

Банк Возрождение

Ноябрь, 15

Flashnote

Отчетность за 9 месяцев 2007 года по МСФО

Ticker VZRZ
Price \$65.75
Target price \$74
Recom. покупать

52 нед. max	\$69
53 нед. min	\$25
Капитализация	\$1.543 млрд
Free-float	50%
PE'07	27.8x
PBV'07	3.5x

Банк Возрождение обнародовал благоприятную финансовую отчетность по МСФО по итогам III квартала текущего года. Среди основных позитивных моментов можно выделить следующие:

- темпы роста активов и кредитного портфеля по итогам 9 месяцев текущего года значительно превысили среднерыночные;
- высокие темпы роста продолжает демонстрировать розничный сегмент;
- заметное снижение показателя cost-to-income в III квартале;
- несмотря на проведенную дополнительную эмиссию, повлекшую за собой резкое увеличение размера собственных средств, банк поддерживает ROE на уровне, близком к долгосрочной цели банка – 20%;
- чистая прибыль банка по итогам 9 месяцев 2007 года увеличилась более чем в два раза;
- несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на зарубежных рынках капитала, в октябре банк сумел привлечь синдицированный кредит по относительно невысокой ставке (LIBOR+1.2%).

Негативные моменты:

- замедление темпов роста балансовых показателей банка в III квартале;
- темпы роста объема средств клиентов по итогам 9 месяцев текущего года оказались ниже среднерыночных.

Мы весьма позитивно расцениваем обнародованную финансовую отчетность Возрождения и пока сохраняем свою оценку справедливой стоимости обыкновенных акций на уровне \$74. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, составляет более 12%. Наша рекомендация по бумагам – «ПОКУПАТЬ».

	2006	2007F	2008F	2009F
EPS, \$	1.423	2.335	3.542	4.606
BVPS, \$	10.084	18.546	22.017	26.485
P/BV	7.4	3.5	3	2.5
P/E	52.3	27.8	18.3	14.1
ROE	18%	17%	17%	19%

Денис Мухин
dmuhin@msk.bcs.ru
+7 495 785 53 36

Настоящий отчет подготовлен компанией «Брокеркредитсервис». Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

Финансовая отчетность по МСФО по итогам 9 месяцев 2007 года

Активы Возрождения выросли с начала года на 44.1% и достигли \$4.02 млрд (или 100.28 млрд руб.), объем общего кредитного портфеля составил \$3.09 млрд (или 77.16 млрд руб.), что на 55.3% выше аналогичного показателя по состоянию на начало текущего года. Таким образом, темпы роста активов и кредитного портфеля по итогам 9 месяцев текущего года значительно превысили среднерыночные, которые за данный период составили соответственно 34.9% и 38.5%.

В структуре кредитного портфеля высокие темпы роста продолжает демонстрировать розничный сегмент. Объем ссуд физическим лицам вырос с начала года на 79% – до \$611 млн, заметно опередив среднерыночные темпы – 43.7%. В результате доля кредитов физическим лицам в общем портфеле увеличилась с 16.5% по состоянию на начало года до 19.1% по итогам III квартала. При этом в структуре розничного кредитного портфеля можно отметить следующие тенденции:

- Снижение доли потребительских кредитов (с 32.8% на начало года до 27.3% по итогам III квартала) в пользу сегмента кредитных карт (доля которых выросла с 12.9% до 15.9%). На наш взгляд, в долгосрочной перспективе поддержка «карточного портфеля» будет более выгодна из-за более низких OpEx по данному виду продуктов;
- Продолжающийся рост доли ипотечных кредитов (с 46.2% по состоянию на начало года до 51.6% по итогам III квартала). В результате объем портфеля ипотечных кредитов достиг \$315 млн;
- Снижение доли автокредитов (с 8.1% по состоянию на начало года до 5.2% по итогам III квартала).

Следует также отметить увеличение доли сегмента SME в III квартале до 61% в кредитном портфеле банка после заметного снижения во II квартале – с 65.3% до 60.8%.

Размер собственных средств банка Возрождение по итогам III квартала 2007 года увеличился более чем в 2 раза и составил \$449 млн (или 11.2 млрд руб.). Столь существенный рост собственного капитала связан с тем, что во II квартале текущего года банк успешно разместил дополнительную эмиссию обыкновенных акций объемом \$177 млн. Новая эмиссия позволила увеличить количество акций в свободном обращении на 13.6%, и теперь формально 50% уставного капитала банка может рассматриваться в качестве «акций в свободном обращении».

