных показателей банковского сектора как в корпоративном, так и в розничном сегменте.

- Доля просроченных кредитов (NPL) впервые с начала кризиса сократилась - с 11.06% до 10.55%, в то же время в отношении резервирования банк сохраняет консервативный подход.

- В течение квартала банк оптимизировал структуру баланса – доля работающих активов увеличилась с 65% до 75% за счет роста кредитования и значительного увеличения портфеля ценных бумаг. Это создает основу для будущего роста процентных доходов. В то же время объем «дорогих» корпоративных депозитов сократился на 27%, что в сочетании с замещением дорогих частных вкладов более дешевыми позволило сократить стоимость заимствований.

- В качестве позитива можно отметить и возобновление роста комиссионных доходов – во 2Q10 он составил 5% к 2Q09 и 18% к 1Q, практически совпав с нашими ожиданиями. Банк связывает это с восстановлением экономической активности.

- Негативным фактором является продолжающееся сокращение чистой процентной маржи (хотя и замедляющимися темпами по сравнению с 1Q), чистых процентных доходов, ухудшение показателя Cost/Income. По показателям NIM и Cost/Income Возрождение сейчас выглядит хуже других публичных российских банков.

- Банк сохраняет консервативный прогноз чистой прибыли по итогам года (500 млн руб), хотя надеется, что финансовые результаты во 2H10 несколько улучшатся по сравнению с 1H. В 3Q менеджмент ожидает стабилизацию чистой процентной маржи, а затем – ее умеренное повышение. По итогам года сохраняется прогноз NIM не менее 4% от средней стоимости активов (2Q10 3.7%).

- Таким образом, во 2Q10 основные финансовые результаты продолжали ухудшаться, но наметились и позитивные изменения – рост кредитования, оптимизация структуры баланса и стоимости заимствований, сокращение доли просроченных кредитов. Мы считаем, что, несмотря на объективно сложные условия бизнеса банка, менеджмент создает условия для постепенного улучшения результатов во 2H10, однако существенного прогресса стоит ждать не ранее 2011 г.

Итоги

18 августа банк «Возрождение» опубликовал отчетность по

МСФО за 1H10. Это первая полугодовая отчетность российских публичных банков по МСФО, поэтому она интересна еще и с точки зрения перелома кризисных тенденций в банковском секторе, которые многие банки ожидали именно по результатам 2Q10.

Отчет производит неоднозначное впечатление – прибыль по итогам 2Q10 (121 млн руб) превысила консенсус-прогноз (108 млн руб) и оказалось лишь немногим ниже наших оценок (126 млн руб). По сравнению с 1Q10 чистая прибыль увеличилась на 25%. Однако такой результат объясняется исключительно нулевой эффективной налоговой ставкой во 2Q – доналоговая прибыль по сравнению с 1Q сократилась на 35%.

Основной позитив – возобновление роста кредитного портфеля, сокращение доли просроченных кредитов, улучшение структуры баланса

Из позитивных факторов можно отметить заметный рост кредитного портфеля – впервые после 6 кварталов сокращения или стагнации, а также сокращение доли просроченных кредитов. Так, во 2Q кредитный портфель (gross) увеличился на 7.4% (7 млрд руб), превысив запланированное банком увеличение на 5 млрд руб. При этом рост кредитного портфеля банка как в корпоративном, так и в розничном сегменте превысил средний показатель по банковскому сектору за 2Q (корпоративный сегмент 7.8% против 4.9%, розничный 4.7% против 3.8%).

Доля просроченных кредитов (NPL) впервые с начала кризиса сократилась - с 11.06% до 10.55% (в абсолютном выражении объем просроченных кредитов увеличился на 2.5%).

При этом отчисления в резервы на потери по ссудам в процентном отношении к кредитному портфелю (credit costs) увеличились с 2.6% в 1Q до 2.7%, несколько превысив наши оценки и ожидания рынка. Банк объясняет это резервированием под ожидаемые убытки во 2Q по ранее реструктурированным кредитам. Коэффициент покрытия провизиями просроченных кредитов увеличился с 95% до 99%, однако те просроченные кредиты, которые относятся к NPL по стандартной международной терминологии (90 дней+), покрыты провизиями на 135%, что можно считать очень консервативной политикой. Доля реструктурированных кредитов сократилась с 4.2% на конец 1Q до 3.4%.

При сохранении тенденции к росту кредитного портфеля и стабилизации объема просроченных кредитов, у банка появится возможность заметно сократить отчисления в резервы, что должно позитивно отразиться на финансовых результатах.

