

Авторы отчета:

Бельская Ольга, аналитик по финансовому сектору, belenkaya@sovlink.ru

Банк «Возрождение» - пересмотр рекомендации

ПОКУПАТЬ
Целевая цена: US\$ 47
Потенциал роста: 41%
Stock data

Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	809
Shares rds	237486	Free Float, %	40
	94		
Shares Pref	129450	Free Float, \$ mn	324
	5		
Bid Ords, \$	32.9	Offer Ords, \$	34.1

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ord	2.6%	-28.1%
Relative to RTSI	Ords	8.2%	-29.0%
Price range, \$			
High	Ords	35.4	48.5
Low	Ords	32.6	26.5

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	5479	P/E	45.9
Book value, \$ mn	585	P/BV	1.4
Net income, \$ mn	18	ROE	3.1%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

VZRZ

- Мы скорректировали модель оценки и рекомендации по акциям банка «Возрождение» по итогам отчетности за 1H10 и conference call.

- Основные изменения связаны с повышением прогноза роста кредитного портфеля на 2010 г. и 2011-2012 гг. Поводом для этого стал опережающий по отношению к рынку рост кредитного портфеля банка во 2Q10, позитивные прогнозы менеджмента до конца года и его ожидания по темпам роста кредитования в 2011-2012 гг. на 20-25% в год.

- Главными факторами риска для роста кредитного портфеля и чистой процентной маржи считаем замедление восстановления российской экономики, растущее конкурентное давление Сбербанка в сегменте розничного кредитования и SME, процентную политику лидера рынка.

- Мы полагаем, что во 2Q10 чистая процентная маржа банка достигла минимума. Наиболее активно восстановление процентной маржи должно происходить в 4Q10-1Q11, по мере истечения срока дорогих депозитов. По нашим прогнозам, чистая процентная маржа в 2010 г. составит 4.9% (4.0% по активам), в 2011 г. 5.8% (5.0% по активам), в 2012 г. 6.0% (5.3% по активам).

- Вследствие консервативной политики менеджмента по резервированию и намерения сохранить отчисления во 2H10 на уровне 1H, мы вынуждены скорректировать в сторону увеличения прогноз credit costs на 2010 г. – с 2.1% до 2.5% кредитного портфеля, что негативно отразится на прогнозных финансовых результатах года.

- Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка. Прогноз на 2010 г. снижен с 745 млн руб до 519 млн руб (-30%), прогноз на 2011 г. повышен с 2683 млн руб до 2982 млн руб (+11%), прогноз на 2012 г. повышен с 4201 до 4612 млн руб (+10%).

- Мы **незначительно повышаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$45 до \$47 за акцию**. С учетом 41%-ного потенциала роста к справедливой цене и признаков улучшения финансовых результатов банка, мы **изменяем рекомендацию «Держать» на «Покупать»**.

- Тем не менее, реализация потенциала роста может произойти позже, поскольку при весьма

привлекательных значениях прогнозных рыночных мультипликаторов (2011: P/E 7.9, P/BV 1.2, 2012: P/E 5.2, P/BV 1.0), по текущим мультипликаторам 2010 г. банк не выглядит дешевым (P/E 45.9, P/BV 1.4). В условиях общего сокращения спроса на рискованные активы, заметный интерес инвесторов к акциям «Возрождения» может появиться после более отчетливых признаков успешного преодоления трудностей «переходного периода».

Пересмотр модели оценки

Мы скорректировали модель оценки банка «Возрождения» с учетом результатов 1H10 (МСФО) и итогов телеконференции.

Основные изменения в модели:

1. Повышение годового прогноза роста кредитного портфеля. Во 2Q10 банку, наконец, удалось существенно нарастить кредитный портфель (+7.4%), причем темпы роста опережают общерыночные показатели как в корпоративном, так и в розничном сегменте. Это отражает как увеличение спроса на кредитные ресурсы со стороны экономики, так и успехи банка в привлечении заемщиков, несмотря на жесткую конкуренцию с госбанками. Представители банка ожидают, что в 3Q рост будет не столь значительным из-за сезонных факторов, но делают ставку на оживление спроса на кредит в 4Q, а в 2011-2012 гг. считают возможным увеличение кредитования на 20-25% в год.

Мы повышаем прогноз роста кредитного портфеля в 2010 г. с 13% до 16%, в 2011 г. с 17% до 19%, в 2012 г. – с 20% до 21%. Основными факторами риска для роста кредитного портфеля считаем замедление восстановления российской экономики и растущее конкурентное давление Сбербанка в сегменте розничного кредитования и SME. В случае, если объявленное на днях и достаточно неожиданное решение Сбербанка об очередном снижении кредитных ставок вызовет на рынке ожидания нового витка удешевления заимствований (вместо стабилизации их стоимости), банки могут вновь, как и в 1Q10, столкнуться с проблемой массовых досрочных погашений кредитов. В этом случае, в 3Q и во 2H в целом рост кредитного портфеля может оказаться слабее ожиданий.

