

IPO ВТБ: Аттракцион для смелых и терпеливых...

Беленькая Ольга

Тикер в РТС	
Рыночная капитализация	
Стоимость компании (EV)	
Кол-во обыкн. акций	5 211 112 400 000
Кол-во обыкн. акций после IPO (max)	6 945 446 266 664
Кол-во прив. акций	
Free float	
Диапазон цен АО за год	
Диапазон цен АП за год	

Финансовые показатели, млн. \$			
	2004	2005	2006
Чистый процентный доход	574	839	1745
Чистый опер. доход	924	1515	2810
Чистая прибыль	208	511	1179
Капитал	2709	5269	6992
Активы	17 810	36 723	52 403

Показатели рентабельности, %			
	2004	2005	2006
ROE	8%	13%	19%
ROA	1,4%	1,9%	2,7%
Операционные издержки / активы	-4,3%	-2,7%	-3,1%
Комиссионный доход / Опер. доход	11%	11%	12,5%

ОАО «ВТБ»
<http://www.vtb.ru/>

Клиенты ИК «ФИНАМ» могут принять участие в IPO «ВТБ». Более подробную информацию Вы можете получить [здесь](#).

25 апреля ВТБ объявил ориентировочный диапазон цены планируемого IPO обыкновенных акций и Глобальных депозитарных расписок (GDR). Он составит 11,3-13,9 коп. за акцию (\$8,77-10,79 за 1 GDR), что соответствует оценке капитализации ВТБ до IPO на уровне \$22,85-28,10 млрд.

Наша оценка справедливого диапазона составляет 9-14 коп. за акцию. При этом оптимальной для первичного размещения, на наш взгляд, является цена до 12 коп. за акцию, поскольку при размещении по верхней границе диапазона меньше вероятность уверенного роста бумаги после начала вторичных торгов.

Вместе с тем, в среднесрочном плане инвестиции в акции ВТБ представляются очень перспективными. Значительное увеличение акционерного капитала в ходе IPO (по нашим оценкам, с 7,0 до \$13,8-15,4 млрд.) будет сопровождаться снижением значения ключевого критерия для экспресс-оценки стоимости банка - P/BV - примерно до 2,1-2,4, что существенно ниже среднерыночных значений. Таким образом, исходя из фундаментальных предпосылок, акции ВТБ практически обречены на рост, по крайней мере, до уровня, соответствующего 3-х кратному отношению капитализации к размеру увеличенного собственного капитала (P/BV) (\$41-46 млрд. или 15,8-17,6 коп. за акцию), и мы полагаем, что это может произойти уже к концу 2007 года (потенциал роста 27-40%).

На наш взгляд, процедура участия в IPO при механизме неконкурентных заявок для розничных инвесторов сопряжена с рисками приобрести бумагу по завышенной цене, поэтому рекомендуем инвесторам принимать решение об участии в IPO с учетом указанных рисков. Участие в IPO можно рекомендовать долгосрочным инвесторам, готовым переждать в бумагах возможное ухудшение конъюнктуры.

25 апреля ВТБ объявил ориентировочный диапазон цены планируемого IPO обыкновенных акций и Глобальных депозитарных расписок (ГДР). В пресс-релизе ВТБ утверждается, что ориентировочный диапазон цены акции составляет от 11,3 до 13,9 копеек за акцию, что по официальному курсу, установленному Банком России на 25 апреля 2007 года (25,7760 руб./\$), соответствует предполагаемой капитализации ВТБ ориентировочно от \$22 845 млн. до \$28 102 млн без учета полученных в связи с IPO средств. Также данный ценовой диапазон соответствует 8,77-10,79 долларов США за 1 ГДР, представляющую имущественное право на 2 000 акций.

ВТБ намеревается зарегистрировать ГДР на Лондонской фондовой бирже. Акции допущены к торгам и включены в котировальный список «В» в Российской торговой системе (РТС) и на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), код ценной бумаги VTBR. Прием заявок физических лиц производится с 9 апреля по 7 мая. С 25 апреля по 10 мая ВТБ проводит road show в рамках IPO. Книга заявок, как ожидается, будет закрыта 10 мая, прайсинг (определение окончательной, единой для всех инвесторов цены размещения) может состояться 11 мая.

