



Возрождение

INVESTMENT
ALERT

ДЕРЖАТЬ

Потенциал роста: 37%
Целевая цена: \$47

Итоги 1Q10: Пессимистичные прогнозы менеджмента подтверждаются

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VZRZ, VZRZP	M.Cap, \$ mn	832
Shares Ords	23,748,694	Free Float, %	40%
Shares Prefs	1,294,505	Free Float, \$ mn	332
Bid Ords, \$	34.3	Offer Ords, \$	34.8
Bid Prefs, \$	12.2	Offer Prefs, \$	12.6

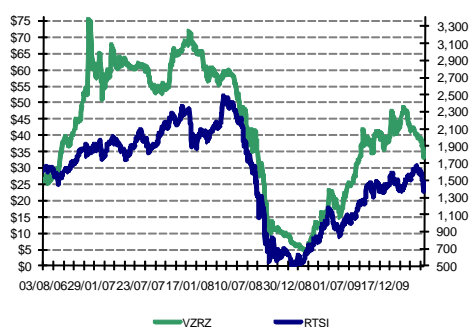
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-13.4%	-16.3%
Relative to RTSI	Ords	-0.5%	-12.9%
Price range, \$			
High	Ords	39.9	48.5
Low	Ords	33.2	33.2

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	5,555	ROE	6.7
Book Value, \$ mn	607	P/E	21.6
Net income, \$ mn	38	P/BV	1.4

Динамика акций Возрождения относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

- Чистая прибыль по итогам квартала составила 97 млрд руб, что на 61% ниже нашего прогноза (250 млн руб) и на 48% ниже консенсуса (185 млн руб). Рентабельность капитала (ROE) упала до минимума (2.4%) с начала кризиса.
- Основная причина разочаровавших результатов – резкое сокращение чистой процентной маржи, о котором менеджмент предупреждал еще в начале года. Это происходит из-за двух основных факторов – 1) значительное снижение кредитных ставок при сохраняющейся стоимости фондирования; 2) отсутствие роста кредитного портфеля вследствие слабого спроса реального сектора на кредиты, избыточная доля высоколиквидных и низкорентабельных активов.
- По данным банка, чистая процентная маржа, рассчитываемая по отношению к средним активам, снизилась с 5.4% в 4Q09 до 4.0% (нижняя граница прогнозного диапазона на 2010 г., но выше минимальной оценки менеджмента на 1H10 – 3.5%).
- Негативным сюрпризом стало ухудшение качества кредитного портфеля и сокращение коэффициента покрытия проблемных кредитов провизиями. Так, в 1Q10 доля просроченных кредитов увеличилась с 9.9% до 11.1%. Коэффициент покрытия просроченных кредитов резервами снизился с 101% до 95%. Ранее менеджмент считал оптимальным уровень в 130-140%. В то же время покрытие на целевом уровне поддерживается для кредитов с просрочкой 30+ дней, а основной прирост проблемных кредитов банк объясняет технической просрочкой менее 30 дней, большая часть которой уже погашена.
- Третий неприятный момент – продолжающееся сокращение комиссионных доходов. Менеджмент отмечает улучшение ситуации по ряду операций во 2Q и надеется либо на стабилизацию комиссионных доходов на уровне прошлого года, либо на рост в 5-10%.
- Кредитный портфель остался практически на уровне начала года, однако в структуре кредитов произошли заметные изменения. Так, банк заметно активизировался в своем основном сегменте (SME), увеличив объем портфеля почти на 14%. Повышение доли SME – хороший сигнал, означающий как активизацию спроса на кредиты в ключевом сегменте бизнеса банка, так и более высокую доходность таких кредитов.
- Таким образом, мы рассматриваем текущие результаты как слабые, и прогнозы менеджмента по итогам телеконференции подтверждают, что большая часть года для банка ожидается тяжелой. В среднесрочной перспективе избыток ликвидности и капитала дает банку возможность заметного увеличения кредитного портфеля и улучшения чистой процентной маржи – по мере восстановления спроса на кредит, изменения структуры кредитного портфеля в пользу более доходных сегментов, замещения дорогих депозитов, привлеченных в прошлом году, существенно более дешевыми ресурсами. Однако решающим для дальнейших выводов может стать 2Q, а до этого акции банка могут оставаться под давлением.
- Наша 12-месячная справедливая цена обыкновенных акций составляет \$47 за акцию, рекомендация «Держать». По итогам анализа отчетности и итогов телеконференции целевая цена может быть пересмотрена.