Для банка «Возрождение» возобновление роста кредитного портфеля – долгожданный позитивный фактор, поскольку при этом появляется возможность более эффективного использования привлеченных средств, повышения чистого процентного дохода и чистой процентной маржи.

2. Мы полагаем, что во 2Q10 чистая процентная маржа банка достигла минимума (4.7% по работающим активам, 3.7% по средним активам). Далее мы ожидаем умеренного повышения показателя, по мере роста кредитного портфеля, замедления процесса снижения кредитных ставок и замены дорогих клиентских средств, привлеченных летом-осенью 2009 г., существенно более дешевыми. В 3Q10 мы предполагаем относительно скромное повышение чистой процентной маржи – с 4.7% до 4.9%, а к концу года – до 5.3%. Наиболее активно восстановление процентной маржи должно происходить в 4Q10-1Q11, по мере истечения срока дорогих депозитов. Таким образом, по нашим прогнозам, чистая процентная маржа в 2010 г. составит 4.9% (4.0% по активам), в 2011 г. 5.8% (5.0% по активам), в 2012 г. 6.0% (5.3% по активам).

По словам представителей банка, средняя ставка по

Мы повышаем прогноз роста кредитного портфеля на 2010-2012 гг.

Наш базовый сценарий предполагает, что чистая процентная маржа банка достигла минимума во 2Q и начнет восстанавливаться во 2H10. Риск – процентная политика лидеров рынка (прежде всего, Сбербанка)

кредитам предприятиям составляет сейчас 11% (диапазон 8.5-14%), средняя ставка по привлекаемым рублевым частным вкладам – 4.5-6%. Оба показателя ниже среднеисторических докризисных значений.

Прогноз по отчислениям в резервы до конца года скорректирован в сторону повышения, отражая консервативную политику банка. Это – главный фактор, повлиявший на сокращение годового прогноза прибыли

Тем не менее, последние прогнозы Сбербанка о возможном продолжении сокращения чистой процентной маржи во 2H10 означают риски подобного сценария и для «Возрождения» (если давление со стороны снижающихся кредитных ставок продолжится).

Пока рыночная конкуренция и относительно слабый спрос экономики на кредиты заставляет банки продолжать снижение кредитных ставок (недавний пример – Сбербанк), однако ожидаемое восстановление кредитного спроса в сочетании с нарастающим инфляционным давлением должно привести к стабилизации или даже незначительному повышению кредитных и депозитных ставок. Возможно, это произойдет в конце 2010 г. или в 2011 г.

Успехи банка в снижении эффективной налоговой ставки во 2Q позволяют несколько улучшить ее годовой прогноз

3. Резервирование. Отчетность показывает улучшения качества кредитного портфеля. 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%.

Представители банка сообщили, что плановый уровень NPL на конец года – 10% кредитного портфеля, однако политика в отношении провизий до конца года существенно не изменится, поскольку банк заинтересован в более высоком уровне покрытия провизиями NPL (120-140% против 99% на конец 1H10). Таким образом, мы вынуждены скорректировать в сторону увеличения прогноз credit costs на 2010 г. – с 2.1% до 2.5% кредитного портфеля, что негативно отразится на прогнозных финансовых результатах года.

Прогноз чистой прибыли банка на 2010 г. снижен на 30%, прогноз на 2011-2012 гг. повышены на 10-11%.

4. Эффективная налоговая ставка. Во 2Q10 банку удалось снизить ее до нуля после 48% в 1Q (по итогам 1H10 29%). Это произошло после активной работы с консультантами и пересмотра методологии учета отложенных налоговых активов. Во 2H10 банк ожидает, что эффективная налоговая ставка составит 30-40%. Таким образом, мы корректируем годовой прогноз эффективной налоговой ставки в 40% до 35%.

Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка. Прогноз на 2010 г. снижен с 745 млн руб до 519 млн руб (-30%), прогноз на 2011 г. повышен с 2683 млн руб до 2982 млн руб (+11%), прогноз на 2012 г. повышен с 4201 до 4612 млн руб (+10%).

Предьд ущий прогноз, млн руб	Новый прогноз , млн руб	Измене ние, %
---------------------------------------	----------------------------------	------------------

2010F	745	519	-30%
2011F	2,683	2,982	11%
2012F	4,201	4,612	10%

По новым прогнозам, рентабельность капитала в 2010 г. составит 3.1%, в 2011 г. – 16.3%, а в 2012 г. – 21% (возврат к докризисному уровню).

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 сохраняем все предположения предыдущего прогноза - в постпрогнозном периоде рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 20%. Темп роста в постпрогнозном периоде мы оцениваем на уровне 6% (что соответствует нашему общему прогнозу для банковского сектора). Ставку дисконтирования принимаем равной 14%.