Ориентировочный диапазон размещения 11,3-13,9 коп. за акцию, что соответствует предполагаемой капитализации ВТБ до IPO \$22 845 – 28 102 млн.

Мы подробно анализировали ВТБ (включая SWOT-анализ) и предстоящее IPO в аналитическом обзоре «ВТБ на подходе - Сбербанку теперь не будет одиноко» от 13.04.2007 г. Мы рекомендовали нашим клиентам участвовать в IPO ВТБ, если ценовой диапазон составит 9-14 коп. за акцию, отмечая при этом, что оптимальной для первичного размещения, на наш взгляд, является цена до 12 коп. за акцию, поскольку при размещении по верхней границе диапазона меньше вероятность уверенного роста бумаги после начала вторичных торгов.

Теперь, с объявлением ценового диапазона (пусть даже ориентировочного) появилась возможность для более четких рекомендаций.

Табл. 1. Оценки стоимости ВТБ

	Нижняя граница предполагаемой капитализации Мсар min, \$ млрд	Минимальная цена P min., \$	Минимальная цена P min, руб	Верхняя граница предполагаемой капитализации Мсар max, \$млрд	Максимальная цена P max, \$	Максимальная цена P max, руб.
Диапазон ВТБ	22,845	0,0044	0,113	28,102	0,0054	0,139
Оценки букраннеров:						
Citigroup	22,7	0,0044	0,112	40	0,0077	0,198
Deutsche Bank	26,5	0,0051	0,131	31,4	0,006	0,155
Ренессанс Капитал	29	0,0056	0,143	33	0,0063	0,163
Оценка ИК Финам (13.04.2007 г.)	18,03	0,0035	0,089	27,97	0,0054	0,138

Источник - ВТБ, отчеты букраннеров, Интерфакс, оценки ИК «Финам»

Табл. 1 показывает, что верхняя граница ориентировочного диапазона ВТБ практически полностью совпадает с нашей максимальной оценкой и, с точки зрения оценок букраннеров, является вполне умеренной.

Нижняя граница диапазона соответствует P/BV-2006 = 3,3, что ниже соответствующего коэффициента для Сбербанка непосредственно после размещения допэмиссии (3,59) и на 40% ниже коэффициента P/BV-2006 для Сбербанка непосредственно перед размещением допэмиссии (5,5).

Верхняя граница диапазона соответствует P/BV-2006=4,0. Это близко к среднему значению мультипликатора для российских публичных банков и к текущему значению P/BV для Сбербанка. Среднее значение рыночного мультипликатора P/BV-2006 для российских банков составляет 5,4, для аналогов развивающихся рынков - 3,7.

Верхняя граница ориентировочного диапазона ВТБ практически полностью совпадает с нашей максимальной оценкой (9-14 коп. за акцию)

Между тем, с учетом структуры бизнеса ВТБ - в частности, значительно более низкой рентабельности по сравнению со Сбербанком, дисконт к оценке лидера российского банковского сектора вполне объясним. Также, на наш взгляд, оправдан и дисконт к оценке большинства банковских акций из-за значительно более низкой предсказуемости доходов ВТБ (в прошлом году около трети чистой прибыли пришлось на доходы от крупных разовых инвестбанковских сделок).

Как ожидается, размещаться будет не весь объем доэмиссии (24,97% уставного капитала ВТБ после IPO), а меньшее значение - 22,5%. Об этом сообщило ряд СМИ со ссылкой на источник, близкий к ВТБ - планируется разместить 22,5% акций от увеличенного уставного капитала и привлечь свыше \$6 млрд. в ходе IPO. Таким образом, мы корректируем оценку объема размещения с 1 трлн. 734 млрд. 333 млн. 866 тыс. 664 акции до 1 трлн. 562 млрд. 725 млн. 409 тыс. 999 акций. Оставшиеся 2,5% увеличенного уставного капитала, вероятно, будут зарезервированы для обмена на 25% акций ПСБ.