В III квартале банк Возрождение привлек синдицированный кредит от группы иностранных банков на сумму \$53 млн сроком на 2 года. Сделка по привлечению средств осуществлялась на фоне неблагоприятной конъюнктуры на зарубежных рынках капитала, что негативно сказалось на объеме кредита (\$53 млн вместо запланированных \$60 млн). Тем не менее ставка по кредиту составила LIBOR+1.2% (что ниже ставки по предыдущему займу сроком на год, который был получен в марте).

Чистая прибыль Возрождения по итогам 9 месяцев 2007 года составила \$47 млн (или 1.22 млрд руб.), что более чем в два раза выше показателя за аналогичный период прошлого года. За III квартал банк заработал \$21 млн, что на 37.4% выше аналогичного показателя за II квартал текущего года, который составил более \$15 млн. Увеличение чистой прибыли банка за 9 месяцев текущего года в первую очередь связано с ростом чистых процентных доходов банка (+75.4%). Дополнительную поддержку оказали чистые комиссионные доходы, которые увеличились на 40.7%. Следует отдельно отметить снижение показателя cost-to-income в III квартале до 66.2% (по сравнению с 72.9% во II квартале).

Рентабельность собственного капитала (ROE) и активов (ROA) Возрождения по итогам 9 месяцев составили соответственно 19% и 1.8% (по сравнению с 19.2% и 1.5% за аналогичный период прошлого года). Таким образом, несмотря на

проведенную дополнительную эмиссию, повлекшую за собой резкое увеличение размера собственных средств, банк поддерживает рентабельность на уровне, близком к долгосрочной цели банка – 20%.

Кризис на финансовых рынках Европы и США, спровоцировавший дефицит ликвидности на внутреннем рынке, негативно сказался на балансовых показателях российского банковского сектора по итогам III квартала. Результаты Возрождения в III квартале также оказались скромнее, чем во II квартале. Прирост активов и кредитного портфеля банка за III квартал составил соответственно лишь 11.8% и 12.4% (по сравнению с 14.6% и 17.4% за II квартал). Тем не менее темпы роста активов банка в III квартале были выше среднерыночных.

Несмотря на замедление темпов роста балансовых показателей банка в III квартале, мы весьма позитивно расцениваем обнародованную финансовую отчетность. Вероятнее всего, по итогам 2007 года финансовые показатели банка превысят наши прогнозы. Мы сохраняем нашу оценку справедливой стоимости обыкновенных акций Возрождения на уровне \$74. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, составляет более 12%. Наша рекомендация по бумагам – «ПОКУПАТЬ».

Кризис ликвидности и повышение стоимости заимствований на зарубежных рынках капитала для российских кредитных организаций привели к переоценке рисков в банковском секторе. Именно поэтому в качестве одного из фаворитов на четвертый квартал мы выделяем акции Возрождения, которые помимо наличия потенциала роста в наименьшей степени подвержены рискам, сопряженным с ухудшением конъюнктуры на зарубежных рынках капитала.

Хорошая база, опережающие среднерыночные темпы развития бизнеса банка, а также выбранная стратегия, которая соответствует тенденциям в банковском секторе, способствуют тому, что бумаги Возрождения выглядят привлекательными для инвестиций.

