

Сбербанк

| | |
|------------------|-----------------|
| Обыкн. | SBER03 RM |
| Реком. | ПОКУПАТЬ |
| Последняя цена | \$2,91 |
| Целевая цена | \$3,05 > \$4,00 |
| Потенциал | 37% |
| Свободное обрац. | 40% |
| Капитализация | \$65 167 млн. |
| ADT (100 дней) | \$787,8 млн. |

ВТБ

| | |
|------------------|-----------------|
| Обыкн. | VTBR LI |
| Реком. | ДЕРЖАТЬ |
| Последняя цена | \$5,02 |
| Целевая цена | \$4,64 > \$5,78 |
| Потенциал | 15% |
| Свободное обрац. | 15% |
| Капитализация | \$26 256 млн. |
| ADT (100 дней) | \$148,5 млн. |

Цены на 29 января 2010

Ключевые показатели Сбербанка

| | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|--|---------|---------|---------|---------|
| Финансовые показатели (IFRS), \$ млн. | | | | |
| Чист. проц. доходы | 15,853 | 17,565 | 18,630 | 19,447 |
| Операц. доходы | 8,136 | 15,207 | 20,112 | 24,043 |
| Чистая прибыль | 794 | 4,824 | 7,775 | 9,847 |
| Капитал на акцию | 1.13 | 1.42 | 1.75 | 2.15 |
| Доход на акцию | 0.04 | 0.21 | 0.34 | 0.44 |
| Дивид. / прибыль | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| Операционные показатели, \$ млн. | | | | |
| Активы | 234,420 | 285,055 | 332,889 | 386,983 |
| Капитал | 25,448 | 32,175 | 39,468 | 48,537 |
| Рент. капитала | 3.1% | 16.7% | 21.7% | 22.4% |
| Рент. активов | 0.3% | 1.9% | 2.5% | 2.7% |
| Расходы / доходы | 34.2% | 40.0% | 41.6% | 43.6% |
| Коэффициенты | | | | |
| Цена / активы | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Цена / капитал | 2.6 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| Цена / прибыль | 82.8 | 13.6 | 8.5 | 6.7 |
| Рост | | | | |
| Активы | 2% | 22% | 17% | 16% |
| Доход на акцию | -80% | 507% | 61% | 27% |

Ключевые показатели ВТБ

| | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|--|---------|---------|---------|---------|
| Финансовые показатели (IFRS), \$ млн. | | | | |
| Чист. проц. доходы | 4,613 | 5,944 | 6,522 | 6,994 |
| Операц. доходы | 206 | 4,053 | 6,663 | 8,839 |
| Чистая прибыль | (1,780) | 861 | 2,517 | 3,763 |
| Капитал на акцию | 3.19 | 3.42 | 3.79 | 4.38 |
| Доход на акцию | (0,46) | 0.16 | 0.48 | 0.72 |
| Дивид. / прибыль | - | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| Операционные показатели, \$ млн. | | | | |
| Активы | 118,429 | 137,138 | 153,386 | 179,725 |
| Капитал | 16,678 | 17,911 | 19,845 | 22,914 |
| Рент. капитала | (12.6%) | 4.7% | 12.6% | 16.7% |
| Рент. активов | (1.5%) | 0.7% | 1.7% | 2.3% |
| Расходы / доходы | 45.6% | 36.1% | 37.2% | 38.7% |
| Коэффициенты | | | | |
| Цена / активы | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| Цена / капитал | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| Цена / прибыль | отр. | 30.5 | 10.4 | 7.0 |
| Рост | | | | |
| Активы | -6% | 16% | 12% | 17% |
| Доход на акцию | - | - | 192% | 50% |

Эндрю Кили +7 (495) 933 9845
Andrew_Keeley@troika.ru

Ольга Веселова +7 (495) 933 9846
Olga_Veselova@troika.ru

Сбербанк и ВТБ**На разных этапах пути к успеху**

С тех пор как в феврале прошлого года мы рекомендовали ПОКУПАТЬ акции Сбербанка, они подорожали более чем в пять раз. Разрыв между нашим и консенсусным прогнозом прибыли банка, составлявший еще в декабре прошлого года 40%, сократился почти до нуля. В 2009 году, несмотря на все трудности, руководство добились больших успехов в увеличении операционной прибыли, подержании высокого уровня маржи и контроле над расходами. Хотя по мультипликаторам Сбербанк сравнялся с аналогами из стран БРИК, его акции остаются привлекательными: банк больше всего выиграет от восстановления российской экономики. Снизив оценку стоимости капитала до 12,5% и увеличив после публикации результатов за 4К09 по РСФО прогноз прибыли на акцию в 2010–2012 годах на 5–6%, мы повысили целевую цену акций Сбербанка до \$4,00. Приход в ВТБ нового финансового директора позволяет надеяться на улучшение результатов, как произошло в Сбербанке, где два года назад тоже сменилось руководство, однако положение ВТБ сложнее: во-первых, шесть последних кварталов завершено с убытком, во-вторых, по нашим оценкам, рентабельность капитала (ROAE) в 2010–2011 годах будет составлять не более 14%. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ ГДР ВТБ и повышаем их целевую цену до \$5,78: стоимость капитала снижена до 12,75%, а прогноз прибыли на 2011–2012 годы увеличен на 7–9%.

■ **Новый год – новые задачи.** 2009 год изнурил банки, 2010 начинается для них в более благоприятных макроэкономических условиях. Рост ВВП более чем на 5%, увеличение денежной массы на 20%, замедление инфляции и снижение стоимости заимствований в текущем году создают предпосылки для перехода от авральных мер по сдерживанию роста просроченной задолженности к рациональному управлению реструктуризацией ссуд и увеличению объемов кредитования (мы прогнозируем, что в целом по сектору рост последних составит 15–20%). Однако теперь выбор банковских акций требует от инвестора большей тщательности: их мультипликаторы уже довольно высоки, а фундаментальной привлекательностью банки наделены далеко не в равной мере.

- **Сбербанк продолжает показывать хорошие результаты...** Отчетность Сбербанка за 4К09 по РСФО свидетельствует о дальнейшем улучшении ключевых показателей: операционный доход до создания резервов превысил уровень годичной давности на 30%, чистый процентный доход – на 36%, расходы снизились на 3%, а маржа даже несколько увеличилась по сравнению с результатом предыдущего квартала. Хотя в 2010 году чистая процентная маржа, согласно нашей модели, сократится на 90 б. п., а расходы увеличатся на 17%, рентабельность капитала с 2П10 сможет превышать 20% даже без расформирования резервов в сколько-нибудь значительном объеме. Что касается рисков, то мы принимаем к сведению предупреждение председателя правления Сбербанка Германа Грефа об опасности, связанной с низким качеством активов, но не считаем необходимым менять прогноз резервов на конец 2010 года: он составляет 12,3%, что вполне соответствует оценке самого Сбербанка (12–14% на пике, который будет пройден в 1П10).
- **...а ВТБ пора начинать их показывать.** Мы первыми заговорили о тех преимуществах, которые может получить ВТБ благодаря приходу нового финансового директора, однако возможность быстрого улучшения финансовых показателей банка оцениваем осторожно. Тревогу вызывают вероятность дальнейшего роста расходов на создание резервов, разница в \$1,3 млрд. между начисленным и взысканным процентным доходом, а также ограниченность возможностей по увеличению маржи. Эти беспокойства пересиливают наше удовлетворение ростом дохода инвестиционно-банковского подразделения. ВТБ прогнозирует, что его чистая прибыль в 2010 году составит 50 млрд. руб., но наши подсчеты показывают, что банк не сможет заработать намного больше половины этой суммы, если только расходы на создание резервов окажутся гораздо ниже наших ожиданий. Мы полагаем, что в 2011 году рентабельность капитала ВТБ едва-едва покроет его стоимость.
- **Оценка не позволяет говорить о безусловной привлекательности акций.** По коэффициентам “цена / капитал 2011о” (1,7) и “цена / прибыль 2011о” (8,5) Сбербанк оценен вровень с банками из стран БРИК. Однако соотношение “цена / капитал 2010о”, рассчитанное по нашей целевой цене, составляет только 2,8, что с учетом перспектив значительного роста бизнеса и увеличения прибыли банка в 2010 году мы не считаем завышенным: во-первых, до кризиса значение этого мультипликатора нередко превышало 3,0, во-вторых, реформирование банка, по сути, только началась. У ВТБ коэффициент “цена / капитал 2011о” (1,3) лишь на 5% ниже, чем у банков с развивающихся рынков, при гораздо меньшей рентабельности капитала, а “цена / прибыль 2011о” (10,4) на 23% выше, чем у Сбербанка, несмотря на большую волатильность доходов и меньшую прозрачность прибыли.

Содержание

| | |
|---|----|
| Инвестиционное резюме | 4 |
| 2010 год: новые задачи | 4 |
| Почему мы по-прежнему рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Сбербанка | 4 |
| Почему мы по-прежнему ждем от ВТБ доказательств его способности реализовать свой потенциал | 5 |
| Оценка | 7 |
| Банковские акции привлекательны благодаря восстановлению российской экономики, но требуют тщательного отбора | 7 |
| Сбербанк, ВТБ или оба? | 8 |
| Оценка | 12 |
| Макроэкономика и ситуация в банковской отрасли | 15 |
| Макроэкономические параметры улучшаются | 15 |
| Банковский сектор: возобновление роста и смена приоритетов | 16 |
| Сбербанк и ВТБ: подробный анализ | 20 |
| Отчетность Сбербанка за 4К09 по РСФО: новые успехи | 20 |
| Проблемы 2010 года | 23 |
| Пересмотр прогнозов | 31 |
| Финансовые показатели | 34 |

Инвестиционное резюме

2010 год: новые задачи

- Тяжелейший 2009 год позади, и макроэкономическая ситуация становится для банков более благоприятной. По нашему мнению, ВВП в 2010 году увеличится по крайней мере на 5%, инфляция замедлится до 6–7%, что приведет к дальнейшему снижению стоимости заимствований, а недавно обозначившиеся тенденции к росту денежной массы и усилению внутреннего спроса сохранятся. Мы считаем умеренными риски ускорения инфляции и преждевременного перехода к ужесточению кредитно-денежной политики, если правительство исполнит свое намерение не увеличивать в 2010 году бюджетные расходы.
- Хотя проблемы, связанные с реструктуризацией ссуд и опережающим снижением ставок по кредитам в сравнении со ставками по депозитам, не следует недооценивать, многие банки видят свою основную задачу на 2010 год не столько в решении этих задач, сколько в увеличении кредитного портфеля. Учитывая низкую базу 2009 года, мы полагаем, что рост объема выданных кредитов может составить 15–20%. Расформирование резервов в крупном размере начнется не ранее 2П10, но и без их масштабного роспуска прибыль сектора в 2010 году, вероятно, увеличится, а рентабельность капитала у лучших его представителей достигнет 14–17%.
- Подбор банковских акций теперь требует от инвесторов большей тщательности. Сегодня уже весь рынок оценивает перспективы Сбербанка и Банка “Возрождение” с тем оптимизмом, который мы проявляли в начале 2009 года. Бумаги этих эмитентов в прошлом году намного опередили в росте остальные банковские акции, но и последние, за редким исключением, подорожали более чем в два раза. Дисконт к аналогам с развивающихся рынков резко сократился, так что на основании одних только мультипликаторов говорить о привлекательности российских банков теперь нельзя, даже с учетом благоприятной макроэкономической обстановки. В таких условиях на передний план выходят фундаментальные показатели, а в этом отношении банк банку рознь. Мы по-прежнему считаем наиболее перспективными Сбербанк и Банк “Возрождение”, а вместе с ними, хоть и чуть менее интересным, – Банк “Санкт-Петербург”.

Почему мы по-прежнему рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Сбербанка

- В феврале 2009 года мы писали о несомненной привлекательности акций Сбербанка, доказывая, что он завершит 2009 год с прибылью и не прибегнет к докапитализации. Увеличение резервов на \$14 млрд. не помешало банку оправдать эти ожидания. Залогом успеха стали 30%-й рост операционного дохода, 3%-е снижение расходов и поддержание маржи на высоком уровне: на протяжении последних двух кварталов она составляла более 8%, причем в 4К09, согласно отчетности по РСФО, даже увеличилась. Привлекательность Сбербанка признана теперь, по-видимому, всем рынком, и у нас самих нет оснований думать иначе, а привычки не соглашаться с общим мнением только потому, что оно общее, мы не имеем.
- В 2010 году возобновится рост кредитования и прибыль вернется на докризисные уровни, а возможно, даже превысит их. Объем выданных кредитов, по нашим прогнозам, увеличится на 19%, чистая прибыль вырастет в семь раз и достигнет \$4,8 млрд., рентабельность капитала составит 16%. Еще два-три месяца назад наш прогноз прибыли Сбербанка был на 40% выше консенсусного, теперь же разница почти исчезла: рынок пересмотрел свою

оценку. Мы ожидаем, что в 2П10 рентабельность капитала превысит 20% – показатель, который банк сможет без труда сохранить в 2011–2012 годах.

- В 2009 году Сбербанк успешно противостоял давлению на маржу, оказываемому снижением процентных ставок. С той же целью в январе 2010 года он значительно снизил ставки по депозитам. По нашим оценкам, в 2010 году чистая процентная маржа банка уменьшится только на 90 б. п. и останется очень солидной – 6,9%. Доходность ссудного портфеля заметно снизится, однако возобновление роста кредитования, особенно розничного (чему поможет долгожданный прорыв в сегменте кредитных карт), позволит улучшить качество дохода.
- В 2009 году руководству банка удалось не допустить роста расходов, но, даже если в 2010 году они увеличатся на 17% из-за повышения зарплат и возобновления инвестиций в развитие инфраструктуры, отношение расходов к доходам, по нашим оценкам, будет составлять лишь 40% – хороший результат для банков с развивающихся рынков. Кроме того, Сбербанк находится в самом начале реструктуризации (к реализации новой стратегии менеджмент приступил лишь год назад), предусмотрено еще много мер по совершенствованию его работы, и эти ожидания должны положительно влиять на оценку банка. В последнем стратегическом обзоре, подготовленном Сбербанком, приоритетным направлением его деятельности названо предоставление классических банковских услуг физическим и юридическим лицам, что для Сбербанка с его набором конкурентных преимуществ мы считаем оптимальным стратегическим решением.
- Что же касается основных рисков, то председатель правления Сбербанка Герман Греф недавно справедливо напомнил об одном из них, по-прежнему присущем сектору, – низком качестве активов. У нас пока нет оснований уменьшать оценку расходов банка на создание резервов в 2010 году, составляющую 3,75% средних валовых ссуд. В конце 2009 года накопленные резервы превышали 10% валовых ссуд, покрывая просроченную задолженность на 110%, что мы считаем вполне удовлетворительным показателем. В 2007–2009 годах основной доход банка до создания резервов увеличивался в среднем на 35% в год, и мы ожидаем дальнейшего роста, хотя теперь уже менее чем на 10% в год, что наряду со значительным сокращением отчислений в резерв будет способствовать существенному увеличению прибыли.
- Опасность представляет и слишком вялый спрос на кредиты. В последней отчетности по РСФО Сбербанк указал (и нас это встревожило), что в ноябре – декабре ссудный портфель сократился на \$3 млрд., поскольку объем погашенных кредитов превысил объем выданных. Тем не менее мы считаем вполне достижимым 20%-е увеличение объемов кредитования в 2010 году, учитывая их минимальный рост по итогам 2009 года и вероятность дальнейшего снижения инфляции и процентных ставок.
- С февраля 2009 года цена акций Сбербанка выросла более чем в пять раз, и его коэффициенты “цена / капитал 2011о” (1,7) и “цена / прибыль 2011о” (8,5) сравнялись со средним по банкам из стран БРИК. Однако коэффициент “цена / капитал 2010о”, рассчитанный исходя из нашей целевой цены (\$4,00 за акцию), составляет лишь 2,8, что трудно считать завышенным значением: до кризиса оно зачастую превышало 3,0. Мы повысим прогноз прибыли на 2П10 и 2011 год, если станет ясно, что банк тратит на создание резервов меньше, чем ожидалось: при отклонении объема отчислений от нашего прогноза в меньшую сторону на 50 б. п. чистая прибыль увеличивается более чем на \$900 млн., что, естественно, снижает коэффициент “цена / прибыль”.

Почему мы по-прежнему ждем от ВТБ доказательств его способности реализовать свой потенциал

- В феврале 2009 года мы прогнозировали, что ВТБ придется привлекать новый капитал и что годовой убыток банка составит более \$1 млрд. Прогнозы сбылись. Тогда же мы писали, что в 2009 году акции Сбербанка будут более выгодной инвестицией, чем ГДР ВТБ. Рекомендация себя оправдала: акции Сбербанка подорожали более чем на 250%, ГДР ВТБ – на 117% (что, конечно, тоже немало). Мы считаем, что и в 2010 году Сбербанк опять превосходит ВТБ в привлекательности, а его акции обладают большим потенциалом роста.
- В некоторых отношениях состояние ВТБ улучшилось. В ноябре 2009 года мы первыми из аналитиков ведущих инвестиционных банков встретились с новым финансовым директором ВТБ и с одобрением высказались о его планах по повышению акционерной стоимости и увеличению доходов банка. К апрелю будет завершена подготовка новой стратегии, ВТБ Капитал (инвестиционно-банковское подразделение группы) уже получает значительную прибыль, условия работы банка стали более благоприятными.
- Однако ряд фундаментальных показателей ВТБ продолжает внушать опасения. Чистый убыток за 2009 год, по-видимому, превысил \$1,5 млрд. Хотя мы ожидаем, что в 2010–2011 годах банк получит прибыль, до 2011 года рентабельность капитала едва ли будет сопоставима с его стоимостью.
- В 2010 году перед банком по-прежнему остро стоит проблема качества активов. На это указывает образовавшаяся за 9М09 разница в \$1,3 млрд. между начисленным и реально полученным процентным доходом. Реструктуризация ссуд продолжится и принесет новые убытки. Всего 101% составляет отношение резервов к просроченной задолженности, и это без учета ссуд с пересмотренным сроком погашения, составляющих 8% портфеля. В таких условиях трудно рассчитывать, что расходы банка на создание резервов в 2010 году окажутся намного меньше нашего прогноза, составляющего 3,75% средних валовых ссуд (он подразумевает, что ВТБ завершит год с резервами в размере 10,6% ссудного портфеля – показатель, все еще меньший, чем у Сбербанка).
- По прогнозам финансового директора ВТБ, в 2010 году банк получит 50 млрд. руб. чистой прибыли, по нашим расчетам – не более 25 млрд. руб. А ведь мы сделали ряд неконсервативных допущений: что чистая процентная маржа увеличится на 30 б. п. благодаря снижению стоимости привлеченных ресурсов и улучшению структуры активов; что комиссионное вознаграждение только в инвестиционно-банковском подразделении составит \$200 млн.; что отношение расходов к доходам не превысит 36% (хотя сам председатель правления ВТБ Андрей Костин сообщил о “второй волне” приема сотрудников на работу в ВТБ Капитал). Если станет ясно, что прибыль, получаемая банком, гораздо меньше прогнозируемой, это может оказать давление на котировки его акций.
- Бытует не вполне обоснованное мнение о дешевизне акций ВТБ. Между тем по коэффициентам “цена / капитал 2010 (2011) года” они оценены лишь на 5–10% ниже аналогов с развивающихся рынков (правда, дисконты к банкам из стран БРИК значительнее), тогда как по рентабельности капитала ВТБ значительно им уступает. По коэффициенту “цена / прибыль 2010о” он оценен намного дороже Сбербанка. При использовании прогнозируемой прибыли позднейших лет премия уменьшается, и все же коэффициент “цена / прибыль 2011о” (10,4) у ВТБ более чем на 20% выше, чем у Сбербанка, несмотря на худшую предсказуемость прибыли и более скромный потенциал превышения ею наших текущих прогнозов.
- Мы положительно оцениваем приход в ВТБ нового финансового директора, получившего, по-видимому, широкие полномочия по реорганизации деятельности банка, но нужно отдавать себе отчет в том, что улучшение динамики операционных показателей ВТБ – дело

непростое и нескорое. Руководители Сбербанка добились важных успехов, но они занимают свои посты более двух лет. Не следует переоценивать и значение инвестиционно-банковского подразделения ВТБ, как бы динамично оно ни развивалось: за 9М09 его доход равнялся \$530 млн., тогда как ссуды с пересмотренным (отложенным) сроком погашения и проблемные кредиты, под которые не созданы резервы, составляли в сумме \$6,8 млрд.