Чистая процентная маржа продолжает сокращаться, но замедляющимися темпами.

Структура баланса стала более эффективной – рост кредитного портфеля в сочетании с небольшим сокращением средств клиентов привел к увеличению показателя Loans/Deposits с 80% до 87%. Доля кредитов клиентам и вложений в ценные бумаги возросла с 65% общего объема активов до 75%. Это может стать базой для увеличения процентных доходов в будущем.

Негативом является продолжающееся снижение чистой процентной маржи (NIM), из-за которого, несмотря на

Рост кредитного портфеля был обеспечен в основном за счет крупнейших корпоративных заемщиков – самой низкодоходной группы. Впервые с начала кризиса начал расти розничный портфель.

увеличение объема кредитов и портфеля ценных бумаг, во 2Q чистый процентный доход сократился на 5% по отношению к 1Q, в то время как консенсус-прогноз в целом предполагал стабилизацию показателя. Чистая процентная маржа во 2Q10, по нашим оценкам, сократилась до 4.7% против 5.2% в 1Q10 и против 7.4% в среднем в 2009 г. По данным банка (по средним активам), чистая процентная маржа во 2Q снизилась до 3.74% против 4% в 1Q и 6% в 2009 г. В то же время во 2Q сокращение процентной маржи заметно замедлилось по сравнению с 1Q.

Достигнуты успехи в снижении стоимости фондирования, возобновился рост комиссионных доходов

Одним из объяснений сокращения процентной маржи, на наш взгляд, является как снижение рыночных кредитных ставок, так и структура роста кредитного портфеля – фактически, он обеспечен в основном за счет 28%-ного увеличения кредитования крупнейших корпоративных клиентов, т.е. самой низкодоходной категории заемщиков. Часть крупнейших заемщиков банку удалось в этот период «переманить» у более крупных конкурентов. В более доходном сегменте малого и среднего бизнеса (SME) увеличение портфеля составило скромные 1.4% после 13.6% в 1Q. По-видимому, в этой категории спрос на кредиты восстанавливается менее уверенно, при этом в последнее время выросла конкуренция с госбанками. Средняя доходность корпоративных кредитов в апреле-июне снизилась на 1.3 п.п. (с 15.3% до 14%), что сопоставимо с темпами снижения кредитных ставок в 1Q.

В розничном сегменте рост кредитования возобновился впервые с 3Q08, составив 4.7%, наиболее активно росли высокодоходные потребительские кредиты (+14.7%), однако пока их доля в общем портфеле составляет менее 4%. Средняя доходность розничных кредитов сохранилась на уровне 16%.

Показатели эффективности расходов и доналоговой прибыли продолжили ухудшаться, но намечались позитивные изменения

Как и в предыдущие кварталы, стоимость фондирования сокращалась медленнее, чем доходность работающих активов, что связано с необходимостью обслуживания дорогих вкладов, привлеченных летом-осенью прошлого года. Эта проблема, как ожидается, сохранится до конца текущего года. В то же время банк добился определенных успехов в снижении стоимости заимствований – несмотря на последовательное снижение депозитных ставок, приток частных вкладов составил 7.8% за квартал, а к пролонгации дорогих корпоративных депозитов банк подходил «избирательно», в итоге их объем сократился на 27%. Это позволило сократить процентные расходы почти на 5% к 1Q.

В качестве позитива можно отметить и возобновление роста комиссионных доходов – во 2Q10 он составил 5% к 2Q09 и 18% к 1Q, практически совпав с нашими ожиданиями. Банк связывает это с восстановлением экономической активности. Наиболее активный вклад в рост комиссионных доходов обеспечили сегменты расчетного обслуживания и зарплатных проектов. Впервые за последние 2 квартала чистые комиссионные доходы позволяют полностью покрывать расходы на персонал. Уникально высокая для российского банковского сектора доля непроцентных доходов – традиционно сильная черта «Возрождения», во 2Q этот показатель превысил 40%.

В итоге операционный доход банка до провизий увеличился на 5% к 1Q10, но еще на 24% ниже уровня 2Q09. Операционные затраты увеличились к 1Q10 на 9.7%, при этом расходы на персонал увеличились лишь на 2.5%, а наиболее активно увеличились вложения в рекламу и ИТ. Вследствие опережающего роста расходов, показатель контроля над расходами продолжает ухудшаться, что соответствует ожиданиям. Так, Cost/Income увеличился во 2Q10 до 68.1% по сравнению с 65.3% в 1Q10 и 47.2% во 2Q09. Это один из худших показателей для российских публичных банков.

