



Возрождение

COMPANY
NOTE

ДЕРЖАТЬ

Потенциал роста: 56%
Целевая цена: \$45

Пересмотр целевой цены

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VZRZ, VZRZP	M.Cap, \$ mn	699
Shares Ords	23,748,694	Free Float, %	40%
Shares Prefs	1,294,505	Free Float, \$ mn	279
Bid Ords, \$	27.5	Offer Ords, \$	29.5
Bid Prefs, \$	9.8	Offer Prefs, \$	10.6

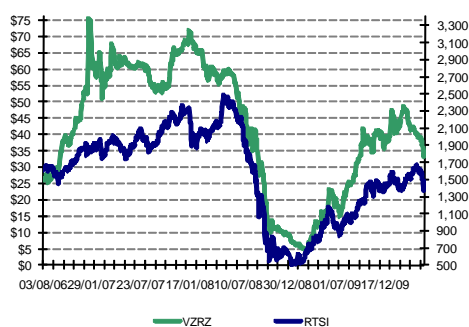
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-26.0%	-29.7%
Relative to RTSI	Ords	-1.4%	-15.6%
Price range, \$			
High	Ords	39.1	48.5
Low	Ords	28.8	28.8

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	5,555	ROE	4.5
Book Value, \$ mn	593	P/E	27.7
Net income, \$ mn	25	P/BV	1.2

Динамика акций Возрождения относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

- Мы скорректировали модель оценки банка «Возрождения» с учетом слабых результатов 1Q10 (МСФО) и итогов телеконференции.
- Основные изменения связаны с более консервативным прогнозом по росту кредитного портфеля и чистой процентной марже (NIM). В 1Q10 NIM сократилась до 4% и этот уровень банк рассматривает как базовый до конца года. По словам менеджмента, ощутимое снижение стоимости фондирования произойдет лишь в конце 2010 г. – начале 2011, когда дорогие депозиты прошлого года будут замещены новыми, привлеченными по значительно сниженным процентным ставкам.
- Возможности улучшения чистой процентной маржи за счет увеличения кредитного портфеля и изменения его структуры в пользу более доходных сегментов (прежде всего, SME), могут стать яснее по итогам 2Q10. Пока же, с учетом стагнации кредитного портфеля в 1Q, мы понижаем прогноз годового роста кредитного портфеля с 15% до 13%. Наш прогноз NIM по активам пересмотрен с 4.3% до 4.1%, но мы надеемся, что фактический результат может оказаться лучше, если по итогам 2Q станет заметен перелом в кредитовании.
- С учетом слабого восстановления экономической активности предприятий в ключевом сегменте бизнеса Возрождения – SME, и продолжившегося снижения чистого комиссионного дохода в 1Q10/1Q09 мы понижаем годовой прогноз роста комиссионных доходов с 10% до 7%.
- Также в модели повышен прогноз эффективной налоговой ставки на 2010 г. (с 37% до 40%). Это связано с резким повышением показателя в 1Q10 (до 48%). Менеджмент надеется добиться снижения налоговой ставки по сравнению с уровнем 1Q, но предполагает, что она останется на повышенном уровне.
- В итоге пересмотра предположений модели мы снизили прогноз чистой прибыли в 2010 г. на 34% до 745 млн руб., что все же выше базового прогноза менеджмента (500 млн руб). Прогноз на 2011 г. снижен на 15%, а на 2012 г. – на 7%.
- Мы скорректировали **12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$47 до \$45 за акцию**. Несмотря на 56%-ный потенциал роста от текущих рыночных котировок, рекомендация пока остается «Держать», поскольку до признаков улучшения финансовых результатов акции Возрождения, скорее всего, будут находиться под давлением. Хотя по прогнозируемому показателю P/BV (1.2) акции банка сейчас стоят весьма дешево, из-за низкой ожидаемой прибыли 2010 г. по показателю P/E 10E (27.7) они оцениваются с большой премией к рынку. Прогнозные мультипликаторы 2011 г. (P/BV 1.0, P/E 7.6) вполне привлекательны, но пока не появятся признаки восстановления кредитования и доходной базы банка, неопределенность прогнозов следующего года слишком высока. Существенным фактором является и общий негативный настрой рынка в настоящее время, особенно в отношении акций финансового сектора. Таким образом, переломным моментом для покупки может стать либо улучшение прогнозов прибыли банка (возможно по итогам 2Q10, которые будут опубликованы в августе), либо начало общего восстановления существенно просевших цен банковских акций.