Оценка

Банковские акции привлекательны благодаря восстановлению российской экономики, но требуют тщательного отбора

Прошлый год был для банков изнурительно тяжелым, нынешний начинается в более благоприятных условиях вследствие положительных сдвигов в макроэкономике. По нашим прогнозам, в 2010 году ВВП России увеличится по крайней мере на 5%, инфляция замедлится до 6–7%, что приведет к дальнейшему снижению стоимости заимствований, а недавно обозначившаяся тенденция к росту денежной массы сохранится: мы ожидаем 20%-го увеличения агрегата М2. Оживляется и внутренний спрос: рост потребления в 2010 году, составит, по нашим оценкам, не менее 5%. Наконец, стабилизация в экономике и положительные реальные ставки по вкладам стимулируют приток средств на банковские депозиты.

Вместе с тем спрос на кредиты остается очень вялым, о чем свидетельствуют последние данные Сбербанка, согласно которым объем погашенных ссуд в ноябре – декабре превысил объем выданных на 100 млрд. руб. Несмотря на слабый спрос, все банки, с представителями которых мы беседовали, считают увеличение объемов кредитования одной из главных задач года. Удастся ли ее решить, будет, конечно, во многом зависеть от развития экономической ситуации в ближайшие месяцы: ее продолжительная стабилизация и тем более улучшение ободрит бы потенциальных заемщиков. Подспорьем могло бы стать и дальнейшее снижение базовых ставок ЦБ: по нашим прогнозам, в ближайшие месяцы оно составит 150 б. п.

СЕКТОР ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ – ОДИН ИЗ САМЫХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ В 2010 ГОДУ

Несмотря на крайне сложные условия, в которых российским банкам пришлось работать в 2009 году, их акции были в числе лидеров роста среди бумаг банков из развивающихся стран, т. к. уверенно дорожали с 1К09, когда их коэффициенты “цена / капитал” достигли минимальных значений. Мы считаем, что в 2010 году на российском фондовом рынке банковский сектор будет среди лучших: экономика начинает восстанавливаться, причем во многом благодаря внутреннему спросу, что, конечно, благоприятно для банков. Их привлекательность в 2010 году будет иметь две составляющие: довольно быстрый рост бизнеса и значительное увеличение прибыли.

К подбору банковских акций в 2010 году нужно подходить, пожалуй, тщательнее, чем в 2009. Тогда в стремительно меняющейся ситуации выявить различия между банками было не так просто, а невысокие коэффициенты делали привлекательной едва ли не любую акцию. Теперь же недооценка по отношению к иностранным аналогам, по сути, сошла на нет.

Анализ динамики акций с января прошлого года показывает, что в выигрыше оказались наиболее качественные бумаги. Акции Сбербанка и Банка “Возрождение”, на которые в начале 2009 года мы указывали как на вероятных лидеров роста, действительно подорожали больше, чем акции других российских банков, хотя все еще стоят на 30–40% дешевле, чем на пиках в 1П07.

Наиболее привлекательными в 2010 году мы считаем те же Сбербанк и Банк “Возрождение”, которые с меньшими потерями преодолели прошлогодний кризис и способны в нынешнем году больше всех увеличить рентабельность капитала. Немногим менее привлекательны акции Банка “Санкт-Петербург”.

Динамика акций российских банков

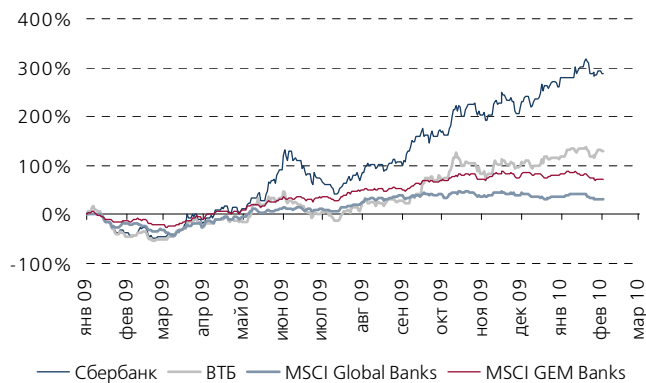
| | Текущая цена акций, \$ | Динамика акций с 2009 года до настоящего времени | Максимальная цена акции, \$ | Дата | Изм. с максимума |
|------------------------|------------------------|--|-----------------------------|----------------|------------------|
| Сбербанк | 2,91 | 276% | 4,42 | 23 июля 2007 | -34% |
| Сбербанк, прив. | 2,40 | 583% | 3,20 | 9 апреля 2007 | -25% |
| ВТБ | 5,02 | 131% | 11,50 | 11 мая 2007 | -56% |
| Банк Возрождение | 40,50 | 342% | 75,41 | 16 января 2007 | -46% |
| Банк "Санкт-Петербург" | 3,36 | 198% | 7,18 | 11 июня 2007 | -53% |
| Банк МДМ | 0,67 | 187% | 2,48 | 12 апреля 2007 | -73% |
| Банк Москвы | 28,65 | 19% | 71,48 | 22 января 2007 | -60% |

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

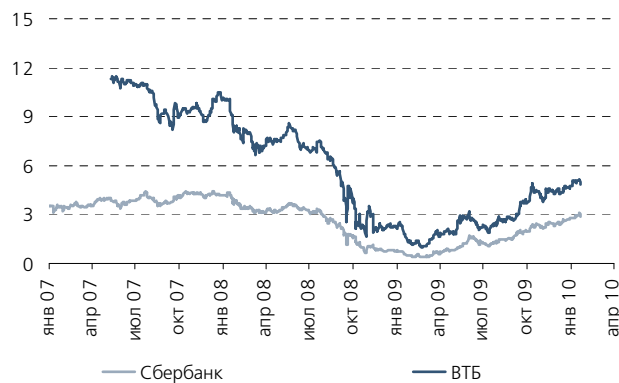
Сбербанк, ВТБ или оба?**АКЦИИ СБЕРБАНКА И ВТБ С НАЧАЛА 2009 ГОДА ВЫРОСЛИ НАМНОГО БОЛЬШЕ, ЧЕМ АКЦИИ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ...**

Если банковский сектор российского фондового рынка привлекательнее остальных секторов, то которой же из банковских акций отдать предпочтение: Сбербанка или ВТБ? А может быть, обеим? Первичное публичное размещение акций ВТБ состоялось в мае 2007 года, и с тех пор они неизменно, за исключением коротких отрезков времени, показывали худшую динамику, чем акции Сбербанка. С начала 2009 года первые подорожали на 131%, вторые – на 276%.

И те и другие с начала 2009 года росли значительно быстрее, чем международные банковские индексы MSCI Global Banks и MSCI GEM Banks. Особенно отличились акции Сбербанка: сегодня их цена в шесть раз выше минимальной, зафиксированной в феврале 2009 года.

Динамика акций Сбербанка и ВТБ и индексов MSCI Global Banks и MSCI GEM Banks

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Динамика акций Сбербанка и ВТБ с начала 2007 года, \$

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

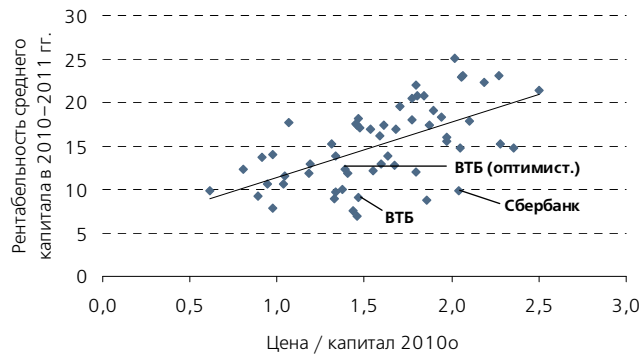
...НО ПЕРЕСТАЛИ БЫТЬ ДЕШЕВЫМИ

Сильно подорожав в цене, акции Сбербанка и ВТБ перестали быть недооцененными по сравнению с акциями банков из развивающихся стран. После приблизительно 10%-й коррекции, произошедшей в конце января, акции Сбербанка имеют коэффициент "цена / капитал 2010о", равный 2,0, что на 26% выше среднего по банкам из развивающихся стран и на 10% выше, чем у банков БРИК. Однако этот коэффициент всегда следует соотносить с рентабельностью капитала, а такое соотношение позволяет утверждать, что 26%-я премия Сбербанка к банкам развивающихся стран по мультипликатору "цена / капитал" оправдана его 27%-й премией к ним по доходу на средний капитал. Премия же к банкам стран БРИК по рентабельности капитала очень невелика: для российского банка, как и банков БРИК, рентабельность прогнозируется на уровне 21–23%.

ВТБ сохраняет дисконт к Сбербанку и несколько меньший – к аналогам с развивающихся рынков. Так, по коэффициенту “цена / капитал 2010о” (1,5) дисконт равен соответственно 25% и 10%. Однако и тут следует учесть рентабельность капитала: у ВТБ он в 2010 году, по нашим оценкам, составит менее 5%, а в 2011, отчасти нормализовавшись, достигнет 13% по сравнению с 22% у Сбербанка. Даже если ВТБ в 2010 году в самом деле получит 50 млрд. руб. прибыли, как о том после публикации отчетности по МСФО за 3К09 заявил финансовый директор Герберт Моос, рентабельность капитала составит всего 9%, что вполне оправдывает большой дисконт к Сбербанку по коэффициенту “цена / капитал”.

На следующем графике показано, как оценены Сбербанк и ВТБ относительно банков из развивающихся стран, причем в случае ВТБ рассмотрен как базовый, так и оптимистический сценарий, по которому в 2011 году банк получит 50 млрд. руб. прибыли и увеличит рентабельность капитала до 15% (председатель правления Андрей Костин недавно заявил, что рентабельность достигнет 15%, но не уточнил когда). Даже в оптимистическом сценарии ВТБ стоит дороже иностранных аналогов. Сбербанк же недооценен, хотя и не сильно.

Коэффициент “цена / капитал 2010о” и рентабельность капитала в 2010–2011 годах для банков с развивающихся рынков



Источник: Vlootberg, Тройка Диалог

Сравнивая значения коэффициента “цена / прибыль 2011о” (лучше пользоваться прогнозами именно на 2011 год, когда нормализуются расходы на создание резервов), замечаем, что Сбербанка этот мультипликатор равен 8,5 и почти совпадает со средним по банкам GEM и стран БРИК. ВТБ же оценен с более чем 20%-й премией к Сбербанку, хотя его прибыль менее устойчива, а отчетность менее прозрачна.

Сравнительная оценка

| | Страна | Рын. кап. | P/BV | | | P/E | | | Рентабельность среднего капитала, % | | |
|--|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------------|-------|-------|
| | | | 2009о | 2010о | 2011о | 2009о | 2010о | 2011о | 2009о | 2010о | 2011о |
| Россия | | | | | | | | | | | |
| Сбербанк | Россия | 62 912 | 2,6 | 2,0 | 1,7 | 73,8 | 13,6 | 8,5 | 3,3 | 16,4 | 21,7 |
| ВТБ | Россия | 26 256 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | – | 30,5 | 10,4 | – | 4,9 | 13,3 |
| Банк Москвы | Россия | 4 540 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | >100 | 49,2 | 11,1 | 1,4 | 3,0 | 12,2 |
| МДМ Банк | Россия | 229 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | – | 24,9 | 9,1 | – | 5,6 | 14,2 |
| Банк "Возрождение" | Россия | 962 | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 30,6 | 14,8 | 7,4 | 6,9 | 12,0 | 20,4 |
| Банк "Санкт-Петербург" | Россия | 951 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 68,8 | 13,0 | 7,2 | 2,2 | 10,6 | 17,2 |
| Страны бывшего СССР | | | | | | | | | | | |
| Халык Банк | Казахстан | 2 912 | 1,9 | 1,5 | 1,3 | 28,8 | 13,5 | 7,9 | 7,4 | 14,0 | 19,9 |
| Казкоммерцбанк | Казахстан | 3 500 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 23,8 | 15,7 | 9,0 | 6,3 | 9,5 | 14,2 |
| Райффайзен Банк Аваль | Украина | 784 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | – | 18,3 | 8,1 | – | 7,6 | 16,0 |
| Банк Форум | Украина | 204 | 1,5 | 1,5 | 1,3 | – | 19,9 | 21,6 | – | 7,5 | 6,5 |
| Укрсоцбанк | Украина | 585 | 2,6 | 1,9 | 1,1 | – | 18,2 | 6,2 | – | 12,0 | 22,8 |
| Мегабанк | Украина | 59 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | – | 9,0 | 5,2 | – | 10,9 | 16,9 |
| Bank of Georgia | Грузия | 325 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | – | 7,9 | 5,9 | -6,8 | 12,4 | 14,9 |
| Европа, Ближний Восток, Африка (EMEA) | | | | | | | | | | | |
| Bank Pekao | Польша | 15 427 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 18,9 | 17,4 | 14,1 | 13,8 | 13,7 | 15,9 |
| BRE | Польша | 2 638 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 40,1 | 16,4 | 10,2 | 5,1 | 10,5 | 15,0 |
| Bank BPH | Польша | 2 133 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 29,7 | 19,5 | 12,2 | 6,6 | 7,2 | 10,5 |
| BZWBK | Польша | 4 486 | 2,3 | 2,1 | 1,8 | 17,5 | 15,9 | 11,6 | 13,8 | 13,4 | 16,0 |
| Bank Handlowy | Польша | 3 388 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 19,9 | 15,3 | 12,0 | 8,7 | 10,8 | 13,4 |
| PKO BP | Польша | 16 872 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 18,2 | 17,1 | 12,8 | 13,2 | 13,6 | 16,9 |
| ING BSK | Польша | 3 141 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 14,1 | 13,1 | 10,4 | 13,9 | 13,0 | 14,7 |
| Bank Millennium | Польша | 1 247 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | >100 | 23,2 | 11,8 | 0,7 | 7,2 | 12,1 |
| OTP | Венгрия | 8 396 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 11,1 | 11,0 | 7,7 | 13,1 | 11,5 | 14,4 |
| Komercni | Чехия | 7 699 | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 13,4 | 12,8 | 11,2 | 17,4 | 17,3 | 18,4 |
| Akbank | Турция | 17 690 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 10,1 | 10,1 | 8,9 | 20,7 | 17,7 | 18,4 |
| Turkiye Garanti | Турция | 17 871 | 2,2 | 1,8 | 1,6 | 9,7 | 9,3 | 8,0 | 24,1 | 20,8 | 20,6 |
| Isbank | Турция | 13 776 | 1,7 | 1,4 | 1,3 | 8,8 | 8,8 | 7,5 | 20,5 | 17,5 | 17,6 |
| Yapi Kredi | Турция | 10 603 | 1,9 | 1,6 | 1,4 | 10,3 | 9,9 | 8,1 | 19,8 | 16,7 | 18,0 |
| Halk Bank | Турция | 8 627 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 8,3 | 8,0 | 7,1 | 30,1 | 25,6 | 24,5 |
| First Rand | ЮАР | 13 897 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 12,0 | 9,5 | 9,5 | 14,1 | 16,7 | 19,9 |
| Nedbank | ЮАР | 8 039 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 12,2 | 9,9 | 7,5 | 11,7 | 13,3 | 17,1 |
| Standard Bank | ЮАР | 22 418 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 14,2 | 11,2 | 8,6 | 13,4 | 15,6 | 18,2 |
| ABSA | ЮАР | 12 743 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 12,4 | 9,8 | 7,6 | 15,5 | 18,0 | 21,0 |
| Bank Hapoalim | Израиль | 5 609 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 16,9 | 9,8 | 8,2 | 6,5 | 10,0 | 11,2 |
| Bank Leumi | Израиль | 6 319 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 12,5 | 9,8 | 8,4 | 9,4 | 10,0 | 11,2 |
| БРИК | | | | | | | | | | | |
| Bradesco | Бразилия | 51 840 | 2,2 | 1,8 | 1,6 | 9,5 | 8,3 | 8,3 | 20,3 | 20,5 | 21,0 |
| Itau Unibanco | Бразилия | 79 070 | 2,6 | 2,3 | 1,9 | 13,3 | 10,3 | 8,4 | 20,5 | 22,9 | 23,2 |
| Banco do Brasil | Бразилия | 38 282 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 10,2 | 9,3 | 8,2 | 22,2 | 21,9 | 22,1 |
| ICICI | Индия | 20 036 | – | 1,9 | 1,7 | 22,8 | 18,5 | 18,5 | – | 8,1 | 9,3 |
| Bank of India | Индия | 4 148 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 7,9 | 7,0 | 7,0 | 19,9 | 16,2 | 18,6 |
| Union Bank of India | Индия | 2 788 | – | – | – | 6,7 | – | – | – | – | – |
| HDFC | Индия | 14 769 | 5,1 | 4,7 | 4,2 | 25,5 | 21,5 | 21,5 | 17,8 | 19,1 | 19,9 |
| State Bank of India | Индия | 28 276 | 2,0 | 2,0 | 1,7 | 13,3 | 10,5 | 10,5 | 15,9 | 15,9 | 16,1 |
| ICBC | Китай | 239 264 | 2,5 | 2,2 | 1,9 | 13,0 | 10,6 | 8,9 | 20,0 | 21,7 | 22,9 |
| BoC | Китай | 54 468 | 2,0 | 1,8 | 1,5 | 11,7 | 9,2 | 7,7 | 18,0 | 19,8 | 21,1 |
| CCB | Китай | 180 493 | 2,3 | 2,1 | 1,8 | 11,5 | 9,5 | 7,8 | 21,3 | 22,5 | 23,7 |
| Bank of China | Китай | 143 508 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 10,5 | 8,6 | 7,3 | 15,9 | 17,6 | 18,8 |
| China Citic Bank | Китай | 35 387 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 12,0 | 9,5 | 7,8 | 14,6 | 16,5 | 17,6 |
| China Merchant Bank | Китай | 42 845 | 3,0 | 2,5 | 2,1 | 16,9 | 13,3 | 10,6 | 19,7 | 21,2 | 21,7 |
| Huaxia Bank | Китай | 7 873 | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 15,7 | 12,9 | 10,7 | 11,5 | 12,6 | 13,2 |
| Shanghai Pudong Bank | Китай | 25 377 | 2,5 | 2,1 | 1,7 | 12,2 | 10,4 | 8,5 | 23,7 | 22,4 | 23,5 |
| Прочие развивающиеся рынки (GEM) | | | | | | | | | | | |
| Erste Bank | Австрия | 14 477 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 11,0 | 11,9 | 8,1 | 8,4 | 7,9 | 10,5 |
| Raiffeisen Intl | Австрия | 7 729 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 41,8 | 21,9 | 7,7 | 2,1 | 3,7 | 12,1 |
| NBG | Греция | 13 498 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 7,6 | 7,1 | 5,6 | 17,6 | 16,4 | 19,1 |
| Piraeus Bank | Греция | 2 896 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 8,7 | 7,8 | 5,5 | 7,4 | 8,0 | 11,6 |
| BRD | Румыния | 3 472 | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 12,1 | 10,1 | 9,1 | 21,3 | 19,2 | 19,1 |
| Hong Leong Bank | Малайзия | 3 774 | 2,2 | 2,0 | 1,8 | 13,3 | 11,8 | 11,8 | 15,8 | 15,4 | 15,7 |
| Malayan Banking | Малайзия | 14 085 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 15,9 | 13,7 | 13,7 | 9,2 | 11,5 | 12,4 |
| Industrial Bank of Korea | Южная Корея | 6 166 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 11,3 | 6,8 | 5,8 | 8,4 | 12,0 | 12,6 |
| Korean Exchange Bank | Южная Корея | 7 342 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 11,0 | 10,2 | 8,4 | 10,7 | 11,3 | 11,7 |
| Banco Santander Chile | Чили | 11 679 | – | – | – | 14,4 | 13,6 | 12,4 | 25,8 | 25,4 | 26,6 |
| Среднее по России | | | 1,5 | 1,5 | 1,3 | >100 | 19,9 | 8,8 | 2,8 | 8,1 | 15,7 |
| Среднее по GEM | | | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 13,1 | 11,2 | 8,4 | 13,8 | 13,6 | 17,1 |
| Среднее по БРИК | | | 2,1 | 1,9 | 1,7 | 12,1 | 10,3 | 8,4 | 19,8 | 19,8 | 21,0 |
| Среднее по EMEA | | | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 12,9 | 11,0 | 8,9 | 13,8 | 13,6 | 16,9 |
| Премия Сбербанка к аналогам с GEM | | | 40% | 26% | 19% | – | 22% | 0% | -76% | 21% | 27% |
| Премия Сбербанка к аналогам из БРИК | | | 21% | 10% | -2% | >100% | 33% | 0% | -83% | -17% | 3% |
| Премия Сбербанка к аналогам из EMEA | | | 38% | 22% | 12% | >100% | 24% | -4% | -76% | 21% | 28% |
| Премия ВТБ к аналогам с GEM | | | -15% | -10% | -5% | – | >100% | 24% | – | -64% | -22% |
| Премия ВТБ к аналогам из БРИК | | | -26% | -21% | -22% | – | >100% | 24% | – | -75% | -37% |
| Премия ВТБ к аналогам из EMEA | | | -16% | -12% | -11% | – | >100% | 18% | – | -64% | -21% |