Табл. 2 Прогнозы стоимости ВТБ

	Стоимость всего банка до IPO, \$ млрд.	Размер собственного капитала (BV-2006) до IPO, \$ млрд.	P/BV - 2006	общее количество акций до IPO, млн.	цена акции, \$	цена акции, руб	количество акций доэмиссии, млн.	Стоимость новой доэмиссии (\$ млрд)	общее количество акций после IPO, млн.	Оценка капитализации и ВТБ после IPO, \$ млрд	BV после IPO, \$ млрд.	P/BV после IPO	Справедливая стоимость банка (P), исходя из P/BV=3 (BV после IPO)	Справедливая стоимость 1 акции банка к концу 2007 г., \$	Справедливая стоимость 1 акции банка к концу 2007 г., руб	Потенциал роста, %
Вариант 1 - нижняя граница диапазона	22,845	6,992	3,3	5211112,4	0,0044	0,113	1562725,4	6,85	6773837,8	29,70	13,84	2,1	41,5	0,0061	0,158	40%
Вариант 2 - верхняя граница диапазона	28,102	6,992	4,0	5211112,4	0,0054	0,139	1562725,4	8,43	6773837,8	36,53	15,42	2,4	46,3	0,0068	0,176	27%

По нашим оценкам, потенциал роста стоимости ВТБ до конца года может составить 27-40%

В ходе IPO банк может привлечь \$6,8-8,4 млрд. и увеличить свою капитализацию до \$30-36,5 млрд., а капитал - до \$13,8-15,4 млрд. и будет торговаться с P/BV на уровне 2,1-2,4, что существенно ниже среднеотраслевых значений для российских банков. По итогам 2007 г. мы ожидаем среднее значение P/BV для российских банков на уровне 3,9, для EM-аналогов - 3,2. Это должно способствовать росту его рыночной стоимости в среднесрочной перспективе. Мы полагаем, что уже к концу 2007 г. значение рыночного мультипликатора P/BV ВТБ восстановится до 3,0. Это означает, что к концу 2007 г. рыночная капитализация ВТБ может увеличиться до \$41-46 млрд. (15,8-17,6 коп. за акцию). Таким образом, по нашим оценкам, потенциал роста стоимости акций ВТБ составляет 27-40%. Однако достижение нового уровня справедливой стоимости будет происходить постепенно, по мере освоения банком нового капитала. Поскольку это предполагает оптимистичный сценарий развития, мы исходим из консервативного подхода и определяем справедливый диапазон стоимости ВТБ на текущий момент.

В среднесрочном плане инвестиции в акции ВТБ представляются очень перспективными.

На наш взгляд, IPO второго крупнейшего госбанка России должно пройти успешно, поскольку при высоком уровне спроса на высоколиквидные банковские акции их предложение до сих пор весьма ограничено, и акции ВТБ будут неизбежно рассматриваться крупными институциональными инвесторами как привлекательный инструмент диверсификации в до сих пор практически монополизированном Сбербанком банковском сегменте. Между тем, поскольку планируется размещение от половины до 70% доэмиссии на внешнем рынке, успех IPO будет зависеть, прежде всего, от спроса со стороны институциональных инвесторов.

Еще раз отметим основные возможности и риски инвестиций в акции ВТБ, приведенные в нашем SWOT-анализе (13/04/2007)

Однако при размещении по верхней границе диапазона возможна слабая динамика рыночных котировок после начала торгов. Поэтому участие в IPO можно рекомендовать долгосрочным инвесторам, готовым переждать в бумагах возможное ухудшение конъюнктуры

Сильные стороны, возможности. В среднесрочном плане инвестиции в акции ВТБ представляются очень перспективными. Группа ВТБ - уникальный российский институт, активно работающий за пределами России, занимающий исторически сильные позиции на международных финансовых рынках. Банк занимает второе место в российском банковском секторе почти по всем ключевым показателям (активы, капитал, чистая прибыль, средства клиентов, кредитный портфель). Еще одним существенным преимуществом является высокая надежность - контрольный пакет принадлежит государству, банк имеет высшие рейтинги надежности от международных рейтинговых агентств. Мы позитивно оцениваем амбициозные планы группы ВТБ по развитию бизнеса в среднесрочной перспективе (до 2010 г.), в частности, вхождение в 50 крупнейших банков мира и 30 крупнейших банков Европы по капиталу, примерно 3-х кратный рост активов, капитала и кредитного портфеля, значительное увеличение доли рынка в корпоративном, розничном, инвестиционном бизнесе. Мы полагаем, что планы по масштабному финансированию промышленности и нацпроектов, существенному расширению банковского обслуживания внешнеэкономической деятельности российских корпоративных клиентов будут опираться на безусловную поддержку ключевого акционера - государства. В то же время существенное изменение структуры капитала, превращение банка в крупнейшую публичную корпорацию с высокой долей иностранных институциональных инвесторов позитивно с точки зрения корпоративного управления.