Банковский сектор: статистика (+доля банка Возрождение), \$ млрд

	3Q06	2006	1Q07	1H07	3Q07	Изменение, %				
						2005 - 2006	3Q06-3Q07	2006-3Q07	1Q07-2Q07	2Q07-3Q07
Активы	451	533	600	666	720	57.5%	59.6%	34.9%	11.1%	8.0%
% к ВВП	n/a	54.0%	n/a	n/a	n/a					
%, доля Возрождения (МСФО)	0.52%	0.52%	0.52%	0.54%	0.56%					
Ссудная задолженность	271	319	350	391	442	61.1%	63.3%	38.5%	11.9%	13.0%
% к ВВП	n/a	32.3%	n/a	n/a	n/a					
% к активам	60.0%	59.8%	58.3%	58.7%	61.4%					
%, доля Возрождения (МСФО)	0.64%	0.62%	0.67%	0.70%	0.70%					
Кредиты физ. лицам	64	78	86	99	113	91.4%	77.1%	43.7%	15.2%	13.7%
% к ВВП	n/a	7.7%	n/a	n/a	n/a					
% к активам	14.1%	14.7%	14.4%	14.9%	15.7%					
% доля в общем кредитном портфеле	23.5%	24.6%	24.6%	25.3%	25.5%					
%, доля Возрождения (МСФО)	0.42%	0.43%	0.45%	0.49%	0.54%					
Средства клиентов	269	322	362	401	428	59.1%	59.3%	33.0%	10.8%	6.7%
% к пассивам	59.5%	60.3%	60.4%	60.2%	59.4%					
%, доля Возрождения (МСФО)	0.72%	0.72%	0.67%	0.67%	0.71%					
Вклады физ. лиц	122	144	154	168	182	50.5%	49.7%	26.4%	9.2%	8.1%
% к ВВП	n/a	14.2%	n/a	n/a	n/a					
% доля в общих средствах клиентов	45.3%	44.8%	42.6%	42.0%	42.6%					
%, доля Возрождения (МСФО)	1.03%	1.00%	0.97%	0.97%	0.99%					
Собственный капитал	55	64	78	90	98	49.0%	78.5%	52.0%	16.4%	8.1%
% к ВВП	n/a	6.5%	n/a	n/a	n/a					
% к активам	12.1%	12.1%	12.9%	13.6%	13.6%					
%, доля Возрождения (МСФО)	0.36%	0.33%	0.27%	0.46%	0.46%					
Прибыль	9	14	4	8	11	47.9%	23.8%			
ROE	25.2%	25.5%	25.1%	21.9%	18.8%					
ROA	3.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.4%					

Источник: ЦБ, данные компании, оценка БКС

Банк Возрождение: основные коэффициенты (МСФО)

	9M06	2006	1Q07	2Q07	3Q07	9M07
Рентабельность собственного капитала	19.2%	18.3%	19.9%	19.7%	19.6%	19.0%
Рентабельность активов	1.5%	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%	1.8%
Расходы / операционные доходы	77.7%	79.2%	76.1%	72.9%	66.2%	71.2%
Стоимость размещения средств	11.4%	11.1%	10.9%	11.5%	11.2%	11.2%
Стоимость привлечения средств	5.3%	5.0%	4.9%	5.2%	5.2%	5.1%
Чистый процентный спрэд	6.2%	6.2%	6.0%	6.3%	6.1%	6.1%
Чистая процентная маржа	6.1%	6.2%	6.1%	6.6%	6.4%	6.3%
Ч. процентные доходы / опер. доходы	66.2%	65.0%	70.9%	71.0%	69.0%	70.2%
Ч. комиссионные доходы / опер. доходы	43.5%	38.6%	38.3%	36.5%	36.6%	37.0%
Ценные бумаги / активы	5.3%	5.8%	6.4%	5.6%	5.2%	-
Кредитный портфель / активы	73.7%	71.4%	74.7%	76.6%	76.9%	-
Доля кредитов физическим лицам	14.6%	16.5%	16.0%	17.2%	19.1%	-
Доля сегмента SME в кред. портфеле	74.5%	63.2%	65.3%	60.8%	61.0%	-
Средства клиентов / обязательства	89.0%	89.3%	82.9%	84.5%	85.1%	-
Доля физ. лиц в средствах клиентов	64.8%	62.3%	62.1%	60.8%	59.2%	-