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Поскольку Сбербанк и ВТБ сильно опередили в росте российские банковские акции и приблизились в оценке к аналогам из развивающихся стран, ответ на вопрос, смогут ли они вновь стать лидерами роста в 2010 году, зависит от того, как будет развиваться российская экономика в сравнении с экономиками других стран, в том числе развивающихся. Кроме того, полезно рассмотреть, каковы прежде были значения коэффициентов “цена / капитал” и “цена / прибыль” Сбербанка и ВТБ и как они соотносились с оценкой банков из развивающихся стран, включая БРИК.

В СРАВНЕНИИ С ПОКАЗАТЕЛЯМИ ПРОШЛЫХ ЛЕТ БАНКИ НЕ ПЕРЕОЦЕНЕНЫ

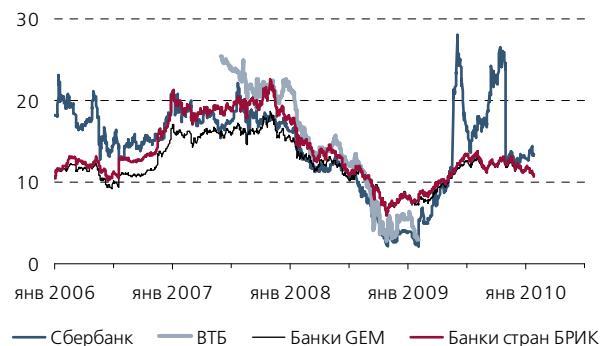
Еще в начале 2007 года, когда котировки акций банка устойчиво превышали \$4,00, значение коэффициента “цена / капитал текущего года” держалось выше 6,0. Большую часть 2007 года оно снижалось и, по сути, сравнивалось со средним по другим банкам из развивающихся стран, составлявшим около 4,0. В 2008 году – начале 2009 года мультипликаторы банков этой группы уменьшались, но падение коэффициента Сбербанка отличалось особенной стремительностью: в феврале 2009 года он составлял уже около 0,5. Именно тогда мы опубликовали обзор “Сбербанк и ВТБ - Привлечение нового капитала? Определенно возможно”, в котором настоятельно рекомендовали покупать акции Сбербанка. Последовал отскок, приведший к тому, что Сбербанк вновь стал вровень с банками из развивающихся стран и, в частности, стран БРИК (около 2,0). У ВТБ коэффициент “цена / капитал”, составивший при первичном публичном размещении более 3,0 и неуклонно снижавшийся вплоть до весны 2009 года, тоже начал восстанавливаться, но не так уверенно и сегодня составляет 1,5, по-прежнему уступая показателям Сбербанка и банков с развивающихся рынков.

Коэффициент “цена / капитал текущего года” Сбербанка, ВТБ и банков с развивающихся рынков



Источник: Thomson, Тройка Диалог

Коэффициент “цена / прибыль текущего года” Сбербанка, ВТБ и банков с развивающихся рынков



Источник: Thomson, Тройка Диалог

В 2006–2007 годах, когда экономика России быстро росла, премия Сбербанка к банкам из стран БРИК и с GEM доходила до 100%, а к концу 2007 года сократилась почти до нуля. В разгар кризиса Сбербанк оценивался уже с 100%-м дисконтом, который теперь тоже обнулится. Зная о былой изменчивости, трудно прогнозировать, как Сбербанк будет в дальнейшем оцениваться по отношению к банкам-аналогам. Довольно уверенно можно сказать одно: в ближайшее время мультипликатор “цена / капитал” Сбербанка не вернется на уровень 5,0–6,0.

Иначе вел себя коэффициент “цена / прибыль текущего года”. До конца 2007 года расхождение между его значениями для Сбербанка, ВТБ и банков с развивающихся рынков было сравнительно небольшим, в 2008 году – начале 2009 года наблюдалась тесная корреляция, а затем в случае Сбербанка этот мультипликатор достиг уровней, намного превышающих среднее по аналогам, тогда как в случае ВТБ потерял смысл: у банка возник чистый убыток.

Какое же значение коэффициента “цена / капитал 2010о” подразумевается нашими целевыми ценами акций Сбербанка (\$4,00 за акцию) и ВТБ (\$5,78 за ГДР)? У Сбербанка оно составляет 2,8 – уровень вполне достижимый: во-первых, как показывает исторический анализ, для

банка он не будет чем-то новым, во-вторых, в ближайшие два года прибыль Сбербанка будет уверенно расти, а его реструктуризация, по сути, еще только началась, что оправдывает оптимизм в оценке банка.

Для ВТБ рассматриваемый коэффициент равен 1,6, что тоже не противоречит показателям прошлых лет и оценке банков-аналогов.

Оценка

Мы по-прежнему оцениваем Сбербанк и ВТБ на основе модели роста Гордона, используя следующие допущения.

- **Долгосрочные темпы роста.** Значение этого параметра неизменно – 5,0% годовых. Это подразумевает, что в долгосрочной перспективе банковский сектор будет развиваться быстрее, чем экономика в целом. Причина в большом потенциале роста рынка банковских услуг: уровень охвата потребителей низок.
- **Безрисковая ставка доходности.** Безрисковая ставка доходности составляет по-прежнему 5,75%.
- **Премия за риск инвестиций в российские акции.** Премия принята равной 6,75% для Сбербанка и 7,00% для ВТБ, чья бизнес-модель рискованнее, а прибыль труднее поддается прогнозированию. Таким образом, стоимость капитала для Сбербанка составляет 12,50%, для ВТБ – 12,75%.
- **Долгосрочная рентабельность капитала.** Долгосрочная рентабельность капитала приравнена к рентабельности капитала в 2012 году, которая составляет 22,4% у Сбербанка и 17,6% у ВТБ.
- **Дисконт привилегированных акций.** В связи с включением привилегированных акций Сбербанка в расчетную базу индекса MSCI Russia мы уменьшили их справедливый дисконт к обычному с 25% до 20%.

| Оценка Сбербанка и ВТБ | | |
|---|-----------------|----------------|
| | Сбербанк | ВТБ |
| Обыкновенные акции, млн. шт. | 21 585 | 10 460 541 |
| Привилегированные акции, млн. шт. | 1 000 | – |
| Долгосрочные темпы роста | 5,0% | 5,0% |
| Стоимость капитала | | |
| Долгосрочная стоимость капитала | 12,50% | 12,75% |
| Безрисковая ставка доходности | 5,75% | 5,75% |
| Премия за риск инвестиций в акции | 6,75% | 7,00% |
| Долгосрочная рентабельность капитала | 22,4% | 17,6% |
| Целевой коэффициент "цена / капитал" | 2,3 | 1,6 |
| Целевая рын. капит. в 2011 г., \$ млн. | 112 468 | 38 028 |
| Коэффициент дисконта | 0,80 | 0,79 |
| Дисконтированная целевая рын. капит., \$ млн. | 89 670 | 30 191 |
| Обыкновенные акции (ГДР) | | |
| Целевая цена, \$ | 4,00 | 5,78 |
| Текущая цена, \$ | 2,91 | 5,02 |
| Потенциал роста | 37% | 15% |
| Рекомендация | ПОКУПАТЬ | ДЕРЖАТЬ |
| Привилегированные акции | | |
| Целевая цена, \$ | 3,20 | – |
| Текущая цена, \$ | 2,40 | – |
| Потенциал роста | 33% | – |
| Рекомендация | ПОКУПАТЬ | – |

Источник: Тройка Диалог

Целевая цена, рассчитанная на основе скорректированной модели роста Гордона, составляет \$4,00 за обыкновенную и \$3,20 за привилегированную акцию Сбербанка (прежде соответст-

венно \$3,05 и \$2,29). Потенциал роста равен 33–37%, и мы по-прежнему рекомендуем ПОКУПАТЬ обе бумаги. Целевая цена ГДР ВТБ изменена с \$4,64 до \$5,78, что на 15% выше текущей рыночной стоимости этих бумаг. Рекомендация – ДЕРЖАТЬ.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ КАТАЛИЗАТОРЫ РОСТА

Все катализаторы роста акций Сбербанка и ВТБ, которые могут появиться в ближайшие месяцы, представляются нам довольно слабыми, по крайней мере в краткосрочном плане.

- **Запуск программы депозитарных расписок Сбербанка.** Подготовка к нему в 2010 году, конечно, продолжится, но, как отмечалось в октябрьском обзоре *“Сбербанк – Три возможных шага до листинга расписок”*, дело это не скорое, так что до конца года полноценной программы ликвидных депозитарных расписок банк иметь не будет.
- **Внедрение опционной программы для менеджеров.** Недавно министр финансов Алексей Кудрин заявил, что в 2010 году будут одобрены опционные программы для руководства Сбербанка и ВТБ, разрабатываемые, судя по всему, на правительственном уровне. Хотя мы в целом положительно оцениваем этот способ мотивации банковских менеджеров, опционная программа служит лишь долгосрочным дополнением к инвестиционной привлекательности банков, а не краткосрочным катализатором роста их акций.
- **Продажа госпакетов акций.** На Всемирном экономическом форуме в Давосе между председателем правления Сбербанка Германом Грефом и министром финансов Алексеем Кудриным произошел любопытный обмен мнениями о будущем госбанков. Герман Греф призвал правительство в течение нескольких лет продать доли в капитале госбанков, причем начать со Сбербанка. В настоящее время государство через ЦБ контролирует 60% акций Сбербанка, тогда как, по мнению Германа Грефа, достаточно было бы и блокирующего пакета (25% + 1 акция). Алексей Кудрин парировал, что продавать госпакеты акций банков рано. Со временем, по его словам, дело дойдет и до приватизации, но первым в очереди стоит ВТБ, в капитале которого государству принадлежит 85,5%-я доля. Мы полагаем, что правительство действительно рассмотрит возможность сокращения своего участия в госбанках на протяжении ближайших лет и почти наверное начнет с ВТБ, продав 7% его акций, которые государство получило в сентябре 2009 года, внося в капитал банка 180 млрд. руб. Нам представляется, что этот пакет будет продан в 2011 году. Приватизация Сбербанка – вопрос более щекотливый. Скорее всего, первым шагом станет сокращение доли ЦБ с 60% до 50% + 1 акция, что при нынешних ценах позволило бы выручить \$6–7 млрд. Однако произойдет это, скорее всего, не ранее 2012 года.
- **Привилегированные акции Сбербанка.** В декабре дисконт привилегированных акций Сбербанка к обыкновенным сократился до менее чем 10% (позднее, правда, он увеличился до 18%). Поскольку привилегированные акции банка теперь включены в расчетную базу индекса MSCI, мы считаем, что их дисконт должен составлять 20%, каким он был ранее в тот период, когда эти бумаги входили в состав индекса MSCI.

Макроэкономика и ситуация в банковской отрасли

Макроэкономические параметры улучшаются

Хорошие перспективы российского банковского сектора обусловлены в первую очередь ожидаемым улучшением основных макроэкономических параметров.

- Рост ВВП в 2010 году составит не менее чем 5% благодаря приблизительно 5%-му увеличению потребления и инвестиций в основные фонды.
- Ожидается увеличение промышленного производства. Восходящая тенденция наметилась еще в 2П09, и в декабре 2009 года объем промпроизводства превысил уровень годичной давности на 2,7%. В 2010 году рост этого показателя, по нашим прогнозам, составит по меньшей мере 5%. Увеличивается и внутренний спрос: в декабре 2009 года инвестиционная активность и оборот розничной торговли были намного более высокими, чем месяцем ранее.
- Инфляция продолжит замедляться: по итогам 2010 года она, как мы полагаем, составит 6–7%. Благодаря устойчивой дезинфляции цикл смягчения кредитно-денежной политики в России еще не завершен, что придает отечественному фондовому рынку особую привлекательность. В ближайшие месяцы мы ожидаем уменьшения ставки рефинансирования ЦБ, составляющей сейчас 8,5%, еще на 100–150 б. п., что приведет к дальнейшему снижению стоимости заимствований. В СМИ, правда, уже обсуждаются перспективы ужесточения кредитно-денежной политики, однако, на наш взгляд, в 2010 году в нем едва ли возникнет необходимость, особенно если правительство в соответствии со своими намерениями не станет увеличивать бюджетные расходы.
- Растет спрос на рубли. За ноябрь 2009 года денежная масса увеличилась на 2,5% и превысила уровень годичной давности на 7,5% вследствие усиления спроса на российскую валюту и уверенности участников рынка в том, что макроэкономическая стабилизация – явление долговременное. По нашим прогнозам, в 2010 году М2 вырастет на 15–20%.
- Дефицит бюджета по итогам 2009 года оказался меньшим, чем ожидало правительство, – 2,3 трлн. руб. (\$107 млрд.). В Резервном фонде и Фонде национального благосостояния в конце года находилось в общей сложности \$152 млрд. Если оправдаются наши ожидания, согласно которым средняя цена нефти в 2010 году будет равна \$70 за баррель, а ВВП вырастет на 5%, то дефицит бюджета не превысит 1,2 трлн. руб. (\$41 млрд.) и его можно будет полностью покрыть за счет средств Резервного фонда.
- По нашему мнению, в 2010 году обменный курс рубля будет, по сути, свободно плавающим (ЦБ начнет его активно корректировать, только если нефть подорожает слишком сильно). Ввиду явного стремления ЦБ свести к минимуму валютные интервенции и либерализовать обменный курс, мы ожидаем сохранения высокой волатильности последнего. На конец 2010 года его значение, по нашим прогнозам, будет составлять 29,00 руб. за доллар.

Банковский сектор: возобновление роста и смена приоритетов

В 2010 году положение российских банков, на наш взгляд, будут определять следующие факторы.

ПОСЛЕДСТВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ССУД ПРОДОЛЖАЮТ ВЫЯВЛЯТЬСЯ

В 3К09 качество активов освещаемых нами банков изменялось по-разному, но в своих прогнозах их менеджеры единодушны: в 4К09–1К10 рост объема просроченных ссуд замедлится, а резервы на возможные потери по ним достигнут максимума в 1П10. Однако недавно председатель правления Сбербанка Герман Греф заявил, что к концу 2010 года доля просроченных ссуд в портфеле российских банков может превысить 20%. Конечно, эта оценка основана на консервативных макроэкономических прогнозах и не должна рассматриваться вне контекста всего высказывания главы Сбербанка, но она подтверждает вывод, сделанный нами в ноябрьском обзоре *“Российские банки малой капитализации – В ожидании перемен к лучшему”*: проблема качества активов еще отнюдь не разрешена.

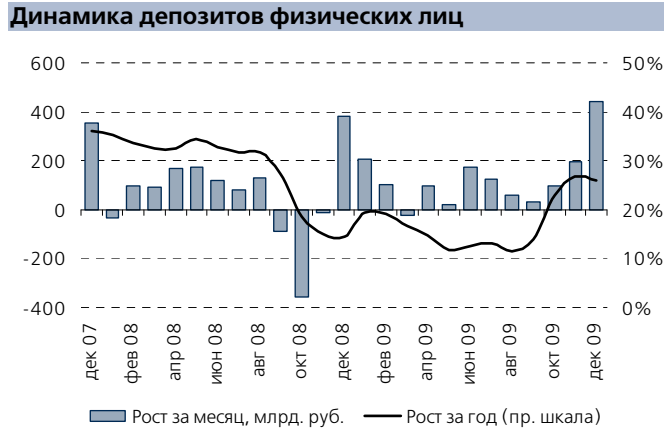
Тем не менее своей основной задачей на 2010 год банки ставят уже не столько экстренные меры по сохранению платежеспособности и сдерживанию роста просроченных ссуд, сколько планомерное управление огромным портфелем реструктурированных кредитов. Не все банки справятся с этой задачей одинаково хорошо, но сектору в целом, вероятно, уже не потребуются господдержка в прошлогодних объемах, тем более что задолженность российских экономических агентов остается умеренной – 39% от ВВП.