Слабые стороны, риски. Сохранение существенного влияния государства (после IPO и до 2010 г. - 75% в капитале), на наш взгляд, создает и определенные риски, связанные с потенциальным конфликтом политических целей и интересов бизнеса, что может негативно отразиться на стоимости банка. Определенные **риски** связаны со **структурой доходов ВТБ** - значительная доля чистой прибыли приходится на эффект от разовых сделок, рентабельность капитала значительно ниже, чем у основного российского конкурента - Сбербанка.

Определенные риски связаны с механизмом неконкурентных заявок для физических лиц, с ориентировочным характером ценового диапазона IPO ВТБ и с безотзывностью заявок

Как мы отмечали в предыдущем обзоре, **оптимальной для первичного размещения, на наш взгляд, является цена до 12 коп. за акцию**, поскольку при размещении по верхней границе диапазона меньше вероятность уверенного роста бумаги после начала вторичных торгов. Более того, не исключено и «проседание» котировок после выхода бумаг на биржу. Поэтому **участие в IPO можно рекомендовать долгосрочным инвесторам, готовым переждать в бумагах возможное ухудшение конъюнктуры.**

Еще раз отметим **риски участия в IPO для розничных инвесторов:**

1. В отличие от размещения допэмиссии Сбербанка, отсутствуют какие-либо рыночные ориентиры, и все оценки справедливой стоимости банка носят условный характер.
2. Механизм IPO ВТБ для розничных инвесторов предусматривает указание в заявке только суммы, направляемой на приобретение акций, без возможности ограничения максимальной цены (неконкурентные заявки). При этом ценовой диапазон размещения, объявленный банком, носит **ориентировочный**, а не обязательный для банка характер, т.е. нельзя исключить, что при избыточном спросе окончательная цена размещения будет установлена выше верхней границы диапазона. Между тем, оплата заявки должна быть произведена до объявления цены размещения (также в отличие от SPO Сбербанка), причем отказ от оплаты поданных заявок в случае, если цена не устроит инвестора, не предусмотрен.

На наш взгляд, такая процедура сопряжена с рисками приобрести бумагу по завышенной цене, поэтому рекомендуем инвесторам принимать решение об участии в IPO с учетом указанных рисков.

Аналитический Отдел

Бутов Александр
Butov@finam.ru
 Руководитель отдела

Аналитики:

Беленькая Ольга
Belenkaya@finam.ru
 Экономика, Банковский сектор

Бирг Семён
Birg@finam.ru
 Стратегии, Электроэнергетика

Юшкова Елена
Yushkova@finam.ru
 Электроэнергетика

Кочешкова Наталья
Natali_k@finam.ru
 Металлургия, Машиностроение

Горев Денис
Gorev@finam.ru
 Угольная отрасль, Metallургия

Фильченков Сергей
Filchenkov@finam.ru
 Потребительский сектор

Сергиевский Владимир
Sergievskiy@finam.ru
 Транспорт

Фролов Михаил
Frolov@finam.ru
 Химия, Нефтехимия

Хабицов Тимур
Khabitsov@finam.ru
 Нефтепереработка, Нефтехимия

Суханова Анна
Sukhanova@finam.ru
 Ассистент аналитика

Инвестиционный Холдинг "Финам"

Справочно-консультационный центр
Оперативные ответы на все ваши вопросы по телефонам
 +7 (495) 796-90-26,
 +7 (495) 796-93-88, доб. 221
 +7 (800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»
Серебренников Дмитрий
Ag@finam.ru
 +7 (495) 204-84-34

Отдел международной торговли
Юдашкин Григорий
Yudashkin@finam.ru
 +7 (495) 204-8168. Факс: +7 (495) 204-8107

Служба по связям с общественностью и СМИ
Кочетков Владислав
Kochetkov@finam.ru
 +7 (495) 204-82-36

Отдел pre-sales
Дюпин Алексей
alexnd@finam.ru
 +7 (495) 796-93-88, доб. 248

Управление по работе с регионами
Шульга Андрей
Shoulga@finam.ru
 +7 (495) 796-93-88, доб. 274

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.