Источник: данные компании, оценка БКС

Баланс (МСФО), \$ млн

	3Q06	2006	1Q07	2Q07	3Q07	Изменение, %			
						3Q06-3Q07	2006-3Q07	2Q07-3Q07	1Q07-2Q07
АКТИВЫ									
Денежные средства и их эквиваленты	167	232	234	196	265	58.3%	14.3%	35.4%	-16.5%
Обязательные резервы на счетах в ЦБ РФ	44	42	46	54	76	71.7%	82.9%	40.2%	19.0%
Торговые ценные бумаги	126	161	202	201	209	66.2%	30.1%	4.1%	-0.3%
Кредиты банкам	145	218	167	230	189	30.6%	-13.1%	-17.6%	37.1%
Кредиты и авансы клиентам	1 743	1 991	2 344	2 752	3 093	77.5%	55.3%	12.4%	17.4%
Осн. ср-ва и нематериальные активы	87	99	101	108	118	35.4%	19.5%	9.5%	6.6%
Прочие активы	52	47	43	54	69	33.4%	47.5%	26.8%	26.9%
ИТОГО АКТИВОВ	2 364	2 789	3 137	3 595	4 019	70.0%	44.1%	11.8%	14.6%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА									
Средства банков	9	16	64	76	76	749.3%	379.5%	0.1%	18.4%
Средства клиентов	1 928	2 304	2 415	2 687	3 039	57.6%	31.9%	13.1%	11.3%
Выпущенные долговые ценные бумаги	161	155	319	275	301	86.2%	93.6%	9.1%	-13.8%
Субординированные депозиты	56	94	95	116	120	116.2%	28.2%	3.2%	22.1%
Прочие обязательства	12	10	21	27	35	201.9%	238.4%	29.6%	29.5%
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ	2 165	2 579	2 915	3 182	3 570	64.9%	38.4%	12.2%	9.2%
СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА									
Уставный капитал	164	167	169	10	10	-93.9%	-94.0%	3.5%	-94.3%
Эмиссионный доход	118	120	122	283	293	148.0%	143.9%	3.5%	132.8%
Резервы / Накопленный дефицит	-83	-78	-79	120	146	n/a	n/a	21.5%	n/a
ИТОГО СОБСТВ. СР-В	199	209	212	413	449	125.9%	114.6%	8.7%	95.0%
ИТОГО ОБЯЗ. И СОБСТВ. СР-В	2 364	2 789	3 126	3 595	4 019	70.0%	44.1%	11.8%	15.0%

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о прибыли и убытках (МСФО), \$ млн

	9M06	1Q07	2Q07	3Q07	9M07	Изменение, %		
						9M06 - 9M07	1Q07-2Q07	2Q07 - 3Q07
Процентные доходы	160	76	91	100	267	66.4%	20.1%	9.7%
Процентные расходы	-74	-34	-39	-43	-116	56.0%	16.9%	9.9%
ЧИСТЫЕ ПРОЦ. ДОХОДЫ	86	42	52	57	151	75.4%	22.7%	9.6%
Резерв под обесценение кредитного портф.	-18	-9	-9	-11	-29	58.3%	6.1%	14.5%
ЧИСТЫЕ ПРОЦ. ДОХОДЫ (после резервов)	68	33	42	46	122	80.0%	27.1%	8.5%
Ч. доходы по операциям с торг. цен. бум.	0.8	0.9	0.3	0.1	1.3	66.0%	-68.4%	-54.8%
Ч. доходы по операциям с ин. валютой	1.2	2.1	2.5	3.2	7.7	537.0%	20.5%	28.0%
Ч. доходы от переоценки ин. валюты	4.4	-0.4	-0.3	-1.0	-1.7	n/a	-28.5%	n/a
Комиссионные доходы	60.0	24.9	28.5	32.0	85.4	42.4%	14.1%	12.6%
Комиссионные расходы	-3.4	-2.1	-1.8	-1.9	-5.8	70.4%	-14.7%	7.9%
Убытки от выбытия кред. и авансов кл.	-2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
Доходы по дивидендам	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	-82.4%	n/a	-99.2%
Прочие операционные доходы	1.9	0.9	1.4	4.0	6.2	233.5%	58.8%	185.2%
ОПЕРАЦИОННЫЕ ДОХОДЫ	130	60	73	82	215	65.3%	22.4%	12.7%
Адм. и прочие операционные расходы	-101	-45	-53	-54	-153	51.6%	17.3%	2.3%
ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ	29	14	20	28	62	112.9%	38.6%	40.8%
Расходы по налогу на прибыль	-7	-4	-4	-7	-15	126.6%	14.9%	52.8%
ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД	23	10	15	21	47	108.9%	47.3%	37.4%

Источник: данные компании, оценка БКС

Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

BCS Research Group

Макс Шейн
Руководитель департамента
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница,
потребтовары, девелопмент
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Промышленное строительство,
транспорт, удобрения
azhdanova@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skozytsyn@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Балабанов Филипп
Ассистент
fbalabanov@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

Павел Васев
Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
Консультант по инвестициям
amanaev@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Ринат Темербеков
Sales Trader
rinat@bcs.ru

Александр Микин
Trader
amikin@msk.bcs.ru

Денис Новиков
Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Ольга Карельская
ИО начальника отдела
консультирования
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин
Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
Консультант по инвестициям
akletskiy@msk.bcs.ru

Андрей Бычин
Зам. Начальника отдела
консультирования
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов
Старший консультант по
инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Trader
agubanov@msk.bcs.ru

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.