ПОВЫШАЮТСЯ ПРОЦЕНТНЫЕ РИСКИ

Впервые с середины 1990-х годов российские банки сталкиваются с быстрым замедлением инфляции и снижением процентных ставок. И хотя данные ЦБ РФ свидетельствуют о том, что в целом по сектору обязательства и активы хорошо сбалансированы по дюрации, у некоторых банков возникают опасные разрывы: они все еще платят высокие проценты по депозитам, тогда как доходность кредитных портфелей быстро снижается, поскольку заемщики досрочно погашают ссуды, привлеченные под более высокие проценты, стремясь рефинансировать их по более низкой ставке. Для таких банков снижение ставок ЦБ создает значительный риск, и им будет трудно сохранить маржу, а возможно, и рентабельность на приемлемом уровне.

ПРИТОК СРЕДСТВ НА ДЕПОЗИТЫ ВНУШАЕТ ОПТИМИЗМ

Предварительные данные Агентства по страхованию вкладов (АСВ) свидетельствуют о значительном увеличении объема депозитов физических лиц в декабре 2009 года: оно составило 444 млрд. руб. (\$15 млрд.), а значит, по итогам 2009 года вклады населения выросли на 26%. В Сбербанке, согласно отчетности по РСФО за 4К09, депозиты физических лиц в декабре увеличились на 233 млрд. руб. Даже с поправкой на ярко выраженную сезонность притока-оттока сбережений данные за ноябрь – декабрь 2009 года определенно указывают на улучшение динамики депозитов. Наряду с относительной стабилизацией экономики, вкладчиков, по-видимому, привлекло то, что реальные ставки по депозитам впервые за многие годы стали положительными.

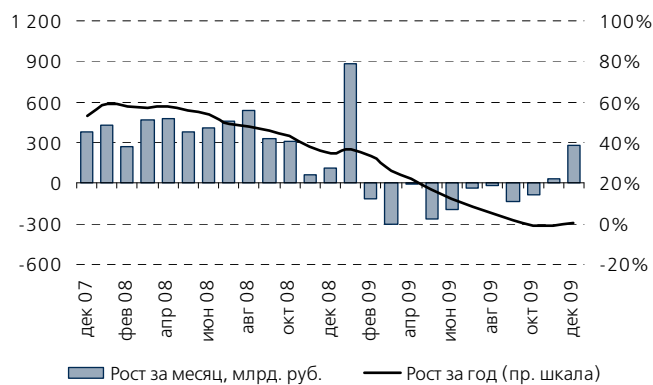


Источник: ЦБ РФ, Тройка Диалог

УВЕЛИЧЕНИЕ ОБЪЕМОВ КРЕДИТОВАНИЯ СНОВА НА ПОВЕСТКЕ ДНЯ

Рост депозитов, особенно в условиях дезинфляции, должен рано или поздно побудить банки к активизации кредитной деятельности. В беседах с нами руководители банков с редким единодушием говорили о том, что в 2010 году первоочередной задачей становится не столько борьба с ростом просроченной задолженности, сколько увеличение объемов кредитования. Между тем решение этой задачи может оказаться совсем не простым: сегодня кредитов по-прежнему выдается меньше, чем погашается. Для возобновления роста кредитования нужен целый ряд условий. В частности, заемщики и кредиторы должны иметь доверие друг к другу и считать приемлемым риск, связанный с получением (предоставлением) ссуды. Хотя такое доверие восстановилось не вполне, можно предположить, что, поскольку спреды облигаций сильно сузились и большого дохода инвестиции в эти бумаги уже не принесут, банки будут все охотнее направлять средства вкладчиков на выдачу кредитов. Менеджеры освещаемых нами банков прогнозируют, что в 2010 году ссудные портфели увеличатся на 15–20%, и мы не считаем такую оценку завышенной.

Данные, недавно представленные первым заместителем председателя ЦБ Алексеем Улюкаевым, свидетельствуют о том, что в 2009 году ссудный портфель российских банков увеличился на 0,2%. Отсюда следует, что в декабре кредитная активность заметно возросла: в последний месяц года прирост должен был составить 276 млрд. руб. (\$9 млрд.), или 1,7%. Это подтверждает наше ощущение, что в октябре уменьшение объемов кредитования прекратилось и в ноябре начался медленный рост. Впрочем, как бы ни обнадеживали нас декабрьские результаты, не следует забывать о том, что восстановление кредитного рынка только началось и что месячный объем выдаваемых кредитов даже в декабре был намного меньше среднего за 10М08, составлявшего 400 млрд. руб.

Динамика объема выданных кредитов

Источник: ЦБ РФ, Тройка Диалог

СОКРАЩЕНИЕ ИЗДЕЖЕК СМЕНИТСЯ РОСТОМ

В 2009 году банки добились больших успехов в сокращении издержек: в нашей шестерке только у ВТБ, который завершал формирование инвестиционно-банковского подразделения, расходы по итогам 9М09 превысили уровень годичной давности. Контролировать издержки, возможно, станет сложнее в 2010 году, в условиях роста экономики, усиления конкуренции за квалифицированных сотрудников и возобновления приостановленных в 2009 году программ развития и модернизации бизнеса, предусматривающих увеличение операционных расходов и затрат на информационно-технологическое обеспечение. Некоторые банки уже сообщили, что с начала года повысили зарплаты. Мы полагаем, что в нашей группе рост расходов по итогам года составит 13–17%.

Расходы российских банков за 9М09

| | Рост расходов, % к 9М08 | Расходы / доходы | Расходы / средние активы | Изменение числ-сти персонала за 9М09 |
|------------------------|-------------------------|------------------|--------------------------|--------------------------------------|
| Сбербанк | -0,7% | 34,4% | 3,3% | -5,4% |
| ВТБ | 12,2% | 43,6% | 1,9% | -4,4% |
| Банк "Возрождение" | -12,5% | 44,2% | 4,3% | -6,6% |
| Банк "Санкт-Петербург" | -4,7% | 24,1% | 1,6% | 3,6% |
| МДМ Банк | -18,0% | 44,1% | 3,3% | - |
| Банк Москвы | -3,8% | 37,0% | 1,8% | -6,5% |

Источник: банки, Тройка Диалог

ОЖИДАЕТСЯ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ РОСТ ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ

По нашим оценкам, большую часть 1П10 банки продолжают активно наращивать резервы. Есть слабая надежда, что с 2П10 начнется их расформирование, но в значительных масштабах оно произойдет, скорее всего, только в 2011 году. Тем не менее накопление резервов замедлится, что станет основным двигателем роста прибыли рассматриваемых нами банков, у которых в 2010 году мы ожидаем заметного увеличения рентабельности капитала: в случае Сбербанка и Банка "Возрождение" этот показатель может достигнуть 13–18%.

ПРОГНОЗЫ РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ НА 2010 ГОД

- **Кредитование.** В ЦБ считают вполне вероятным 20%-й рост объемов кредитования в 2010 году, особенно учитывая, что в 2009 году ссудный портфель банков почти не увеличился. Бесспорные признаки восстановления кредитной активности появятся, вероятно, в конце 1К10 – начале 2К10: кредитование оживляется, как правило, через некоторое время после возобновления экономического роста, а оно началось в 4К09.
- **Счета и депозиты физических лиц.** АСВ прогнозирует, что рост депозитов физических лиц в 2010 году составит 20% по сравнению с 26% в 2009 году.

- **Счета и депозиты юридических лиц.** ЦБ ожидает роста денежной базы в 2010 году на 10–15%.
- **Резервы.** В 2010 году, по прогнозам ЦБ, возможно частичное расформирование банковских резервов. По словам заместителя председателя ЦБ Алексея Улюкаева, в ближайшее время будет принято решение о повышении и дифференциации нормативов ФОР.
- **Процентные ставки.** В 1П10 ЦБ, скорее всего, продолжит снижать ставку рефинансирования. Величина снижения будет зависеть от макроэкономической ситуации и движения капитала. Процентные ставки по рублевым депозитам, вероятно, опустятся ниже 10%, но останутся положительными в реальном выражении.
- **Капитал.** ЦБ не видит насущной необходимости в увеличении капитала банков за счет ОФЗ: по его мнению, капитализация сектора удовлетворительна. С 1 июля 2010 года планируется новая методика расчета коэффициента достаточности капитала, соответствующая нормативам Базель II. В результате коэффициент достаточности общего капитала, который в настоящее время составляет 21%, уменьшится приблизительно на 6 п. п., в чем ЦБ не усматривает опасности.
- **Реорганизация и санация.** По мнению АСВ, в 2010 году государству не придется покупать банки, стоящие на грани банкротства. При необходимости АСВ может потратить на реорганизацию проблемных кредитных организаций неиспользованные ресурсы, составляющие 65 млрд. руб., но приоритетным направлением своей деятельности агентство считает санацию и продажу ранее национализированных банков, которую предполагается завершить до конца 2012 года.

Сбербанк и ВТБ: подробный анализ

В этом разделе мы рассмотрим динамику операционных показателей ВТБ и Сбербанка и готовность банков к решению проблем, стоящих перед ними в 2010 году. Начнем с краткого обзора последней отчетности Сбербанка – результатов 4К09 по РСФО.

Отчетность Сбербанка за 4К09 по РСФО: новые успехи

Отчетность Сбербанка по РСФО за 4К09 и 2009 год свидетельствует о том, что банк продолжало добиваться успехов в тех областях операционной деятельности, которые мы считали для него в 2009 году ключевыми. Операционный доход до создания резервов увеличился на 30% по сравнению с уровнем годичной давности, основной доход вырос за квартал на 9%, что в сочетании с хорошим контролем над расходами (их удалось снизить на 3% по сравнению с показателем 4К08) позволило Сбербанку в октябре – декабре, оставаясь прибыльным, продолжать активное формирование резервов (они увеличились на 2%).

Результаты Сбербанка за 4К09 и 2009 год по РСФО, млрд. руб.

| | 2009 | 2008 | Изм. | 4К09 | 3К09 | Изм. |
|--|--------|--------|------|--------|--------|-------|
| Отчет о прибылях и убытках, млн. руб. | | | | | | |
| Процентный доход | 768,4 | 575,6 | 34% | 201,4 | 193,0 | 4% |
| Процентные расходы | -311,6 | -240,6 | 30% | -77,6 | -75,9 | 2% |
| Чистый процентный доход до создания резервов | 456,8 | 334,9 | 36% | 123,3 | 117,6 | 5% |
| Расходы на создание резервов | -383,9 | -134,1 | 186% | -102,4 | -100,3 | 2% |
| Чистый процентный доход после создания резервов | 72,9 | 200,8 | -64% | 20,9 | 17,3 | 21% |
| Комиссионный доход | 143,1 | 130,1 | 10% | 44,0 | 35,8 | 23% |
| Доход от торговых операций | 42,2 | 25,3 | 67% | 33,6 | 5,8 | >100% |
| Прочие операционные доходы | 5,1 | 13,6 | -63% | 1,3 | 1,2 | 12% |
| Операционный доход | 263,3 | 369,8 | -29% | 99,9 | 60,1 | 66% |
| Операционные расходы | -220,0 | -226,3 | -3% | -68,5 | -55,2 | 24% |
| Прибыль до налогов | 43,3 | 143,5 | -70% | 31,4 | 4,9 | >100% |
| Чистая прибыль | 36,2 | 108,2 | -67% | 27,1 | 3,8 | >100% |
| Балансовый отчет | | | | | | |
| Активы | 7 110 | 6 722 | 6% | - | 6 723 | 6% |
| Ссуды | 5 418 | 5 238 | 3% | - | 5 525 | -2% |
| Ссуды юридическим лицам | 4 249 | 3 981 | 7% | - | 4 355 | -2% |
| Ссуды физическим лицам | 1 170 | 1 257 | -7% | - | 1 170 | 0% |
| Ценные бумаги | 1 052 | 513 | 105% | - | 707 | 49% |
| Депозиты физических лиц | 3 776 | 3 124 | 21% | - | 3 420 | 10% |
| Средства юридических лиц | 1 724 | 1 800 | -4% | - | 1 680 | 3% |
| Собственный капитал | 863 | 776 | 11% | - | 810 | 7% |
| Коэффициенты | | | | | | |
| Чистая процентная маржа | 7,5% | 6,5% | - | 7,8% | 7,7% | - |
| Расходы / доходы | 34,0% | 45,5% | - | 33,9% | 34,0% | - |
| Рентабельность среднего капитала | 4,4% | 15,3% | - | 13,0% | 1,9% | - |
| Резервы / валовые ссуды | 10,9% | 4,4% | - | - | 8,9% | - |
| Доля просроченных ссуд | 4,4% | 1,6% | - | - | 3,7% | - |
| Расходы на создание резервов / средние валовые ссуды | 6,7% | - | - | 7,5% | 7,3% | - |

Примечание. Чистая прибыль рассчитана без учета событий после отчетной даты. Чистая процентная маржа рассчитана как отношение чистого процентного дохода к сумме средних ссуд и ценных бумаг на балансе банка.

Источник: компания, Тройка Диалог

На наши прогнозы результатов 4К09 по РСФО отчетность по российским стандартам влияет главным образом в следующем.

Доход от операций с ценными бумагами зафиксирован

Чистая прибыль Сбербанка за 2009 год составила 36,2 млрд. руб. (\$1,3 млрд.), что заметно выше прогноза руководства, составлявшего около 20 млрд. руб. Эта сумма, однако, уменьшается с учетом событий после отчетной даты, в частности отложенных налоговых обязательств. В декабре банк получил значительную чистую прибыль (17,7 млрд. руб.), в основном

благодаря доходу от торговых операций в размере 27 млрд. руб. (\$900 млн.), но большую часть последней суммы составляют не собственно декабрьские доходы, а доход предыдущих периодов, который прежде учитывался на счете капитала, а в конце года был признан.

Анализ отчетности за 3К09 по МСФО подтверждает существование на отчетную дату непризнанного дохода в размере 27,7 млрд. руб. от операций с ценными бумагами, имеющимися в наличии для продажи. Мы полагаем, что после реализации таких бумаг (или признания дохода от их реализации) большая часть этой суммы будет отражена как доход от торговых операций в отчете о прибылях и убытках за четвертый квартал.

Мы положительно оцениваем то, что Сбербанк зафиксировал доход по ценным бумагам, который в конечном счете увеличивает одну из составляющих капитала – нераспределенную прибыль. Впрочем, с практической точки зрения эта операция не имеет последствий для собственного капитала банка: созданный по справедливой стоимости резерв под ценные бумаги, имеющиеся в наличии для продажи, уменьшается приблизительно на ту же величину, на которую увеличивается нераспределенная прибыль.

Завершая разбор операций Сбербанка с ценными бумагами, отметим тенденцию к сокращению в структуре его портфеля доли государственных и субфедеральных облигаций и увеличению доли более рискованных и высокодоходных корпоративных (часть кредитов оформлялась как покупка долговых обязательств). За 2009 год стоимость портфеля ценных бумаг увеличилась более чем вдвое и достигла 1 052 млрд. руб. (\$35 млрд.), при этом стоимость корпоративных облигаций на 31 декабря составляла \$10 млрд., или 28% (в конце 2008 года – 17%), государственных и субфедеральных – \$24 млрд., или 70% (годом ранее – 80%), акций – \$400–500 млн., или чуть более 1% (за год их доля почти не изменилась).

В случае ВТБ решение зафиксировать доход по операциям с ценными бумагами не привело бы к значительному изменению показателей прибыли: анализ отчетности банка за 3К09 по МСФО показывает, что сумма непризнанного дохода от операций с ценными бумагами, имеющимися в наличии для продажи, составляла всего 0,6 млрд. руб.

ПРОДОЛЖАЕТСЯ БЫСТРЫЙ РОСТ ОСНОВНОГО ДОХОДА

За всеми перипетиями, связанными с учетом дохода от торговых операций, не следует упускать из виду того, что в 4К09 Сбербанк вновь продемонстрировал отличную динамику основного дохода. За квартал чистый процентный доход до создания резервов и комиссионный доход увеличились в сумме на 9%, что мы считаем превосходным результатом (в третьем квартале рост составил 5%). Комиссионный доход вырос на 23%, но здесь статистику определенно подправили сезонные факторы, в сравнении же с показателем 4К08 прирост был намного более скромным – 10%. Напротив, превышение уровней годичной давности чистым процентным доходом и операционным доходом до создания резервов в 4К09 вновь составило по крайней мере 30% (точнее, 36% и 30% соответственно).

МАРЖА ОСТАЕТСЯ ОЧЕНЬ ВЫСОКОЙ

Ввиду неполноты квартальной отчетности по РСФО мы не можем рассчитать чистую маржу с той же точностью, что при использовании отчетности по МСФО. Все же если оценивать ее как отношение чистого процентного дохода к средним активам или к средней суммарной стоимости портфелей кредитов и ценных бумаг, то можно сделать вывод об ее отличной динамике в 4К09: маржа даже немного превысила уровень предыдущего квартала – великолепный результат.

Это устраняет сомнения в реалистичности нашего прогноза маржи на 2010 год, который, напомним, предусматривает, что чистая процентная маржа Сбербанка хотя и уменьшится из-за снижения ставок, но только на 90 б. п. – с 7,8% до 6,9%.

КАЧЕСТВО АКТИВОВ: ОЧЕНЬ НЕБОЛЬШОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА РЕЗЕРВОВ В 4К09

Данные о доле просроченных ссуд по РСФО (4,4% на конец 2009 года) мы оставляем без внимания по причине их малой информативности, но анализ динамики резервов считаем полезным. В 4К09 банк увеличил резервы на возможные потери по ссудам на 98 млрд. руб. (\$3,3 млрд.), что на 14% меньше прироста, зафиксированного по итогам 3К09 (114 млрд. руб.). Однако отчет о прибылях и убытках, в котором учитываются резервы на возможные потери по несудным активам, показывает, что общий объем отчислений в резерв увеличился за квартал на 2% – с 100 млрд. руб. до 102 млрд. руб. Таким образом, отчисления в четвертом квартале составили 7,5% средних валовых ссуд, а резервы увеличились с 8,9% до 10,9% валовых ссуд.

На основании этих данных мы немного улучшаем прогноз резервов на 4К09 по МСФО, памятуя, однако, о предостерегающих заявлениях председателя правления Сбербанка Германа Грефа, касавшихся размера резервов в 2010 году, и низкой вероятности роспуска резервов в 2П09, подчеркивавшейся в официальном сообщении банка. В том же сообщении говорилось, что резервы Сбербанка достигнут максимума в 12–14% валовых ссуд в конце 1П10. Такая оценка соответствует нашим ожиданиям и прогнозу, ранее обнародованному заместителем председателя правления банка по финансовым вопросам Антоном Карамзиным.

В НОЯБРЕ – ДЕКАБРЕ ССУДНЫЙ ПОРТФЕЛЬ УМЕНЬШИЛСЯ НА \$3,0 МЛРД.