18 мая банк «Возрождение» опубликовал отчетность по МСФО за 1Q10. Традиционно, Возрождение отчитывается первым из публичных банков, поэтому его результаты особенно интересны с точки зрения выявления последних тенденций в секторе. К сожалению, несмотря на довольно скромные ожидания рынка, сформированным еще по итогам телеконференции и встречи с менеджментом в конце марта, результаты оказались слабее прогнозов. Чистая прибыль по итогам квартала составила 97 млрд руб, что на 61% ниже нашего прогноза (250 млн руб) и на 48% ниже консенсуса (185 млн руб). Рентабельность капитала (ROE) упала до минимума (2.4%) с начала кризиса.

Основная причина разочаровавших результатов – резкое сокращение чистой процентной маржи, о котором менеджмент предупреждал еще в начале года. Это происходит из-за двух основных факторов – 1) значительное снижение кредитных ставок при сохраняющейся стоимости фондирования; 2) отсутствие роста кредитного портфеля вследствие слабого спроса реального сектора на кредиты, избыточная доля высоколиквидных и низкорентабельных активов.

Давление кредитных ставок объясняется общерыночным трендом и обострением конкуренции с госбанками. Существенной проблемой стали досрочные погашения кредитов заемщиками, не позволяющие нарастить портфель и ускоряющие его переоценку по более низким ставкам (так, одно такое погашение в конце 1Q10 практически нивелировало рост кредитного портфеля в течение квартала на 5 млрд руб.). В то же время снизить стоимость фондирования пока не удалось за счет давления депозитов, привлеченным по высоким ставкам в прошлом году. Замещение этих депозитов существенно более дешевыми отразится на стоимости фондирования позже, скорее всего, во 2П10. Пока же банку остается по мере возможности сокращать платные обязательства, которые на данном этапе не могут трансформироваться в рост кредитного портфеля. Так, в марте банк полностью погасил облигационный выпуск на 3 млрд руб., не рефинансируя его.

Доходность работающих активов в 1Q10 сократилась до 12.9% с 14.6% в 4Q09. В то же время стоимость фондирования осталась на том же уровне (6.7%), что привело к существенному сокращению процентного спреда. Чистая процентная маржа (NIM), по нашим расчетам, сжалась с 7.0% до 5.2%. По данным банка, чистая процентная маржа, рассчитываемая по отношению к средним активам, снизилась с 5.4% в 4Q09 до 4.0% (нижняя граница прогнозного диапазона на 2010 г., но выше минимальной оценки менеджмента на 1H10 – 3.5%). В итоге чистый процентный доход упал на 23% к уровню 4Q09.

Вторым негативным сюрпризом стало ухудшение качества кредитного портфеля и сокращение коэффициента покрытия проблемных кредитов провизиями. Так, в 1Q10 доля просроченных кредитов увеличилась с 9.9% до 11.1% (при том, что в 4Q09 показатель практически стабилизировался). При отчислениях в провизии на уровне 625 млн руб (немногим выше уровня 4Q09 и существенно ниже среднеквартального уровня за 2009 г. в 1200 млн руб) отношение провизий к кредитам составило 10.5%. Т.е. коэффициент покрытия просроченных кредитов резервами снизился с 101% до 95%. Ранее менеджмент считал оптимальным уровень в 130-140%.

В то же время, по разъяснениям банка, основной прирост проблемных кредитов пришелся на просроченный, но не обесцененный кредит с просрочкой платежа до 30 дней, что может быть отнесено к технической просрочке. В ходе телеконференции представители банка отметили, что на данный момент большая часть этой просрочки погашена. В то же время по кредитам с просрочкой платежа более 30 и 90 дней коэффициент покрытия составляет 130% и 141%, соответственно. Доля реструктурированных кредитов незначительно снизилась с начала года – до 4.2%.