	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
Акционерный капитал, \$млн	484	513	539	585	670	809
Чистая прибыль, \$ млн	74	126	38	18	102	155
Стоимость капитала, %					14%	14%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2012 равным 1.8. Подставив прогнозное значение BV-2012=\$809 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2012 г. P-2012=\$1415 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2012	1.8
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	1,415
Ставка дисконтирования	14%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн	1,187

Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$	43.5
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	47.4

Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	47.4
Рыночная стоимость 1 об. Акции (24.08.2010 г.)	33.5
Потенциал роста, %	41%
Рекомендация	«Покупать»

Мы повышаем TP до \$47 за акцию, рекомендация «Покупать»

Таким образом, мы **незначительно повышаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$45 до \$47 за акцию**. С учетом 41%-ного потенциала роста к справедливой цене и признаков улучшения финансовых результатов банка, мы **изменяем рекомендацию «Держать» на «Покупать»**.

Тем не менее, реализация потенциала роста может произойти позже, поскольку при весьма привлекательных значениях прогнозных рыночных мультипликаторов (2011: P/E 7.9, P/BV 1.2, 2012: P/E 5.2, P/BV 1.0), по текущим мультипликаторам 2010 г. банк не выглядит дешевым (P/E 45.9, P/BV 1.4). В условиях общего сокращения спроса на рискованные активы, заметный интерес инвесторов к акциям «Возрождения» может появиться после более отчетливых признаков успешного преодоления трудностей «переходного периода»

Прогнозный баланс, млн руб

Баланс, млн руб.	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Денежные средства и эквиваленты	13,233	28,490	34,101	28,305	26,654	24,735
Обязательные резервы	1,305	155	868	1,258	1,955	2,473
Ценные бумаги	8,195	11,401	11,068	20,443	21,323	22,674
Кредиты, предоставленные другим банкам	7,236	2,032	6,363	2,988	2,665	3,092
Кредиты и авансы клиентам	78,149	94,575	85,205	97,766	117,321	143,697
Основные средства	2,992	3,234	3,102	3,460	3,732	4,122
Прочие активы	294	1,324	4,896	3,032	4,044	5,331
Итого активы	111,404	141,211	145,603	157,251	177,694	206,125
Банковские кредиты и депозиты	4,845	21,360	4,368	2,107	1,579	1,819
Депозиты частных лиц	49,796	51,837	68,564	84,334	97,827	114,458
Депозиты юрлиц	31,816	38,499	44,565	44,788	49,267	55,179
Собственные долговые инструменты	7,103	5,913	6,364	3,677	4,422	5,456
Прочие заимствования						
Субординированные займы	2,874	4,464	4,578	4,633	4,633	4,633
Синдицированные кредиты	2,550	3,337	-	-	-	-
Прочие обязательства	214	736	878	922	207	323
Итого обязательства	126,146	126,146	129,317	140,460	157,935	181,867
Итого акционерный капитал	11,890	15,065	16,286	16,791	19,759	24,258

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

Прибыли и убытки, млн руб.	2007	2008	2009	2010 F	2011 F	2012 F
Процентные доходы	9,745	14,51	16,95	14,21	16,14	18,95
Расходы на выплату процентов	-	1	4	8	9	8
	-	-	-	-	-	-

	4,175	6,017	8,628	8,155	7,801	8,759
						10,19
Чистый процентный доход	5,570	8,494	8,326	6,063	8,348	9
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-885	2,199	4,752	2,582	1,305	1,060
Чистый процентный доход после создания резервов	4,685	6,295	3,574	3,482	7,043	9,139
Чистый комиссионный доход	3,011	4,128	3,729	3,964	4,480	5,151
		11,13			12,07	14,89
Операционный доход	8,262	1	8,244	7,946	2	1
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-	-	-	-	-	-
	5,732	7,029	6,325	7,147	8,148	9,126
Прибыль до налогообложения	2,530	4,102	1,919	799	3,924	5,765
						-
Налог на прибыль	-626	-965	-702	-280	-942	1,153
Чистая прибыль	1,904	3,137	1,217	519	2,982	4,612

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Доходность работающих активов	12.2%	13.9%	15.1%	11.6%	11.2%	11.2%
Стоимость фондирования	-5.0%	-5.4%	-6.9%	-6.1%	-5.2%	-5.2%
Чистый процентный спред	7.2%	8.5%	8.2%	5.5%	6.0%	6.0%
Чистая процентная маржа	7.0%	8.1%	7.4%	4.9%	5.8%	6.0%
ROE	21.9%	23.3%	7.8%	3.1%	16.3%	21.0%
ROA	2.1%	2.5%	0.8%	0.3%	1.8%	2.4%
Cost/Income	62.7%	52.7%	48.7%	67.9%	60.9%	57.2%
P/E	10.7	7.0	21.1	45.9	7.9	5.2
P/BV	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0

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.