Эффективная налоговая ставка во 2Q10 была нулевой против 48% в 1Q10. Ранее банк сообщал, что рассматривает возможность снижения эффективной налоговой ставки, но ожидает, что в течение года она будет оставаться повышенной.

Сегментный анализ показывает, что в 1H10 все сегменты бизнеса, кроме розничного, были прибыльными, а розничный сгенерировал доналоговый убыток на 608 млн руб.

В ходе **телеконференции** менеджмент осветил следующие вопросы

- Результаты 1H10 полностью соответствуют бизнес-плану банка. Руководство с оптимизмом отмечает возобновление спроса на кредитование в корпоративном и розничном сегменте, связанное с восстановлением российской экономики и инвестиций, сокращением безработицы.

- Отмечая риски для темпов восстановления экономики во 2H10 в результате замедления роста мировой экономики и последствий летней засухи, банк готов к наращиванию кредитования (значительный запас ликвидности и достаточности капитала) и считает достижимым прогноз роста кредитного портфеля по итогам 2010 года на 15%. Базовый прогноз роста портфеля на ближайшие 2 года составляет 20-25% в год.

- Банк сохраняет консервативный прогноз чистой прибыли по итогам года (500 млн руб), хотя надеется, что финансовые результаты во 2H10 несколько улучшатся по сравнению с 1H.

- В 3Q10 банк ожидает стабилизации чистой процентной маржи, а затем ее умеренного повышения, по мере снижения стоимости фондирования. Сейчас ставки по вновь выдаваемым кредитам в корпоративном сегменте составляют в среднем 11%, ставки по розничным депозитам чуть ниже 7%. Среднегодовой уровень чистой процентной маржи ожидается не менее 4% к средней величине активов (1H - 3.9%).

- Целью на 2010 г. является удержание показателя Cost/Income не выше 70%, в следующем году руководство банка считает возможным вернуть его к уровню 40%.

- Эффективная налоговая ставка в ближайшие кварталы ожидается на уровне 30-40%. Существенное снижение

ставки во 2Q объясняется изменением методологии учета отложенных налоговых активов.

- Плановый уровень NPL на конец года – 10% кредитного портфеля, политика в отношении провизий до конца года существенно не изменится. Целевой уровень покрытия NPL 120-140%.

Таким образом, во 2Q10 основные финансовые результаты (чистая процентная маржа, чистый процентный доход, доналоговая прибыль) продолжали ухудшаться, но наметились и позитивные изменения – рост кредитования, оптимизация структуры баланса и стоимости заимствований, сокращение доли просроченных кредитов. Мы считаем, что, несмотря на объективно сложные условия бизнеса банка, менеджмент создает условия для постепенного улучшения результатов во 2H10, однако существенного прогресса стоит ждать не ранее 2011 г.

Табл. 1 Отчет о прибылях и убытках, млн руб

	1H10	2Q10	2Q10E	2Q10 cons	2Q10/ 2Q10E diff	2Q10/ 2Q10 Cons diff	1Q10	2Q10/ 1Q10
Чистый процентный доход	2,837	1,379	1,480	1,431	-7%	-4%	1,458	-5%
Отчисления в резервы	-1292	-667	-583	-626	14%	7%	-625	7%
Чистый комиссионный доход	1,802	975	970		1%		827	18%
Операционный доход	3,519	1,800	1,887	1,793	-5%	0%	1,719	5%
Операционные расходы	-3,210	-1,679	-1,676		0%		-1,531	10%
Прибыль до налогообложения	309	121	210		-42%		188	-36%
Чистая прибыль	218	121	126	108	-4%	12%	97	25%

Ист

очник: данные компании, оценки Совлинк.

	1H10	1H09	2Q10	1Q10	4Q09
Доходность работающих активов	12.2%	15.8%	11.8%	12.9%	14.6%
Стоимость фондирования	-6.6%	-7.2%	-6.3%	-6.7%	-6.7%
Чистый процентный спред	5.6%	8.6%	5.4%	6.2%	7.9%
Чистая процентная маржа	4.9%	7.9%	4.7%	5.2%	7.0%
ROE	2.7%	8.3%	2.9%	2.4%	9.3%
ROA	0.3%	0.9%	0.3%	0.3%	1.1%
Cost/Income	66.7%	42.6%	68.1%	65.3%	63.2%

 Табл. 2 Финансовые
коэффициенты, %

Источник: данные компании, оценки Совлинк

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

©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.