Третий неприятный момент – продолжающееся сокращение комиссионных доходов, традиционно считавшихся сильным конкурентным преимуществом банка. Чистый комиссионный доход в 1Q10 сократился на 6% к 1Q09. Напомним, в 2009 г. показатель снизился на 9.7%. Очевидно, в целевом сегменте бизнеса банка (малый и средний бизнес) экономическая активность остается слабой, что и приводит к продолжающемуся снижению доходов от расчетно-кассового обслуживания. Однако есть рост в ряде других сегментов – операции с пластиковыми картами. Менеджмент отмечает улучшение динамики доходов по платежным и расчетным операциям и по операциям с пластиковыми картами во 2Q и надеется либо на стабилизацию комиссионных доходов на уровне прошлого года, либо на рост в 5-10%.

В итоге операционный доход банка до провизий сократился на 24% к 4Q09 и на 35% - к 1Q09. Операционные затраты увеличились к 1Q09 на 10%, что соответствует среднегодовым планам банка с учетом необходимости



поддержания инфраструктуры и сохранения персонала для последующего роста. Вследствие сжатия доходной базы, показатель контроля над расходами продолжает ухудшаться, что соответствует ожиданиям. Так, Cost/Income увеличился в 1Q10 до 65.3% по сравнению с 63.2% в 4Q09 и 38.4% в 1Q09. Это один из худших показателей для российских публичных банков.

Эффективная налоговая ставка в 1Q10 (48%) оставалась существенно выше номинальной (20%). Ранее менеджмент объяснял это особенностями налогового учета доходов по кредитам и процентных расходов. Банк с помощью консультантов рассматривает возможность снижения эффективной налоговой ставки, но ожидает, что в течение года она будет оставаться повышенной.

Кредитный портфель остался практически на уровне начала года, однако в структуре кредитов произошли заметные изменения. Так, банк заметно активизировался в своем основном сегменте (SME), увеличив объем портфеля почти на 14%. Это компенсировалось сокращением кредитов местных администраций, крупных заемщиков и физических лиц. По всей видимости, крупные заемщики и региональные администрации предпочли перекредитоваться по более низким ставкам в госбанках, а в розничном сегменте спроса на кредиты пока не появилось. Повышение доли SME – хороший сигнал, означающий как некую активизацию спроса на кредиты в ключевом сегменте бизнеса банка, так и более высокую доходность таких кредитов.

Приток клиентских средств с начала года составил 5.4%, основную долю принесли частные вкладчики, несмотря на продолжающееся снижение ставок по вкладам.

Таким образом, мы рассматриваем текущие результаты как слабые. В среднесрочной перспективе, тем не менее, избыток ликвидности и капитала дает банку возможность заметного увеличения кредитного портфеля и улучшения чистой процентной маржи – по мере восстановления спроса на кредит, изменения структуры кредитного портфеля в пользу более доходных сегментов, замещения дорогих депозитов, привлеченных в прошлом году, существенно более дешевыми ресурсами. Однако решающим для дальнейших выводов должен стать 2Q10, а до этого акции банка могут оставаться под давлением. Пока рыночная стоимость обыкновенных акций почти на 37% ниже нашей целевой цены (\$47).