В 4К09 ссудный портфель Сбербанка уменьшался из месяца в месяц, причем особенно значительное, 1,3%-е, сокращение произошло в декабре. В результате годовой прирост чуть превысил 3,0%: ссуды юридическим лицам увеличились на 7%, ссуды физическим – на столько же уменьшились. Впрочем, наиболее интересные сведения содержались не в отчетности, а в сопровождавшем ее пресс-релизе: как выясняется, в ноябре – декабре объем погашенных ссуд превысил объем выданных, что привело к уменьшению размера портфеля на 100 млрд. руб. (\$3,3 млрд.).

Это – наглядная иллюстрация того, как трудно в нынешних условиях расширять кредитование, о чем в беседах с нами говорили представители других банков. Сбербанк находится еще в менее выгодном положении, чем конкуренты, поскольку его крупнейшие корпоративные клиенты в последнее время вновь получили доступ к зарубежным рынкам капитала. Несмотря на это, мы по-прежнему прогнозируем, что в 2010 году ссудный портфель Сбербанка увеличится на 19%. Прогноз тем реалистичнее, что база 2009 года оказалась меньшей, чем ожидалось.

ДЕПОЗИТЫ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ РАСТУТ ОБНАДЕЖИВАЮЩЕ ВЫСОКИМИ ТЕМПАМИ

Отчетность по РСФО подтвердила то, о чем и прежде говорили представители Сбербанка: декабрь ознаменовался очень значительным увеличением средств на счетах и депозитах физических лиц. Согласно отчетности, чистый приток составил 233 млрд. руб. (\$7,7 млрд.), благодаря чему годовой прирост вкладов населения достиг 21%. Даже с поправкой на несомненное влияние сезонных факторов, этот показатель настолько хорош, что не позволяет нам сомневаться в реалистичности нашего прогноза на 2010 год, предусматривающего прирост депозитов физических лиц на 19%. Мы полагаем, что в среднем по сектору рост будет несколько более быстрым: в январе 2010 года Сбербанк резко снизил ставки по вкладам, которые теперь на 200–300 б. п. ниже среднего. Низкие ставки по депозитам, безусловно, плюс для маржи Сбербанка, хотя и не так благоприятны для его доли на рынке.

К ДИНАМИКЕ РАСХОДОВ ПРЕТЕНЗИЙ НЕТ

Хотя сезонный рост расходов в четвертом квартале по отношению к третьему оказался более значительным, чем ожидалось (24%), сравнение с показателем годичной давности обнадеживает: за 2009 год Сбербанк сократил расходы на 3%, а соотношение расходов и доходов по РСФО составило 34%. В 2010 году, однако, рост расходов возобновится и составит, по нашим оценкам, 17%, а коэффициент “расходы / доходы” повысится до 40%.

Проблемы 2010 года

В данном разделе мы анализируем то, как основные проблемы, стоящие перед банковским сектором в 2010 году, преломляются в случае Сбербанка и ВТБ.

ПРОСРОЧЕННЫЕ ССУДЫ: ПРЕДСТОИТ “РАЗБОР ЗАВАЛОВ”?

В начале февраля Герман Греф предупредил, что к концу 2010 года доля просроченной задолженности на балансе российских банков может превысить 20%. Отчасти это было полемическим выпадом в сторону кредитно-денежных властей, отчасти – проявлением давней обеспокоенности председателя правления Сбербанка ростом “просрочки”. Еще в сентябре 2009 года он говорил: “Большую часть портфеля плохих долгов банки просто переносят на будущее, это нельзя назвать реструктуризацией. Следующий год можно назвать пиковым с точки зрения разбора завалов”.

Обоснованность его опасений отчасти подтверждается отчетностью ВТБ за 3К09 по МСФО. Хотя просроченная задолженность выросла на 35% меньше, чем в предыдущем квартале, и ее доля в портфеле банка увеличилась незначительно, с 7,8% до 8,4%, доля реструктурированных ссуд выросла с 2,9% до 8,3%, и ВТБ признал убыток по ним в размере 14,6 млрд. руб. (\$465 млн.). В ходе телеконференции, посвященной публикации отчетности, заместитель председателя правления ВТБ Герберт Моос сообщил, что по итогам 4К09 прирост доли реструктурированных ссуд, вероятно, составит около 3 п. п. и что возможно признание новых убытков вследствие обесценения ряда кредитов, по которым ранее менялись сроки погашения (речь шла о ссудах, предоставленных девелоперским компаниям, таким как ДОН-Строй и Система-Галс). Между тем у Сбербанка объем просроченной задолженности в 3К09 вырос на 47% меньше, чем в 2К09, доля просроченных ссуд увеличилась с 6,4% до 7,9%, а доля реструктурированных – с 10,0% лишь до 12,2%.

Изменение качества активов Сбербанка

| | 1К09 | 2К09 | 3К09 |
|--|---------|----------|----------|
| Ссуды, просроченные на 90 дней и более | 3,5% | 6,4% | 7,9% |
| <i>Рост за квартал</i> | 406% | 67% | -47% |
| Реструктурированные ссуды | 5,0% | 10,0% | 12,2% |
| <i>Рост за квартал</i> | - | - | ок. 50% |
| Резервы / валовые ссуды | 5,3% | 7,1% | 8,9% |
| Кэфф. покрытия резервами просроченных ссуд | 153% | 111% | 113% |
| Кэфф. покрытия резервами просроченных и реструктурированных ссуд | 63% | 43% | 44% |
| Расходы на создание резервов, млн. руб. | -90 755 | -100 802 | -109 718 |
| <i>Рост за квартал</i> | 47% | 11% | 9% |
| Расходы на создание резервов / средние валовые ссуды | 6,7% | 7,4% | 8,0% |

Источник: банк, Тройка Диалог

Изменение качества активов ВТБ

| | 1К09 | 2К09 | 3К09 |
|--|---------|---------|---------|
| Ссуды, просроченные на 90 дней и более | 3,1% | 6,0% | 7,8% |
| <i>Рост за квартал</i> | - | 99% | -35% |
| Реструктурированные ссуды | 0,8% | 2,9% | 8,3% |
| <i>Рост за квартал</i> | - | 656% | 166% |
| Резервы / валовые ссуды | 5,0% | 7,0% | 7,9% |
| Кэфф. покрытия резервами просроченных ссуд | 164% | 116% | 101% |
| Кэфф. покрытия резервами просроченных и реструктурированных ссуд | 128% | 79% | 49% |
| Расходы на создание резервов, млн. руб. | -49 200 | -47 400 | -42 400 |
| <i>Рост за квартал</i> | 72% | -4% | -11% |
| Расходы на создание резервов / средние валовые ссуды | 7,2% | 6,8% | 6,2% |

Примечание. Данные о резервах за 3К09 включают убыток по реструктурированным ссудам на сумму 14,9 млрд. руб.

Источник: банк, Тройка Диалог

Третий квартал 2009 года давно стал достоянием истории, однако приведенные цифры позволяют судить о том, как будет меняться качество активов Сбербанка и ВТБ на протяжении ближайших кварталов.

- В отличие от ВТБ, который ожидает новых убытков по реструктурированным кредитам в 4К09 и, возможно, 1К10, Сбербанк неизменно утверждает, что по реструктурированным ссудам несет очень небольшие убытки, а вопрос о возможности обесценения ссуд, по которым изменился только график погашения, не стоит.
- В 2К–3К09 ВТБ в абсолютном выражении сокращал отчисления в резерв, даже если рассчитывать их как сумму собственно расходов на создание резервов и признанных убытков по реструктурированным ссудам. У Сбербанка же отчисления в резерв по МСФО росли в абсолютном выражении на 10% в квартал, а в относительном (т. е. как доля от средних валовых ссуд) довольно значительно превысили показатель ВТБ.
- По этой причине у Сбербанка выше коэффициент покрытия просроченных ссуд резервами (113% против 101%), следовательно, в его случае больше надежд если не на расформирование, то на значительное замедление роста резервов в 2010 году. Правда, если к просроченным ссудам добавить реструктурированные, то у Сбербанка коэффициент покрытия резервами окажется более низким, чем у ВТБ (44% против 49%), однако у второго портфель реструктурированных ссуд растет быстрее и принесет новые убытки от обесценения.
- Мы по-прежнему моделируем, что в 2010 году у обоих банков расходы на создание резервов составят 3,75% средних валовых ссуд. Это подразумевает, что резервы Сбербанка достигнут 12,3% валовых ссуд, а резервы ВТБ – 10,6%. Такая оценка не противоречит прогнозам самих банков: Сбербанк считает, что на конец 1П10 его резервы будут составлять 12–14%, после чего их рост прекратится, ВТБ – что в 2010 году его резервы будут равны 10–12%.

ВАЖНЫМ РАЗЛИЧИЕМ МЕЖДУ БАНКАМИ ЯВЛЯЕТСЯ СООТНОШЕНИЕ РЕАЛЬНО ПОЛУЧЕННОГО И НАЧИСЛЕННОГО ДОХОДА

Признавая, что прогнозировать динамику просроченной задолженности очень трудно, не будем пренебрегать той пользой, которую в этом деле может принести сравнение процентного дохода, отраженного в отчете о прибылях и убытках, с процентным доходом, реально полученным и отраженным в отчете о движении денежных средств. Разница между денежным и бухгалтерским доходом обусловлена прежде всего тем, что кредит переводится в разряд просроченных спустя лишь 90 дней после даты пропущенного платежа, в течение которых по кредиту продолжают начисляться проценты. Кроме того, банки начисляют проценты по ссудам с перенесенным (отложенным) сроком погашения, а это менее надежная группа, чем ссуды, не подвергавшиеся реоформлению.

Реально полученный и начисленный процентный доход Сбербанка, млн. руб.

| | 9М08 | 2008 | 3М09 | 6М09 | 9М09 |
|--|----------|----------|---------|----------|----------|
| Отчет о движении денежных средств | | | | | |
| Проценты к получению | 454 562 | 630 069 | 187 619 | 396 875 | 596 059 |
| Проценты к уплате | -161 134 | -230 234 | -62 940 | -131 174 | -193 626 |
| Чистый процентный доход | 293 428 | 399 835 | 124 679 | 265 701 | 402 433 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | |
| Начисленный процентный доход | 441 295 | 619 952 | 195 118 | 403 244 | 610 546 |
| Полученный процентный доход / начисленный процентный доход | 103% | 102% | 96% | 98% | 98% |
| Накопленная разница, млн. руб. | 13 267 | 10 117 | -7 499 | -6 369 | -14 487 |
| Накопленная разница, \$ млн. | 552 | 407 | -218 | -191 | -445 |

Источник: банк, Тройка Диалог

Реально полученный и начисленный процентный доход ВТБ, млн. руб.

| | 9М08 | 2008 | 3М09 | 6М09 | 9М09 |
|--|---------|----------|---------|----------|----------|
| Отчет о движении денежных средств | | | | | |
| Проценты к получению | 159 400 | 235 022 | 80 700 | 158 700 | 237 500 |
| Проценты к уплате | -77 700 | -119 152 | -41 500 | -107 600 | -170 400 |
| Чистый процентный доход | 81 700 | 115 869 | 39 200 | 51 100 | 67 100 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | |
| Начисленный процентный доход | 165 302 | 243 950 | 94 000 | 188 600 | 280 800 |
| Полученный процентный доход / начисленный процентный доход | 96% | 96% | 86% | 84% | 85% |
| Накопленная разница, млн. руб. | -5 902 | -8 928 | -13 300 | -29 900 | -43 300 |
| Накопленная разница, \$ млн. | -246 | -359 | -387 | -899 | -1 329 |

Источник: банк, Тройка Диалог

Таблица вскрывает существенные различия между двумя банками в соотношении фактически полученного и начисленного процентного дохода.

- У Сбербанка разница минимальна и устойчива. По итогам 3К09 реально полученный процентный доход по отчету о движении денежных средств составил 98% от начисленного дохода по отчету о прибылях и убытках. Это совсем небольшой разрыв, свидетельствующий о том, что банк взыскивает начисленные проценты почти в полном объеме.
- У ВТБ с начала 2009 года рассматриваемое соотношение было намного меньшим: во втором и третьем квартале оно составляло 86%. Следовательно, \$1,3 млрд. из начисленного процентного дохода в \$8,6 млрд. получено не было. Основная причина, вероятно, в том, что на балансе ВТБ находится большой объем ссуд с перенесенным сроком погашения, по которым продолжают начисляться проценты, т. к. эти ссуды не считаются просроченными. Косвенным доводом в пользу нашего предположения служит то, что в 3К09, когда новый финансовый директор только вступил в должность и на правах "новой метлы" мог навести некоторый порядок в ссудном портфеле банка, ВТБ признал убыток от реструктуризации в размере 14,9 млрд. руб.
- Итак, около 15% ссудного портфеля ВТБ не приносит реального, денежного процентного дохода – показатель, близкий к суммарной доле просроченных и реструктурированных ссуд, составлявшей по итогам 9М09 16,1%.
- Если качество ссуд, не приносящих реального процентного дохода, улучшится, то разрыв между начисленным и фактически полученным процентным доходом уменьшится. В противном случае банку рано или поздно придется, как в 3К09, признать, что ссуды обесценились, а это означает новый убыток или увеличение отчислений в резерв.
- Посмотрим, как изменится чистая процентная маржа двух банков за 9М09, если использовать при ее расчете вместо начисленного процентного дохода фактически полученный. Различие знаменательное: у Сбербанка маржа уменьшится так мало, что с учетом округления все еще будет составлять 7,6%, тогда как у ВТБ она сократится на 1,7 п. п. до 2,5%.

- Вопрос, конечно, в том, достаточно ли банку реально получаемого дохода, чтобы исправно обслуживать собственные долговые обязательства и финансировать текущую деятельность. Мы не сомневаемся, что да, но наш анализ выявляет невысокое качество основного процентного дохода ВТБ.

ПРОЦЕНТНЫЕ РИСКИ ВСЕ ЕЩЕ ВЫСОКИ

Снижение ставок по кредитам повышает процентные риски. В целом, за 2009 год кредитный портфель российских банков не увеличился. Досрочное погашение и рефинансирование, вероятно, привело к снижению доходности средних кредитов, но 15–20%-й рост кредитования в 2010 году должен хотя бы отчасти ослабить влияние этого фактора на маржу. Сбербанк достаточно успешно противостоял давлению на маржу в течение всего 2009 года, даже во втором полугодии, когда ставки по кредитам начали снижаться. Недавнего снижения ставок по депозитам Сбербанка наряду с ростом кредитного портфеля и возобновлением розничного кредитования, вероятно, будет достаточно для того, чтобы не допустить сокращения маржи более чем на 100 б. п.

Некоторое беспокойство вызывает то, что в ВТБ ставки по депозитам физических лиц все еще существенно выше, чем в Сбербанке, хотя ставки по кредитам снижаются уже несколько месяцев подряд (правда, медленнее, чем у конкурента). Однако в структуре пассивов ВТБ доля вкладов населения по итогам 9М09 составляла всего 14%, и высокие ставки по ним имеют не слишком сильное отрицательное влияние на стоимость капитала в условиях удешевления займов на долговом рынке и погашения наиболее дорогостоящей части обязательств – необеспеченных кредитов ЦБ, объем которых в конце сентября 2009 года составлял 50 млрд. руб., а в конце декабря был равен нулю. Кроме того, в период роста ставок ВТБ не имел возможности так же активно, как Сбербанк, в одностороннем порядке повышать ставки по кредитам, а потому теперь, когда тенденция развернулась, снижение доходности его кредитов будет более умеренным.

Благодаря низкой базе, создаваемой текущим уровнем чистой процентной маржи, ВТБ в 2010 году вполне способен увеличить ее на 30 б. п. Это был бы неплохой результат, если бы не низкая стартовая величина маржи: даже с учетом такого роста она останется намного ниже 5,0% (наш прогноз на конец 2010 года – 4,5%).

Для Сбербанка, в отличие от ВТБ, вклады населения – основной источник привлеченных ресурсов: их доля в пассивах составляет 58%. За последние месяцы Сбербанк снижал ставки по депозитам физических лиц несколько раз:

- в июле 2009 года – в среднем на 1 п. п.,
- в ноябре 2009 года – в среднем на 1 п. п.,
- в январе 2010 года – в среднем на 2 п. п.

ВТБ тоже снижал процентные ставки по основным видам вкладов населения, но они все еще по крайней мере на 2 п. п. выше, чем у Сбербанка.

Ставки Сбербанка по депозитам физических лиц ("Депозит Сбербанка России")

| | 1–3 мес. | 3–6 мес. | 6–12 мес. | 12–24 мес. | 24–36 мес. | >36 мес. |
|---------------------------------|----------|----------|-----------|------------|------------|----------|
| Вклады в рублях | | | | | | |
| От 10 000 | 5,25% | 5,50% | 6,50% | 6,75% | 7,00% | 7,25% |
| От 100 001 | 5,75% | 6,00% | 6,75% | 7,00% | 7,25% | 7,50% |
| От 1 000 001 | 6,00% | 6,25% | 7,00% | 7,25% | 7,50% | 7,75% |
| Вклады в долларах и евро | | | | | | |
| От 500 | 1,25% | 1,50% | 2,25% | 2,75% | 3,25% | 3,50% |
| От 10 000 | 1,50% | 1,75% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% |
| От 100 001 | 2,00% | 2,25% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% |

Примечание. Данные по состоянию на 29 января.

Источник: банк, Тройка Диалог

Ставки ВТБ по депозитам физических лиц ("Доходный")

| | 1–3 мес. | 3–6 мес. | 6–12 мес. | 12–24 мес. | 24–36 мес. | >36 мес. |
|---------------------------------|----------|----------|-----------|------------|------------|----------|
| Вклады в рублях | | | | | | |
| От 10 000 | 5,25% | 6,25% | 8,50% | 9,00% | 11,20% | 8,75% |
| От 100 001 | 5,75% | 6,75% | 8,75% | 9,25% | 11,45% | 9,30% |
| От 1 000 001 | 6,00% | 7,00% | 9,00% | 9,50% | 11,55% | 9,65% |
| Вклады в долларах и евро | | | | | | |
| От 500 | 2,75% | 2,75% | 3,15% | 3,60% | 3,70% | 4,30% |
| От 10 000 | 3,00% | 3,00% | 3,45% | 3,95% | 4,00% | 4,50% |
| От 100 001 | 3,50% | 3,50% | 3,90% | 4,50% | 4,55% | 5,05% |

Примечание. Данные по состоянию на 29 января.

Источник: банк, Тройка Диалог

ДЕПОЗИТЫ УВЕРЕННО РАСТУТ

В декабре отмечался очень быстрый рост депозитов в банковском секторе вообще и в Сбербанке в частности. В 2010 году объем средств на депозитах физических лиц в российских банках увеличится на 21% (в 2009 – на 26%), а в Сбербанке – на 19%. В 2009 году он усовершенствовал линейку депозитов, предусмотрев, например, ежемесячную выплату процентов. Однако стабилизация в экономике и банковском секторе ослабляют благоприятствовавшее Сбербанку стремление вкладчиков переводить свои сбережения в наиболее надежные банки, а в привлекательности ставок по депозитам Сбербанк сегодня заметно уступает конкурентам. Зато, в отличие от них, он обладает завидной способностью управлять притоком средств на депозиты и своей долей на рынке вкладов посредством небольшой корректировки процентных ставок.