Мы скорректировали модель оценки банка «Возрождения» с учетом слабых результатов 1Q10 (МСФО) и итогов телеконференции.

Основные изменения в модели:

1. Более консервативный прогноз по росту кредитного портфеля и чистой процентной марже (NIM). В 1Q10 снижение рыночных процентных ставок весьма существенно отразилось на доходности работающих активов (сокращение с 14.6% до 12.9%), практически не затронув стоимость фондирования. В итоге NIM, рассчитываемая банком по средней стоимости активов, сократилась с 5.4% в 4Q09 до 4%, и этот уровень банк рассматривает как базовый до конца года. По словам менеджмента, ощутимое снижение стоимости фондирования произойдет лишь в конце 2010 г. – начале 2011, когда дорогие депозиты прошлого года будут замещены новыми, привлеченными по значительно сниженным процентным ставкам. 2010 год банк считает «переходным периодом» к посткризисному развитию.

Возможности улучшения чистой процентной маржи за счет увеличения кредитного портфеля и изменения его структуры в пользу более доходных сегментов (прежде всего, SME), могут стать яснее по итогам 2Q10. Пока же, с учетом стагнации кредитного портфеля в 1Q, мы понижаем прогноз годового роста кредитного портфеля с 15% до 13% (прогноз менеджмента 10-15%). Наш прогноз NIM по активам пересмотрен с 4.3% до 4.1% (5.1% по работающим активам), но мы надеемся, что фактический результат может оказаться лучше, если по итогам 2Q станет заметен перелом в кредитовании.

2. Более скромный рост комиссионных доходов. Ранее мы ожидали роста F&C на 10% по итогам года. Однако в 1Q10 показатель сократился на 6% к 1Q09. Очевидно, в целевом сегменте бизнеса банка (малый и средний бизнес) экономическая активность остается слабой, и выручка предприятий стагнирует, 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%.

Мы корректируем прогнозные темпы роста чистого комиссионного дохода в 2010 г. до 7%.

3. Эффективная налоговая ставка. В предыдущей модели мы закладывали ее на прошлогоднем уровне (37%). Однако в 1Q10 она неожиданно подскочила до 48%. Менеджмент объясняет 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. Мы скорректировали эффективную ставку налога на 2010 г. до 40%.

Изменение прогнозов чистой прибыли

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб
2010F	1136	745
2011F	3132	2683
2012F	4513	4201

Таким образом, мы снижаем прогноз чистой прибыли в 2010 г. на 34% до 745 млн руб., что все же выше базового прогноза менеджмента (500 млн руб). Прогноз на 2011 г. снижен на 15%, а на 2012 г. – на 7%.



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 по-прежнему прогнозируем, что 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 долл	484	513	539	593	667	796
Чистая прибыль	74	126	38	25	92	141
Стоимость собственного капитала					14.0%	14.0%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2012 равным 1.8. Подставив прогнозное значение BV-2012=\$796 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2012 г. P-2012=\$1392 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.	1,392
Ставка дисконтирования	14.0
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн	1,131
Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$	42.8
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	45.1
Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	45.1
Рыночная стоимость 1 об. Акции (25.05.2010 г.)	28.9
Потенциал роста, %	56.3%
Рекомендация	«Держать»

Таким образом, мы незначительно понижаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$47 до \$45 за акцию. Несмотря на 56%-ный потенциал роста от текущих рыночных котировок, рекомендация пока остается «Держать», поскольку до признаков улучшения финансовых результатов акции Возрождения, скорее всего, будут находиться под давлением.

Хотя по прогнозному показателю P/BV (1.2) акции сейчас стоят весьма дешево, из-за низкой ожидаемой прибыли 2010 г. по показателю P/E 10E (27.7) акции банка оцениваются с большой премией к рынку. Прогнозные мультипликаторы 2011 г. (P/BV 1.0, P/E 7.6) вполне привлекательны, но пока не появятся признаки восстановления кредитования и доходной базы банка, неопределенность прогнозов следующего года слишком высока. Существенным фактором является и общий негативный настрой рынка, особенно в отношении акций финансового сектора.

Таким образом, переломным моментом для покупки может стать либо улучшение прогнозов прибыли банка (возможно по итогам 2Q10, которые будут опубликованы в августе), либо начало общего восстановления существенно просевших цен банковских акций.



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.