В ходе **телеконференции** менеджмент осветил следующие вопросы

1. Базовый прогноз чистой прибыли на 2010 г. составляет 500 млн руб (против 1217 млн руб в 2009 г.). Таким образом, менеджмент подтверждает наиболее пессимистичный прогноз CEO и главного бенефициара банка Д. Орлова. Это соответствует сценарию сохранения дорогих обязательств в течение большей части года, роста кредитного портфеля на 10-15%, роста расходов на персонал на 15%, формирования провизий на 2.5 млрд руб.
2. Базовый прогноз чистой процентной маржи на 2010 г. составляет 4% (к средней величине активов), что соответствует уровню 1Q10. Возможность достижения лучших результатов зависит от способности банка нарастить кредитный портфель и долю наиболее рентабельного сегмента (SME), на чем и будет делаться ставка в кредитной политике.
3. По мнению руководства, основная часть процесса переоценки активов (вследствие снижения рыночных процентных ставок) уже произошла. Возможно снижение доходности еще на 0.5-1 п.п., но значительный рост денежной базы и связанные с этим инфляционные ожидания должны ограничить потенциал уменьшения кредитных ставок для лучших заемщиков уровнем 7-8%.
4. Дорогие обязательства будут оставаться проблемой банка в течение почти всего 2010 г. Срок возврата основной части депозитов, привлеченных по высоким ставкам – осень 2010-зима 2011 г. В этот период (4Q10-1Q11) можно будет увидеть положительный эффект от переоценки обязательств. В депозитной политике банк стремится вернуться к докризисному спреду ставок по отношению к Сбербанку (+0.25 п.п.) против 2 п.п в кризис и 0.5 п.п. по новым вкладам - сейчас.
5. 2Q10 будет важен для определения перспектив роста кредитного портфеля и необходимости в провизиях. В этот период банку предстоит крупные погашения, в том числе по реструктурированным кредитам и, если они пройдут без проблем, можно будет рассмотреть вопрос о снижении уровня отчислений в провизии. Пока же плановый уровень провизий на год – 10% кредитного портфеля.
6. Во 2Q10 банк рассчитывает увеличить кредитный портфель на 5 млрд руб (примерно 5%). Ориентир на год – 10-15% (ранее 10-20%).



Табл. 1. Отчет о прибылях и убытках, млн руб

	1Q10	1Q10 (наш прогноз)	1Q10 (консенсус)	Расхождение с нашим прогнозом, %	Расхождение с консенсусом, %	4Q09	1Q09	1Q10/ 4Q09	1Q10/ 1Q09
Процентные доходы	3,641					3,966	4,565	-8%	-20%
Процентные расходы	-2,183					-2,066	-2,230	6%	-2%
Чистый процентный доход	1,458	1,631	1,557	-10.6%	-6.4%	1,900	2,335	-23%	-38%
Отчисления в резервы	-625	-590	-659	5.9%	-5.2%	-587	-1,646	6%	-62%
Чистый комиссионный доход	827	889		-7.0%		984	878	-16%	-6%
Операционный доход	1,719	1,970	1,840	-12.7%	-6.6%	2,493	1,971	-31%	-13%
Операционные расходы	-1,531	-1,585		-3.4%		-1,946	-1,390	-21%	10%
Прибыль до налогообложения	188	385		-51.2%		547	581	-66%	-68%
Чистая прибыль	97	250	185	-61%	-47.6%	375	386	-74%	-75%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

Табл. 2. Балансовые показатели, млн. руб.

	На 31.03.10 (наш прогноз)	На 31.03.10 (наш прогноз)	На 31.03.10 (консенсус)	Расхождение с нашим прогнозом, %	Расхождение с консенсусом, %	На 31.12.09	Изменение с начала года, %
Активы	148,217	148,848	148,553	-0.4%	-0.2%	145,603	1.8%
Кредитный портфель (gross)	95,427	95,151	95,555	0.3%	-0.1%	94,644	0.8%
Кредитный портфель (net)	85,387	85,122		0.3%		85,205	0.2%
Доля кредитов в активах, %	58%	57%				59%	
NPL / кредиты	11.1%	9.9%				9.9%	
Резервы / кредиты	10.5%	10.5%				10.0%	
Розничные кредиты	13,713					14,110	-2.8%
Доля в кредитном портфеле	14%					15%	-3.6%
Кредиты SME	54,592					48,039	13.6%
Доля в кредитном портфеле	57.2%					50.8%	
Депозиты физических лиц	71,717					68,564	4.6%
Доля в клиентских средствах	60%					61%	
Акционерный капитал	16,395					16,286	0.7%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Табл. 3. Показатели эффективности

	1Q10	2009	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
Доходность активов	12.9%	15.1%	16.4%	15.5%	15.5%	14.6%
Стоимость фондирования	-6.7%	-6.8%	-7.2%	-7.2%	-7.1%	-6.7%
Чистый процентный спред	6.2%	8.3%	9.2%	8.2%	8.4%	7.9%
Чистая процентная маржа	5.2%	7.4%	8.4%	7.5%	7.6%	7.0%
ROE	2.4%	7.8%	10.1%	6.6%	5.1%	9.3%
ROA	0.3%	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%	1.1%
Cost / Income	65.3%	48.7%	38.4%	47.2%	47.7%	63.2%

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.