Не располагая официальными данными о динамике депозитов ВТБ в 4К09, мы опираемся на заявления представителей банка о том, что темпы роста были выше, чем в 3К09 (тогда они составили 4%), но ниже, чем у Сбербанка. По итогам же всего 2009 года ВТБ, без сомнения, оставил далеко позади и Сбербанк, и рынок, увеличив сумму средств на депозитах физических лиц, по нашим оценкам, на 31%. В 2010 году ВТБ, отчасти благодаря сохраняющемуся эффекту низкой базы, вновь опередит Сбербанк: рост депозитов физических лиц в нашей модели составит 24%.

УВЕЛИЧЕНИЕ КРЕДИТОВАНИЯ СТАНОВИТСЯ ПЕРВООЧЕРЕДНОЙ ЗАДАЧЕЙ

Кредитный портфель российских банков в 2009 году почти не увеличился, и хотя Сбербанку и ВТБ, как ведущим госбанкам, правительство, по сути, поручило наладить кредитование реального сектора экономики, их отчетность за 9М09 показывает, что валовой кредитный портфель ВТБ увеличился всего на 3%, а Сбербанка – на 5%. Более того, судя по отчетности последнего за 4К09 по РСФО, в последнем квартале года его портфель уменьшился на 2%.

Мы ожидаем, что в 2010 году прирост кредитного портфеля Сбербанка будет приблизительно равен приросту депозитной базы, т. е. составит 19%. При 19%-м росте объема выданных ссуд отношение "кредиты / активы" будет по-прежнему составлять менее 70%, а коэффициент "кредиты / депозиты" останется на вполне безопасном уровне в 91%. Недавно Сбербанк

сообщил, что планирует увеличить объемы розничного кредитования в 2010 году на 7%. Это, на наш взгляд, крайне консервативная оценка: мы видим возможность вдвое более быстрого роста, особенно с учетом 7%-го сокращения портфеля розничных ссуд в 2009 году, намеченного на 2010 год значительного увеличения выпуска кредитных крат и возобновления активной выдачи ипотечных кредитов, в том числе валютных.

Прогноз динамики кредитного портфеля ВТБ, как всегда, вынуждает принимать во внимание большее число переменных. По словам председателя правления Андрея Костина, в 2010 году банк планирует увеличить портфель корпоративных ссуд на 17%, розничных – на 23%. В этом случае совокупный ссудный портфель увеличится на 18%, что близко к нашей оценке, составляющей 17%. По нашим оценкам, соотношение кредитов и депозитов к концу 2009 года достигло 170%, а к концу 2010 сократится лишь до 161%. С учетом того, что данный коэффициент так высок и что при 17%-м росте объемов кредитования доля кредитов в активах будет составлять почти 77%, мы полагаем, что ВТБ в меньшей степени, чем Сбербанк, способен превзойти наши прогнозы темпов увеличения ссудного портфеля. К тому же прогнозы основаны на допущении, что банку удастся привлечь кредиты и займы на сумму \$5,0 млрд., а это отнюдь не данность.

Поквартальная динамика депозитов и кредитов Сбербанка и ВТБ

| | 1К09 | 2К09 | 3К09 | 4К09 (РСФО) |
|----------------------------------|------|------|------|-------------|
| Сбербанк | | | | |
| Счета и депозиты физических лиц | 2% | 4% | 3% | 10% |
| Счета и депозиты юридических лиц | -5% | -5% | 3% | 3% |
| Валовые ссуды | 4% | 0% | 1% | -2% |
| Чистые ссуды / депозиты | 108% | 105% | 101% | 99% |
| | 1К09 | 2К09 | 3К09 | 4К09о |
| ВТБ | | | | |
| Счета и депозиты физических лиц | 11% | 5% | 4% | 8% |
| Счета и депозиты юридических лиц | 11% | 16% | -5% | 1% |
| Валовые ссуды | 7% | -4% | 0% | 7% |
| Чистые ссуды / депозиты | 221% | 163% | 165% | 170% |

Источник: Банки, Тройка Диалог

Прогноз поквартальной динамики депозитов и кредитов Сбербанка и ВТБ

| | 2008 | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Сбербанк | | | | | |
| Валовые ссуды | 31% | 4% | 19% | 18% | 17% |
| Депозиты физических лиц | 16% | 21% | 19% | 18% | 16% |
| Средства юридических лиц | 41% | -5% | 13% | 14% | 15% |
| ВТБ | | | | | |
| Валовые ссуды | 80% | 10% | 17% | 16% | 16% |
| Депозиты физических лиц | 35% | 31% | 24% | 23% | 21% |
| Средства юридических лиц | 15% | 47% | 20% | 20% | 20% |

Источник: Тройка Диалог

РОСТ РАСХОДОВ ВОЗОБНОВИТСЯ

Несмотря на существенный рост в 4К09 (согласно отчетности по РСФО), за год расходы Сбербанка сократились и только на 3% выросли по МСФО. Этот успех, однако, не удастся повторить в 2010 году вследствие увеличения операционных расходов и затрат на информационно-технологическое обеспечение. Кроме того, Герман Греф сообщил, что в нынешнем году зарплаты сотрудников будут повышены в среднем на 15%. В то же время численность персонала, по нашему мнению, сократится еще на 4%. В итоге мы прогнозируем 17%-й рост расходов, в результате которого их отношение к доходам повысится лишь до 40%, что мы считаем отличным показателем.

Расходы ВТБ в 2009 году, напротив, увеличились, по нашей оценке на 10%, т. к. он продолжал вкладывать деньги в создание инвестиционно-банковского бизнеса, находившееся к моменту начала кризиса на завершающей стадии. Хотя нас несколько обеспокоило недавнее заявление Андрея Костина о "второй волне" найма специалистов в ВТБ Капитал, мы полагаем, что в 2010 году банку удастся ограничить рост расходов 15%, а следовательно, значение коэффициента "расходы / доходы" не превысит 36%. Прогноз расходов для ВТБ не так надежен, как для Сбербанка, и фактические цифры могут оказаться более высокими, что является одной из основных причин, по которым прибыль банка в 2010 году может не оправдать наших ожиданий.

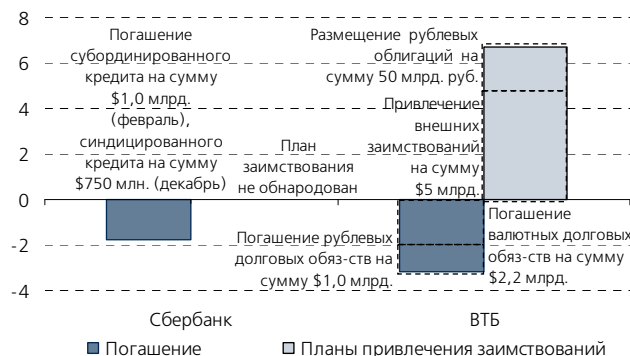
ПЛАНЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ ДО КОНЦА НЕ ЯСНЫ

ВТБ недавно обнародовал план заимствований на 2010 год.

- На мировых рынках планируется привлечь \$5,0 млрд., в том числе путем размещения в Японии еврооблигаций, номинированных в иенах (“самурай-бонды”), на сумму 30 млрд. иен (\$330 млн.).
- На российском рынке будут размещены выпуски рублевых долговых обязательств на сумму 50 млрд. руб.
- В текущем году банку предстоит погасить облигации и синдицированные кредиты на сумму \$3,2 млрд. (с учетом исполнения в 1К10 опциона “колл” по субординированным еврооблигациям на сумму \$750 млн.).
- В нашей модели мы предполагаем, что в 2010 году ВТБ сможет привлечь синдицированные кредиты на сумму \$2,0 млрд. и разместить как вышеупомянутые рублевые облигации и “самурай-бонды”, так и еврооблигации на сумму \$1,0 млрд., что позволит профинансировать 11%-й рост активов.

Сбербанк пока не сообщил о плане заимствований на 2010 год. Объем погашений на год составляет \$1,75 млрд.: субординированный кредит на сумму \$1,0 млрд. был погашен в феврале и синдицированный кредит на сумму \$750 млн. предстоит погасить в декабре.

Планируемое привлечение и погашение Сбербанком и ВТБ кредитов и займов в 2010 году, \$ млрд.



Источник: банки, Тройка Диалог

СТРАТЕГИИ СБЕРБАНКА И ВТБ ИМЕЮТ РАЗНЫЕ ПРИОРИТЕТЫ

Если Сбербанк уже год реализует свой план стратегического развития на период до 2014 года, то ВТБ в лице финансового директора Герберта Мооса представит новую стратегию только в апреле 2010 года. Ее обнародование, несомненно, вызовет большой интерес. По нашему мнению, обоснованному в предыдущих обзорах, краеугольным камнем стратегии будет превращение ВТБ в полноценный универсальный банк, работающий с корпоративными клиентами и населением и предоставляющий инвестиционно-банковские услуги. Важными стратегическими задачами будут признаны также повышение акционерной стоимости банка и более рациональное использование капитала.

Одним из главных факторов инвестиционной привлекательности ВТБ может стать дальнейшее развитие инвестиционно-банковского подразделения, вклад которого в общий доход группы оказался сравнительно значительным уже по итогам 9М09. В 2010 году, когда, по нашим прогнозам, на российском рынке будут размещены долговые обязательства и акции на сумму почти \$60 млрд., размер комиссионных вознаграждений, полученных ВТБ Капитал, составит около \$200 млн., благодаря чему комиссионный доход всей группы увеличится более чем на 40%.

Вклад ВТБ Капитал в доход и прибыль Группы ВТБ

| | 9М08 | 9М09 |
|--|------|------|
| Доходы | | |
| Доля в доходах группы | 4% | 10% |
| Величина, млрд. руб. | 5,7 | 17,3 |
| Прибыль до налогообложения | | |
| Доля в прибыли группы до налогообложения | – | – |
| Величина, млрд. руб. | отр. | 11,7 |

Источник: банк, Тройка Диалог

В последние месяцы прошлого года менеджмент Сбербанка подвел первые итоги реализации новой стратегии.

- В 2009 году банк активно сокращал персонал и расходы: уменьшение числа сотрудников составило до 20 тыс. человек. Другими приоритетными направлениями деятельности были укрупнение центров сопровождения клиентских операций (в Москве их число сократилось с 13 до 1) и внедрение новой модели филиальной сети с централизованной системой сопровождения автоматизированных рабочих мест (на момент составления презентации количество таких отделений составляло 1 400, до конца 2009 года должно было увеличиться на 700, а к концу 2010 достигнуть 7 700). В 2010 году продолжится совершенствование основных систем управления и увеличение производительности труда. Последнего банк предполагает добиться путем повышения профессиональной квалификации сотрудников и их премирования в соответствии с результатами работы.
- Много внимания в презентации было уделено вопросам обслуживания физических и юридических лиц. Работа с юридическими лицами в 2009 году была признана одним из слабых мест банка: ему удалось лишь частично выполнить план по внедрения новых систем – корпоративного CRM и “клиент-банк”, т. к. приходилось отвлекать ресурсы на решение насущных проблем, связанных с качеством активов.
- В розничном сегменте банк в 2009 году сосредоточил свои усилия на повышении качества продуктов и услуг, включая улучшение линейки вкладов и сокращение срока рассмотрения кредитных заявок до двух дней. Осуществлялся переход на т. н. прямые каналы обслуживания и продаж: был открыт контакт-центр, организована прямая рассылка писем с предложением кредитных услуг, развивались сервисы “мобильный банк” (10 млн. новых пользователей в 2009 году) и “интернет-банк”. Если в начале 2009 года лишь 25% операций осуществлялось удаленно, а 75% – в отделениях банка, то в конце года это соотношение приблизилось к 40:60, а в 2014 году должно составить 75:25. Этому призвано способствовать и расширение сети банкоматов, число которых с 2007 года увеличилось с 15 тыс. до 30 тыс., а в ближайшие годы должно достигнуть 60 тыс. Важной задачей 2010 года является активизация перекрестной продажи банковских продуктов. Цель на 2014 год – три банковских продукта на розничного клиента по сравнению с 1,7 в настоящее время (приблизительная оценка).
- В сегменте кредитных карт 2009 год был посвящен оптимизации сопровождения операций (по признанию представителей Сбербанка, здесь царил “беспорядок”). Все готово к активному развитию этого направления в 2010 году. По планам банка число выпущенных кредитных карт увеличится с менее чем 0,5 млн. штук приблизительно до 3,0 млн. штук, а суммарный остаток средств на них достигнет 10,0–15,0 млрд. руб., что составляет 3–4 тыс. руб. на карту. К настоящему времени Сбербанк выпустил 37 млн. дебетовых карт. Он намерен включить возможность превышения кредитного лимита в стандартный пакет услуг по своим картам.
- Начался ребрендинг отделений, рассчитанный на пять-семь лет (пока ему подверглось только одно отделение).

- Инвестиционно-банковский бизнес приоритетом не является. В настоящее время приоритетными считаются такие направления, как поддержка реструктуризации предприятий с использованием заемных средств, постепенный переход к более широкому использованию инструментов долгового финансирования с последующим участием в капитале и разработка более сложных схем структурированного финансирования для крупных корпоративных клиентов.
- По мнению руководства, затраты на расширение сети банкоматов, внедрение новых информационных технологий и ребрендинг будут в значительной степени компенсированы экономией, полученной благодаря сокращению численности персонала и принятию других мер, направленных на повышение эффективности работы банка, благодаря чему коэффициент “расходы / доходы” удастся удержать на уровне 40%.
- К 2014 году международные операции будут приносить 5% чистой прибыли Сбербанка. Банк намерен закрепиться в Китае и Индии, а наиболее активно развивать свою деятельность на рынках СНГ.
- В Сбербанке считают текущий коэффициент достаточности капитала удовлетворительным и полагают, что в 2010–2011 годах банку не придется увеличивать капитал. Мы разделяем эту точку зрения.

Стратегические задачи Сбербанка на период до 2014 года

| | 2009 | 2014 |
|---|--|--|
| Финансовые и операционные показатели | | |
| Чистая прибыль | Снижение за год на 65% | Рост в два-три раза |
| Рентабельность капитала | 4,40% | >20% |
| Доля в активах банковской системы РФ | 25,6% | 25–30% |
| Расходы / доходы | 34,0% | <40% |
| Численность сотрудников, тыс. чел. | 254 500 (9M09) | 200 000 – 220 000 |
| Розничные услуги | | |
| Банковские продукты в расчете на клиента, шт. | 1,7 | >3 |
| Доля операций с использованием системы удаленного доступа | 40% | 75% |
| Производительность труда | Повышение на 30% | Повышение на 50% |
| Сроки рассмотрения заявок | 20% заявок в течение 1–3 дн. (в зависимости от продукта) | 80% заявок в течение 1–3 дн. (в зависимости от продукта) |
| Лояльность клиентов | Доля лояльных клиентов – 55% | Доля лояльных клиентов – 65–70% |
| Услуги корпоративным клиентам | | |
| Охват клиентов | 59% предприятий крупного и среднего бизнеса | >65% |
| Сроки рассмотрения кредитных заявок | >1 мес. | Сокращение в 1,5–3,0 раза |
| Прочее | | |
| Укрупнение центров сопровождения клиентских операций | Только в Москве и Санкт-Петербурге | Не более 18 центров |
| Консолидация центров обработки данных | Нет (начнется с 2010 г.) | Единый центр |
| Кол-во транзакций в расчете на сотрудника | По плану | Двукратное увеличение |

Источник: банк

Пересмотр прогнозов

Мы скорректировали оценки балансовых показателей и прибыли Сбербанка и ВТБ с учетом предварительных данных за 4K09, однако прогноз динамики роста кредитов и депозитов на 2010–2012 годы изменился мало. Нет у нас причин пересматривать и прогнозы, касающиеся формирования резервов.

В результате прогноз прибыли на акцию Сбербанка в 2010–2012 годах увеличился на 5–6%. В случае ВТБ прогноз прибыли на 2010 год повысился на 74% из-за эффекта низкой базы, а на 2011–2012 годы – на 7–9%.

Прогноз прибыли Сбербанка и ВТБ

| | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Сбербанк | | | | |
| Новый прогноз | | | | |
| Чистая прибыль, млн. руб. | 25 245 | 139 891 | 225 473 | 285 567 |
| Рост за год | -74% | 454% | 61% | 27% |
| Чистая прибыль, \$ млн. | 891 | 4 824 | 7 775 | 9 847 |
| Прибыль на акцию, \$ | 0,04 | 0,21 | 0,34 | 0,44 |
| Прежний прогноз | | | | |
| Чистая прибыль, млн. руб. | 12 370 | 131 728 | 214 665 | 272 448 |
| Изменение | 104% | 6% | 5% | 5% |
| ВТБ | | | | |
| Новый прогноз | | | | |
| Чистая прибыль, млн. руб. | -56 559 | 24 979 | 72 991 | 109 135 |
| Рост за год | - | - | 192% | 50% |
| Чистая прибыль, \$ млн. | -1 780 | 861 | 2 517 | 3 763 |
| Прибыль на акцию, \$ | -0,46 | 0,16 | 0,48 | 0,72 |
| Прежний прогноз | | | | |
| Чистая прибыль, млн. руб. | -49 434 | 14 379 | 67 103 | 102 044 |
| Изменение | -14% | 74% | 9% | 7% |

Источник: Тройка Диалог

ЗАВИСИМОСТЬ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОТ РАСХОДОВ НА СОЗДАНИЕ РЕЗЕРВОВ

Так как, по нашему мнению, прибыль Сбербанка и ВТБ в 2010 году будет зависеть прежде всего от размера расходов на создание резервов, мы проанализировали влияние этих расходов на чистую прибыль, капитал и ценовые коэффициенты банков. Согласно нашему базовому сценарию, расходы на создание резервов составят 375 б. п. средних валовых ссуд. Снижение на 50 б. п. увеличивает чистую прибыль Сбербанка и ВТБ соответственно на \$900 млн. и более чем на \$450 млн., что уменьшает коэффициент "цена / прибыль".

Зависимость чистой прибыли, достаточности капитала и мультипликаторов Сбербанка от расходов на создание резервов в 2010 году

| Расходы на создание резервов, % средних валовых ссуд | Расходы на создание резервов, \$ млн. | Резервы на конец года, \$ млн. | Резервы / валовые ссуды | Кэфф. достаточности капитала 1-го уровня в 2010о | Чистая прибыль | | P/E 2010о | P/BV 2010о | Рентаб-сть среднего капитала в 2010о |
|--|---------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|--|----------------|--------------|-------------|------------|--------------------------------------|
| | | | | | млн. руб. | \$ млн. | | | |
| 6,0% | -12 409 | -32 230 | 14,3% | 10,3% | 19 516 | 673 | 96,8 | 2,8 | 2,5% |
| 5,5% | -11 375 | -31 196 | 13,9% | 10,6% | 46 266 | 1 595 | 40,8 | 2,7 | 5,8% |
| 5,0% | -10 341 | -30 162 | 13,4% | 10,9% | 73 016 | 2 518 | 25,9 | 2,6 | 8,9% |
| 4,5% | -9 307 | -29 128 | 13,0% | 11,2% | 99 766 | 3 440 | 18,9 | 2,5 | 12,0% |
| 4,0% | -8 273 | -28 094 | 12,5% | 11,5% | 126 516 | 4 363 | 14,9 | 2,4 | 15,0% |
| 3,75% | -7 756 | -27 577 | 12,3% | 11,3% | 139 891 | 4 824 | 13,5 | 2,0 | 16,4% |
| 3,5% | -7 239 | -27 060 | 12,0% | 11,8% | 153 266 | 5 285 | 12,3 | 2,3 | 17,9% |
| 3,0% | -6 205 | -26 026 | 11,6% | 12,0% | 180 016 | 6 207 | 10,5 | 2,3 | 20,7% |
| 2,5% | -5 171 | -24 991 | 11,1% | 12,3% | 206 766 | 7 130 | 9,1 | 2,1 | 23,4% |
| 2,0% | -4 136 | -23 957 | 10,7% | 12,6% | 233 516 | 8 052 | 8,1 | 2,0 | 26,0% |
| 1,5% | -3 102 | -22 923 | 10,2% | 12,9% | 260 266 | 8 975 | 7,3 | 2,0 | 28,6% |
| 1,0% | -2 068 | -21 889 | 9,7% | 13,2% | 287 016 | 9 897 | 6,6 | 1,9 | 31,0% |

Источник: Тройка Диалог

Зависимость чистой прибыли, достаточности капитала и мультипликаторов ВТБ от расходов на создание резервов в 2010 году

| Расходы на создание резервов, % средних валовых ссуд | Расходы на создание резервов, \$ млн. | Резервы на конец года, \$ млн. | Резервы / валовые ссуды | Коэфф. достаточности капитала 1-го уровня в 2010о | Чистая прибыль | | P/E 2010о | P/BV 2010о | Рентаб-сть среднего капитала в 2010о |
|--|---------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|---|----------------|------------|-----------|------------|--------------------------------------|
| | | | | | млн. руб. | \$ млн. | | | |
| 6,0% | -5 931 | -13 571 | 12,7% | 11,6% | -43 980 | -1 517 | -17 | 1,7 | -9,2% |
| 5,5% | -5 437 | -13 076 | 12,3% | 12,0% | -27 225 | -939 | -28 | 1,6 | -5,6% |
| 5,0% | -4 942 | -12 582 | 11,8% | 12,3% | -10 471 | -361 | -73 | 1,6 | -2,1% |
| 4,5% | -4 448 | -12 088 | 11,3% | 12,7% | 4 873 | 168 | 156 | 1,5 | 1,0% |
| 4,0% | -3 954 | -11 594 | 10,9% | 13,0% | 18 277 | 630 | 42 | 1,5 | 3,6% |
| 3,75% | -3 707 | -11 346 | 10,6% | 13,1% | 24 979 | 861 | 30 | 1,4 | 4,9% |
| 3,5% | -3 460 | -11 099 | 10,4% | 13,3% | 31 681 | 1 092 | 24 | 1,4 | 6,1% |
| 3,0% | -2 965 | -10 605 | 9,9% | 13,5% | 45 085 | 1 555 | 17 | 1,4 | 8,6% |
| 2,5% | -2 471 | -10 111 | 9,5% | 13,8% | 58 488 | 2 017 | 13 | 1,4 | 11,1% |
| 2,0% | -1 977 | -9 617 | 9,0% | 14,1% | 71 892 | 2 479 | 11 | 1,3 | 13,4% |
| 1,5% | -1 483 | -9 122 | 8,6% | 14,4% | 85 296 | 2 941 | 9 | 1,3 | 15,7% |
| 1,0% | -988 | -8 628 | 8,1% | 14,7% | 98 700 | 3 403 | 8 | 1,3 | 18,0% |

Источник: Тройка Диалог

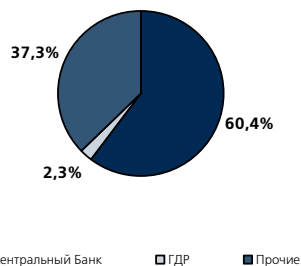
Финансовые показатели

Финансовые результаты Сбербанка (МСФО), млн. руб.

| | 2006 | 2007 | 2008о | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Баланс | | | | | | | |
| Денежные средства и их эквиваленты | 247 720 | 299 021 | 811 392 | 744 329 | 826 658 | 965 377 | 1 094 193 |
| Ценные бумаги | 474 686 | 503 339 | 493 678 | 1 050 000 | 1 239 987 | 1 351 528 | 1 458 925 |
| Средства в других банках | 41 276 | 5 071 | 2 756 | 1 418 | 1 653 | 9 654 | 11 222 |
| Чистая ссудная задолженность | 2 541 617 | 3 921 546 | 5 077 882 | 4 884 752 | 5 718 559 | 6 778 171 | 8 044 012 |
| Основные средства | 125 216 | 146 850 | 251 478 | 269 376 | 314 130 | 366 843 | 426 455 |
| Прочие активы | 36 158 | 52 981 | 99 296 | 138 971 | 165 594 | 182 201 | 187 689 |
| Всего активы | 3 466 673 | 4 928 808 | 6 736 482 | 7 088 846 | 8 266 581 | 9 653 775 | 11 222 496 |
| Средства других банков | 44 836 | 80 321 | 302 539 | 61 757 | 74 109 | 88 930 | 102 270 |
| Депозиты физических лиц | 2 046 035 | 2 681 986 | 3 112 102 | 3 764 142 | 4 479 329 | 5 285 608 | 6 131 305 |
| Средства юридических лиц | 782 789 | 1 195 634 | 1 683 130 | 1 590 591 | 1 801 106 | 2 057 076 | 2 369 811 |
| Выпущенные долговые обязательства и прочие заимствования | 231 061 | 275 852 | 297 982 | 271 802 | 349 010 | 428 790 | 540 088 |
| Прочие обязательства | 26 548 | 32 754 | 54 346 | 78 580 | 94 296 | 113 155 | 135 786 |
| Всего обязательства | 3 158 149 | 4 291 611 | 5 986 320 | 6 319 314 | 7 333 507 | 8 509 217 | 9 814 919 |
| Капитал | 308 524 | 637 197 | 750 162 | 769 532 | 933 074 | 1 144 558 | 1 407 577 |
| Доля меньшинства | – | – | – | – | – | – | – |
| Всего обязательства и капитал | 3 466 673 | 4 928 808 | 6 736 482 | 7 088 846 | 8 266 581 | 9 653 775 | 11 222 496 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | | | |
| Процентные доходы | 317 646 | 428 666 | 619 952 | 818 282 | 851 576 | 909 599 | 957 522 |
| Процентные расходы | -122 030 | -175 905 | -241 795 | -314 468 | -342 181 | -369 328 | -393 571 |
| Чистый процентный доход | 195 616 | 252 761 | 378 157 | 503 813 | 509 394 | 540 271 | 563 951 |
| Расходы на создание резервов | -13 851 | -17 633 | -97 881 | -404 498 | -224 922 | -142 099 | -83 454 |
| Чистый процентный доход после создания резервов | 181 765 | 235 128 | 280 276 | 99 315 | 284 472 | 398 172 | 480 498 |
| Чистый комиссионный доход | 50 076 | 65 875 | 86 194 | 101 709 | 122 051 | 145 240 | 171 384 |
| Прочие операционные доходы (убытки) | 22 319 | 34 510 | -5 946 | 57 551 | 34 483 | 39 838 | 45 367 |
| Всего операционный доход | 254 160 | 335 513 | 360 524 | 258 576 | 441 006 | 583 251 | 697 248 |
| Расходы на персонал и прочие операционные расходы | -145 140 | -195 764 | -230 603 | -227 019 | -266 142 | -301 410 | -340 289 |
| Прибыль до налогообложения | 109 020 | 139 749 | 129 921 | 31 556 | 174 864 | 281 841 | 356 959 |
| Налог | -26 216 | -33 260 | -32 175 | -6 311 | -34 973 | -56 368 | -71 392 |
| Доля меньшинства | – | – | – | – | – | – | – |
| Чистая прибыль | 82 804 | 106 489 | 97 746 | 25 245 | 139 891 | 225 473 | 285 567 |
| Скорректированная чистая прибыль | 82 804 | 106 489 | 97 746 | 25 245 | 139 891 | 225 473 | 285 567 |
| Коэффициенты | | | | | | | |
| Маржа | | | | | | | |
| Доходность работающих активов | 11,3% | 10,8% | 11,5% | 12,6% | 11,5% | 10,4% | 9,4% |
| Стоимость привлеченных ресурсов | 4,5% | 4,8% | 4,7% | 5,2% | 5,1% | 4,7% | 4,4% |
| Чистая процентная маржа | 7,0% | 6,4% | 7,0% | 7,8% | 6,9% | 6,2% | 5,6% |
| Эффективность | | | | | | | |
| Расходы / доходы | 54,2% | 55,4% | 48,4% | 34,2% | 40,0% | 41,6% | 43,6% |
| Расходы / средние активы | 4,9% | 4,7% | 3,8% | 3,2% | 3,5% | 3,4% | 3,3% |
| Рентабельность | | | | | | | |
| Рентабельность среднего капитала | 30,7% | 22,5% | 14,1% | 3,3% | 16,4% | 21,7% | 22,4% |
| Рентабельность средних активов | 2,8% | 2,5% | 1,7% | 0,4% | 1,8% | 2,5% | 2,7% |

Источник: банк, Тройка Диалог

Структура собственности



Финансовые показатели Сбербанка (МСФО), \$ млн.

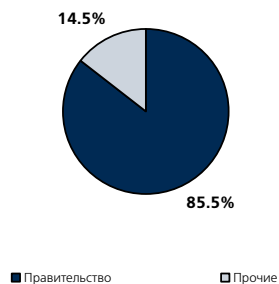
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Балансовый отчет | | | | | | | |
| Ден. ср-ва и их эквив. | 9 419 | 12 185 | 27 617 | 24 614 | 28 505 | 33 289 | 37 731 |
| Ценные бумаги | 18 049 | 20 511 | 16 803 | 34 722 | 42 758 | 46 604 | 50 308 |
| Средства в других банках | 1 569 | 207 | 94 | 47 | 57 | 333 | 387 |
| Чистые кредиты | 96 639 | 159 802 | 172 835 | 161 533 | 197 192 | 233 730 | 277 380 |
| Основные средства | 4 761 | 5 984 | 8 559 | 8 908 | 10 832 | 12 650 | 14 705 |
| Прочие активы | 1 375 | 2 159 | 3 380 | 4 596 | 5 710 | 6 283 | 6 472 |
| Активы | 131 813 | 200 848 | 229 288 | 234 420 | 285 055 | 332 889 | 386 983 |
| Средства других банков | 1 705 | 3 273 | 10 297 | 2 042 | 2 555 | 3 067 | 3 527 |
| Рознич. счета и депозиты | 77 796 | 109 290 | 105 926 | 124 476 | 154 460 | 182 262 | 211 424 |
| Корпорат. счета и депозиты | 29 764 | 48 722 | 57 288 | 52 599 | 62 107 | 70 934 | 81 718 |
| Долг. бумаги и пр. займы | 8 786 | 11 241 | 10 142 | 8 988 | 12 035 | 14 786 | 18 624 |
| Субординированный долг | 1 022 | 1 021 | 18 251 | 18 269 | 18 471 | 18 471 | 18 471 |
| Прочие обязательства | 1 009 | 1 335 | 1 850 | 2 599 | 3 252 | 3 902 | 4 682 |
| Обязательства | 120 082 | 174 882 | 203 755 | 208 972 | 252 880 | 293 421 | 338 445 |
| Капитал | 11 731 | 25 966 | 25 533 | 25 448 | 32 175 | 39 468 | 48 537 |
| Доля меньшинства | - | - | - | - | - | - | - |
| Всего обяза-ва и собств. ср-ва | 131 813 | 200 848 | 229 288 | 234 420 | 285 055 | 332 889 | 386 983 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | | | |
| Процентные доходы | 11 691 | 16 771 | 24 928 | 25 748 | 29 365 | 31 365 | 33 018 |
| Процентные расходы | (4 491) | (6 882) | (9 722) | (9 895) | (11 799) | (12 735) | (13 571) |
| Чистые процентные доходы | 7 200 | 9 889 | 15 205 | 15 853 | 17 565 | 18 630 | 19 447 |
| Отчисления в резервы | (510) | (690) | (3 936) | (12 728) | (7 756) | (4 900) | (2 878) |
| Чист. проц. доходы после резервов | 6 690 | 9 199 | 11 270 | 3 125 | 9 809 | 13 730 | 16 569 |
| Чистые комиссионные доходы | 1 843 | 2 577 | 3 466 | 3 200 | 4 209 | 5 008 | 5 910 |
| Прочие операц. доходы (расходы) | 821 | 1 350 | (239) | 1 811 | 1 189 | 1 374 | 1 564 |
| Всего операционные доходы | 9 354 | 13 126 | 14 496 | 8 136 | 15 207 | 20 112 | 24 043 |
| Сальдо прочих доходов и расходов | - | - | - | - | - | - | - |
| Расх. на персонал и пр. операц. расх. | (5 342) | (7 659) | (9 272) | (7 143) | (9 177) | (10 393) | (11 734) |
| Доналоговая прибыль | 4 013 | 5 467 | 5 224 | 993 | 6 030 | 9 719 | 12 309 |
| Налог на прибыль | (965) | (1 301) | (1 294) | (199) | (1 206) | (1 944) | (2 462) |
| Доля меньшинства | - | - | - | - | - | - | - |
| Чистая прибыль | 3 048 | 4 166 | 3 930 | 794 | 4 824 | 7 775 | 9 847 |
| Скоррект. чистая прибыль | 3 048 | 4 166 | 3 930 | 794 | 4 824 | 7 775 | 9 847 |
| Коэффициенты | | | | | | | |
| Маржа | | | | | | | |
| Доходность работающих активов | 11,4% | 10,7% | 12,5% | 11,8% | 11,7% | 10,4% | 9,4% |
| Стоимость привлеченных средств | 4,5% | 4,7% | 5,2% | 4,8% | 5,2% | 4,7% | 4,4% |
| Чистая процентная маржа | 7,0% | 6,3% | 7,6% | 7,3% | 7,0% | 6,2% | 5,6% |
| Доходы | | | | | | | |
| Чист. проц. доходы после резервов | 72% | 70% | 78% | 38% | 65% | 68% | 69% |
| Чистые комиссионные доходы | 20% | 20% | 24% | 39% | 28% | 25% | 25% |
| Прочие доходы | 9% | 10% | -2% | 22% | 8% | 7% | 7% |
| Эффективность | | | | | | | |
| Расходы / доходы | 54,2% | 55,4% | 50,3% | 34,2% | 40,0% | 41,6% | 43,6% |
| Расходы / активы | 4,9% | 4,6% | 4,3% | 3,1% | 3,5% | 3,4% | 3,3% |
| Рентабельность | | | | | | | |
| Доход на средний капитал | 30,9% | 22,1% | 15,3% | 3,1% | 16,7% | 21,7% | 22,4% |
| Доход на средние активы | 2,8% | 2,5% | 1,8% | 0,3% | 1,9% | 2,5% | 2,7% |
| Ликвидность | | | | | | | |
| Кредиты / счета и депозиты | 90% | 101% | 106% | 91% | 91% | 92% | 95% |
| Кредиты / активы | 73% | 80% | 75% | 69% | 69% | 70% | 72% |
| Счета и депозиты / обязательства | 90% | 90% | 80% | 85% | 86% | 86% | 87% |
| Качество активов | | | | | | | |
| Резервы / кредиты | 3,7% | 2,8% | 3,8% | 10,8% | 12,3% | 11,9% | 10,6% |
| Резервы / просроченные кредиты | 258% | 185% | 214% | 114% | 103% | 109% | 112% |
| Резервы / сред. вал. кредиты | 0,6% | 0,5% | 2,3% | 7,1% | 3,8% | 2,0% | 1,0% |
| Достаточность капитала | | | | | | | |
| Коэф. общ. достат-ти капит. | 11,2% | 14,5% | 18,9% | 17,1% | 17,4% | 18,6% | 19,9% |
| Коэф. общ. достат-ти капит. 1-го уровн. | - | - | - | - | - | - | - |
| Активы / Капитал | 11,2 | 7,7 | 9,0 | 9,2 | 8,9 | 8,4 | 8,0 |
| Рост (\$) | | | | | | | |
| Активы | 51% | 52% | 14% | 2% | 22% | 17% | 16% |
| Чистые кредиты | 56% | 65% | 8% | -7% | 22% | 19% | 19% |
| Розничные счета и депозиты | 48% | 40% | -3% | 18% | 24% | 18% | 16% |
| Скорректированная чистая прибыль | 31% | 37% | -6% | -80% | 507% | 61% | 27% |
| Скорректированный доход на акцию | 31% | 21% | -8% | -80% | 507% | 61% | 27% |
| Акции | | | | | | | |
| Обыкн. на конец года, млн. шт. | 19 | 21 585 | 21 585 | 21 585 | 21 585 | 21 585 | 21 585 |
| Дивиденды на акцию, \$ | 14,1884 | 0,0200 | 0,0151 | 0,0035 | 0,0210 | 0,0339 | 0,0429 |
| Доход на акцию, \$ | 0,16 | 0,19 | 0,17 | 0,04 | 0,21 | 0,34 | 0,44 |
| Капитал на акцию, \$ | 0,59 | 1,15 | 1,13 | 1,13 | 1,42 | 1,75 | 2,15 |

Источник: банк, Тройка Диалог

| Финансовые результаты ВТБ (МСФО), млн. руб. | | | | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2006 | 2007 | 2008о | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
| Баланс | | | | | | | |
| Денежные средства и их эквиваленты | 111 223 | 146 872 | 423 689 | 161 158 | 159 080 | 177 927 | 208 481 |
| Ценные бумаги | 240 829 | 335 658 | 264 244 | 309 110 | 332 803 | 338 314 | 395 602 |
| Средства в других банках | 179 182 | 238 848 | 307 961 | 286 503 | 258 505 | 222 409 | 260 601 |
| Чистая судная задолженность | 769 591 | 1 436 792 | 2 555 590 | 2 667 873 | 3 047 863 | 3 524 438 | 4 121 528 |
| Основные средства | 37 399 | 49 006 | 60 817 | 67 830 | 75 563 | 84 516 | 99 028 |
| Прочие активы | 39 976 | 65 448 | 85 114 | 88 816 | 103 190 | 100 580 | 126 784 |
| Всего активы | 1 378 199 | 2 272 625 | 3 697 414 | 3 581 289 | 3 977 004 | 4 448 184 | 5 212 025 |
| Средства других банков | 199 538 | 363 045 | 388 727 | 252 100 | 302 520 | 363 024 | 435 629 |
| Депозиты физических лиц | 192 674 | 262 161 | 354 088 | 465 334 | 577 014 | 709 727 | 858 770 |
| Средства юридических лиц | 333 011 | 648 224 | 747 750 | 1 100 569 | 1 320 683 | 1 584 819 | 1 901 783 |
| Выпущенные долговые обязательства и прочие заимствования | 421 668 | 531 659 | 1 408 800 | 977 528 | 982 736 | 927 089 | 1 047 952 |
| Прочие обязательства | 16 674 | 33 865 | 179 571 | 76 220 | 86 778 | 99 007 | 113 150 |
| Всего обязательства | 1 194 309 | 1 867 690 | 3 305 279 | 3 066 644 | 3 446 266 | 3 860 202 | 4 533 819 |
| Капитал | 183 890 | 404 935 | 392 135 | 514 645 | 530 738 | 587 982 | 678 206 |
| Доля меньшинства | 10 204 | 7 215 | 2 703 | 10 300 | 11 330 | 12 463 | 13 709 |
| Всего обязательства и капитал | 1 378 199 | 2 272 625 | 3 697 414 | 3 581 289 | 3 977 004 | 4 448 184 | 5 212 025 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | | | |
| Процентные доходы | 97 975 | 137 692 | 243 950 | 371 654 | 386 819 | 413 155 | 443 424 |
| Процентные расходы | -51 406 | -72 360 | -130 369 | -225 028 | -214 431 | -224 013 | -240 597 |
| Чистый процентный доход | 46 569 | 65 331 | 113 581 | 146 627 | 172 387 | 189 142 | 202 828 |
| Расходы на создание резервов | -12 009 | -13 445 | -61 727 | -156 148 | -118 618 | -73 677 | -42 732 |
| Чистый процентный доход после создания резервов | 34 560 | 51 887 | 51 854 | -9 522 | 53 769 | 115 465 | 160 095 |
| Чистый комиссионный доход | 9 537 | 14 237 | 16 315 | 19 960 | 28 438 | 39 257 | 52 766 |
| Прочие операционные доходы (убытки) | 32 251 | 29 266 | 17 732 | -3 887 | 35 325 | 38 510 | 43 471 |
| Всего операционный доход | 76 348 | 95 390 | 85 901 | 6 551 | 117 533 | 193 232 | 256 332 |
| Расходы на персонал и прочие операционные расходы | -37 223 | -49 791 | -67 423 | -74 130 | -85 343 | -99 171 | -115 695 |
| Прибыль до налогообложения | 38 147 | 46 494 | 18 478 | -66 579 | 32 189 | 94 061 | 140 637 |
| Налог | -6 303 | -7 796 | -13 206 | 14 320 | -6 438 | -18 812 | -28 127 |
| Доля меньшинства | 1 141 | 869 | -149 | 4 300 | 773 | 2 257 | 3 375 |
| Чистая прибыль | 30 892 | 37 829 | 5 422 | -56 559 | 24 979 | 72 991 | 109 135 |
| Скорректированная чистая прибыль | 22 171 | 37 829 | 5 422 | -56 559 | 24 979 | 72 991 | 109 135 |
| Коэффициенты | | | | | | | |
| Маржа | | | | | | | |
| Доходность работающих активов | 8,9% | 8,3% | 9,0% | 10,7% | 10,2% | 9,6% | 9,0% |
| Стоимость привлеченных ресурсов | 5,0% | 4,8% | 5,3% | 7,4% | 6,8% | 6,3% | 5,9% |
| Чистая процентная маржа | 4,2% | 3,9% | 4,2% | 4,2% | 4,5% | 4,4% | 4,1% |
| Эффективность | | | | | | | |
| Расходы / доходы | 42,1% | 45,7% | 45,7% | 45,6% | 36,1% | 37,2% | 38,7% |
| Расходы / средние активы | 3,1% | 2,7% | 2,3% | 2,0% | 2,3% | 2,4% | 2,4% |
| Рентабельность | | | | | | | |
| Рентабельность среднего капитала | 19,6% | 13,2% | 1,4% | -12,7% | 4,9% | 13,3% | 17,6% |
| Рентабельность средних активов | 2,5% | 2,1% | 0,2% | -1,6% | 0,7% | 1,7% | 2,3% |

Источник: банк, Тройка Диалог

Структура собственности



Финансовые показатели ВТБ (МСФО), \$ млн.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009о | 2010о | 2011о | 2012о |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Балансовый отчет | | | | | | | |
| Ден. ср-ва и их эквив. | 4 229 | 5 985 | 14 421 | 5 329 | 5 486 | 6 135 | 7 189 |
| Ценные бумаги | 9 157 | 13 678 | 8 994 | 10 222 | 11 476 | 11 666 | 13 641 |
| Средства в других банках | 6 813 | 9 733 | 10 482 | 9 474 | 8 914 | 7 669 | 8 986 |
| Чистые кредиты | 29 262 | 58 549 | 86 984 | 88 223 | 105 099 | 121 532 | 142 122 |
| Основные средства | 1 422 | 1 997 | 2 070 | 2 243 | 2 606 | 2 914 | 3 415 |
| Прочие активы | 1 520 | 2 667 | 2 897 | 2 937 | 3 558 | 3 468 | 4 372 |
| Активы | 52 403 | 92 609 | 125 848 | 118 429 | 137 138 | 153 386 | 179 725 |
| Средства других банков | 7 587 | 14 794 | 13 231 | 8 337 | 10 432 | 12 518 | 15 022 |
| Рознич. счета и депозиты | 7 326 | 10 683 | 12 052 | 15 388 | 19 897 | 24 473 | 29 613 |
| Корпорат. счета и депозиты | 12 662 | 26 415 | 25 451 | 36 394 | 45 541 | 54 649 | 65 579 |
| Долг. бумаги и пр. займы | 16 033 | 21 665 | 47 951 | 32 326 | 33 887 | 31 969 | 36 136 |
| Субординированный долг | 1 169 | 1 171 | 7 704 | 6 445 | 6 087 | 6 087 | 6 087 |
| Прочие обязательства | 634 | 1 380 | 6 112 | 2 521 | 2 992 | 3 414 | 3 902 |
| Обязательства | 45 411 | 76 108 | 112 501 | 101 410 | 118 837 | 133 110 | 156 339 |
| Капитал | 6 604 | 16 207 | 13 255 | 16 678 | 17 911 | 19 845 | 22 914 |
| Доля меньшинства | 388 | 294 | 92 | 341 | 391 | 430 | 473 |
| Всего обяз-ва и собств. ср-ва | 52 403 | 92 609 | 125 848 | 118 429 | 137 138 | 153 386 | 179 725 |
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | | | |
| Процентные доходы | 3 606 | 5 387 | 9 809 | 11 693 | 13 339 | 14 247 | 15 290 |
| Процентные расходы | (1 892) | (2 831) | (5 242) | (7 080) | (7 394) | (7 725) | (8 296) |
| Чистые процентные доходы | 1 714 | 2 556 | 4 567 | 4 613 | 5 944 | 6 522 | 6 994 |
| Отчисления в резервы | (442) | (526) | (2 482) | (4 913) | (4 090) | (2 541) | (1 474) |
| Чист. проц. доходы после резервов | 1 272 | 2 030 | 2 085 | (300) | 1 854 | 3 982 | 5 521 |
| Чистые комиссионные доходы | 351 | 557 | 656 | 628 | 981 | 1 354 | 1 820 |
| Прочие операц. доходы (расходы) | 1 187 | 1 145 | 713 | (122) | 1 218 | 1 328 | 1 499 |
| Всего операционные доходы | 2 810 | 3 732 | 3 454 | 206 | 4 053 | 6 663 | 8 839 |
| Сальдо прочих доходов и расходов | (36) | 35 | - | 31 | - | - | - |
| Расх. на персонал и пр. операц. расх. | (1 370) | (1 948) | (2 711) | (2 332) | (2 943) | (3 420) | (3 989) |
| Доналоговая прибыль | 1 404 | 1 819 | 743 | (2 095) | 1 110 | 3 243 | 4 850 |
| Налог на прибыль | (232) | (305) | (531) | 451 | (222) | (649) | (970) |
| Доля меньшинства | 42 | 34 | (6) | 135 | 27 | 78 | 116 |
| Чистая прибыль | 1 137 | 1 480 | 218 | (1 780) | 861 | 2 517 | 3 763 |
| Скоррект. чистая прибыль | 816 | 1 480 | 218 | (1 780) | 861 | 2 517 | 3 763 |
| Коэффициенты | | | | | | | |
| Маржа | | | | | | | |
| Доходность работающих активов | 8,9% | 8,1% | 9,9% | 10,1% | 10,4% | 9,6% | 9,0% |
| Стоимость привлеченных средств | 5,0% | 4,7% | 5,8% | 6,9% | 6,9% | 6,3% | 5,9% |
| Чистая процентная маржа | 4,2% | 3,9% | 4,6% | 4,0% | 4,6% | 4,4% | 4,1% |
| Доходы | | | | | | | |
| Чист. проц. доходы после резервов | 45% | 54% | 60% | -145% | 46% | 60% | 62% |
| Чистые комиссионные доходы | 12% | 15% | 19% | 305% | 24% | 20% | 21% |
| Прочие доходы | 42% | 31% | 21% | -59% | 30% | 20% | 17% |
| Эффективность | | | | | | | |
| Расходы / доходы | 42,1% | 45,7% | 45,7% | 45,6% | 36,1% | 37,2% | 38,7% |
| Расходы / активы | 3,1% | 2,7% | 2,5% | 1,9% | 2,3% | 2,4% | 2,4% |
| Рентабельность | | | | | | | |
| Доход на средний капитал | 12,6% | 12,3% | 1,5% | (12,6%) | 4,7% | 12,6% | 16,7% |
| Доход на средние активы | 1,8% | 2,0% | 0,2% | (1,5%) | 0,7% | 1,7% | 2,3% |
| Ликвидность | | | | | | | |
| Кредиты / счета и депозиты | 146% | 158% | 232% | 170% | 161% | 154% | 149% |
| Кредиты / активы | 56% | 63% | 69% | 74% | 77% | 79% | 79% |
| Счета и депозиты / обязательства | 44% | 49% | 33% | 51% | 55% | 59% | 61% |
| Качество активов | | | | | | | |
| Резервы / кредиты | 3,2% | 2,5% | 3,6% | 8,5% | 10,6% | 10,9% | 10,2% |
| Резервы / просроченные кредиты | 241% | 211% | 198% | - | - | - | - |
| Резервы / сред. вал. кредиты | 1,7% | 1,2% | 3,3% | 5,3% | 3,8% | 2,0% | 1,0% |
| Достаточность капитала | | | | | | | |
| Коэф. общ. достат-ти капит. | 14,0% | 16,3% | 17,3% | 20,1% | 18,0% | 17,3% | 16,6% |
| Коэф. общ. достат-ти капит. 1-го уровн. | - | - | - | - | - | - | - |
| Активы / Капитал | 7,9 | 5,7 | 9,5 | 7,1 | 7,7 | 7,7 | 7,8 |
| Рост (\$) | | | | | | | |
| Активы | 43% | 77% | 36% | -6% | 16% | 12% | 17% |
| Чистые кредиты | 47% | 100% | 49% | 1% | 19% | 16% | 17% |
| Розничные счета и депозиты | 41% | 46% | 13% | 28% | 29% | 23% | 21% |
| Скорректированная чистая прибыль | 64% | 81% | -85% | - | - | 192% | 50% |
| Скорректированный доход на акцию | 106% | 14% | -87% | - | - | 192% | 50% |
| Акции | | | | | | | |
| Обыкн. на конец года, млрд. шт. | 5 211 | 6 724 | 6 724 | 10 461 | 10 461 | 10 461 | 10 461 |
| Дивиденды на акцию, \$ | 0,0496 | 0,1136 | 0,0359 | 0,0168 | 0,0329 | 0,0962 | 0,1439 |
| Доход на акцию, \$ | 0,44 | 0,50 | 0,06 | (0,46) | 0,16 | 0,48 | 0,72 |
| Капитал на акцию, \$ | 2,54 | 4,82 | 3,94 | 3,19 | 3,42 | 3,79 | 4,38 |

Источник: банк, Тройка Диалог

Руководство компании**Председатель совета директоров
группы компаний Тройка Диалог**

Рубен Варданян

**Главный исполнительный директор
по управлению бизнесом**

Жак Дер Мегредичян

Глава управления глобальных рынков

Питер Гавами

Главный экономист**Управляющий директор**

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление**(495) 258 05 11****Начальник
управления**

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

Стратегический анализ

| | | |
|------------------|---------------------|---------------------|
| Главный аналитик | Кингсмилл Бонд, CFA | +44 (207) 583 32 57 |
| Аналитик | Андрей Кузнецов | (495) 933 98 44 |

Нефть и газ

| | | |
|------------------|------------------|-----------------|
| Старший аналитик | Олег Максимов | (495) 933 98 30 |
| Аналитик | Валерий Нестеров | (495) 933 98 32 |
| Аналитик | Алекс Фэк | (495) 933 98 29 |

Электроэнергетика

| | | |
|------------------|-------------------|-----------------|
| Старший аналитик | Александр Котиков | (495) 933 98 41 |
| Аналитик | Игорь Васильев | (495) 933 98 42 |
| Младший аналитик | Андрей Труфанов | (495) 258 05 11 |

Телекоммуникации, ИТ и медиа

| | | |
|------------------|------------------|-----------------|
| Старший аналитик | Евгений Голосной | (495) 933 98 34 |
| Аналитик | Анна Лепетухина | (495) 933 98 35 |

Металлургия

| | | |
|------------------|---------------------|-----------------|
| Старший аналитик | Сергей Донской, CFA | (495) 933 98 40 |
| Старший аналитик | Михаил Стискин | (495) 933 98 39 |
| Аналитик | Ирина Лапшина | (495) 933 98 52 |

Машиностроение

| | | |
|----------|----------------|-----------------|
| Аналитик | Михаил Ганелин | (495) 933 98 51 |
|----------|----------------|-----------------|

Финансовый сектор

| | | |
|------------------|----------------|-----------------|
| Старший аналитик | Эндрю Кили | (495) 933 98 45 |
| Аналитик | Ольга Веселова | (495) 933 98 46 |

Потребительский сектор

| | | |
|------------------|--------------------|-----------------|
| Старший аналитик | Виктория Соколова | (495) 933 98 36 |
| Аналитик | Михаил Красноперов | (495) 933 98 38 |
| Младший аналитик | Виталий Чакин | (495) 258 05 11 |

Недвижимость

| | | |
|----------|----------------|-----------------|
| Аналитик | Игорь Васильев | (495) 933 98 42 |
|----------|----------------|-----------------|

Химическая промышленность

| | | |
|------------------|----------------|-----------------|
| Старший аналитик | Михаил Стискин | (495) 933 98 39 |
| Аналитик | Ирина Лапшина | (495) 933 98 52 |

Транспорт

| | | |
|----------|----------------|-----------------|
| Аналитик | Кирилл Казанли | (495) 933 98 53 |
|----------|----------------|-----------------|

Компании малой и средней капитализации

| | | |
|----------|----------------|-----------------|
| Аналитик | Михаил Ганелин | (495) 933 98 51 |
|----------|----------------|-----------------|

Анализ рынка

| | | |
|----------|------------------|-----------------|
| Аналитик | Надежда Утенкова | (495) 933 98 55 |
|----------|------------------|-----------------|

Экономика

| | | |
|-------------------|---------------------|-----------------|
| Старший экономист | Антон Струченевский | (495) 933 98 43 |
|-------------------|---------------------|-----------------|

Долговые бумаги

| | | |
|---------------------|--------------------|-----------------|
| Руководитель группы | Александр Кудрин | (495) 933 98 47 |
| Старший аналитик | Антон Табах, CFA | (495) 933 98 57 |
| Старший аналитик | Алексей Булгаков | (495) 933 98 66 |
| Аналитик | Екатерина Сидорова | (495) 933 98 49 |

Украина

| | | |
|------------------|--------------------|---------------------|
| Старший аналитик | Роман Захаров | +38 (044) 207 37 80 |
| Экономист | Ирина Пионтковская | |
| Старший аналитик | Евгений Гребенюк | |
| Старший аналитик | Питер Келлер | |
| Старший аналитик | Иван Харчук | |
| Аналитик | Александр Цепенда | |

Казахстан

| | | |
|----------|------------------|--|
| Аналитик | Заурбек Жунисов | |
| Аналитик | Айнур Медеубаева | |

Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва
Романов переулок, дом 4
Тел. (495) 258 05 00
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление (495) 258 05 11
Операции с акциями (495) 258 05 50
Операции с долговыми бумагами (495) 258 05 10
Трейдера (495) 258 05 25
Опционы (495) 258 05 55
Структурные продукты (495) 258 05 72
Продукты казначейства (495) 258 05 30

Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург
Финляндский проспект, дом 4, лит. А
Бизнес-центр "Петровский форт"
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

Архангельск

Россия, 163000, Архангельск
ул. Поморская, дом 7, оф. 321
Тел. (8182) 420 037

Владивосток

Россия, 690091, Владивосток
ул. Мордовцева, дом 6
Тел. (4232) 49 99 25; факс (4232) 49 99 26

Волгоград

Россия, 400131, Волгоград
ул. Мира, дом 11
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

Воронеж

Россия, 394000, Воронеж
ул. Плехановская, дом 43
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

Екатеринбург

Россия, 620026, Екатеринбург
ул. Куйбышева, дом 44
Центр Международной Торговли, офис 101, 201
Тел./факс (343) 310 70 00

Иркутск

Россия, 664003, Иркутск
ул. Ленина, дом 19
Тел./факс (3952) 56 36 36

Казань

Россия, 420107 Казань
ул. Спартаковская, дом 6
Офисный центр "Suvar Plaza"
Тел./факс (843) 526 55 22

Краснодар

Россия, 350000 Краснодар
ул. Красная, дом 41
Тел./факс (861) 210 6061

Красноярск

Россия, 660049, Красноярск
Проспект Мира, дом 26
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород
ул. Алексеевская, дом 10/16
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж
Тел. (831) 220 1949

Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск
Проспект Димитрова, дом 1
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

Пермь

Россия, 614000 Пермь
ул. Ленина, дом 58
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону
ул. Красноармейская, дом 206
Тел./факс (863) 268 88 99

Самара

Россия, 443001 Самара
ул. Молодогвардейская, дом 204
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

Тюмень

Россия, 625000 Тюмень
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

Уфа

Россия, 450077 Уфа
ул. Достоевского, дом 100/1
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск
ул. Постышева, д. 22а
Бизнес-центр "Хабаровск-Сити", офис 205
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

Челябинск

Россия, 454091, Челябинск
ул. Пушкина, дом 60
Тел. (351) 267 50 30; факс (351) 267 46 79

Ярославль

Россия, 150000, Ярославль
ул. Трехфолева, дом 22
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 44th Floor
New York, NY 10019
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor
London EC4Y 1AE
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

Тройка Диалог Казахстан

Казахстан, Алматы
ул. Курмангазы, дом 61а, 7 этаж
Тел. +7 (727) 244 23 33; факс +7 (727) 244 24 41

Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave
Zachariades Building, Office 301
Nicosia CY-1070
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строго внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.