

ВТБ на подходе: Сбербанку теперь не будет одиноко...

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	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](#).

С 9 апреля по 7 мая проводится прием заявок от населения на покупку акций ВТБ в рамках IPO. Ценовой диапазон размещения будет объявлен в конце апреля (ориентировочно, 26 апреля), а цена размещения будет определена 11 мая. Механизм IPO ВТБ для физических лиц предусматривает только неконкурентные заявки (указание в заявке только суммы, направляемой на приобретение акций, без возможности ограничения максимальной цены), при этом оплата производится до объявления цены размещения. На наш взгляд, такая процедура сопряжена с определенными ценовыми рисками для розничных инвесторов, поэтому рекомендуем дождаться объявления ценового диапазона и после этого принимать решение об участии в IPO. В то же время основной объем размещения придется на институциональных инвесторов, которые смогут подавать конкурентные заявки, формирующие единую цену размещения, что дает основание надеяться на то, что она будет близка к рыночным ожиданиям.

Мы рекомендуем нашим клиентам участвовать в IPO ВТБ при целевом ценовом диапазоне 9-14 коп. за акцию. Это соответствует оценке стоимости банка в \$18-28 млрд. до IPO ($P/BV-2006 = 2,6-4$) и \$24-37 млрд. - непосредственно после. 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 \$13-16 млрд.) будет сопровождаться снижением значения ключевого критерия для экспресс-оценки стоимости банка - P/BV - примерно до 1,8-2,3, 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) (\$39-49 млрд. или 14-18 коп. за акцию), и мы полагаем, что это может произойти уже к концу 2007 года.

Описание компании

Исторически развиваясь как ведущий госбанк, специализирующийся на внешнеторговых операциях, ВТБ принял курс на универсализацию бизнеса и превращение в крупнейший финансовый институт мирового уровня

ВТБ - один из лидеров национального банковского сектора. Группа ВТБ занимает второе место в России по величине активов, объему кредитного портфеля и привлеченных депозитов. В списке 1000 крупнейших банков мира по капиталу за 2005 год авторитетного журнала The Banker ВТБ занял 122 место. В течение следующих трех-пяти лет банк планирует занять место среди 50 крупнейших банков мира и 30 крупнейших банков Европы по капиталу.

ВТБ был создан в 1990 г. для обслуживания внешнеторговых расчетов Российской Федерации. До конца 2002 г. ВТБ находился в собственности Банка России. В октябре 2002 г. в соответствии со Стратегией развития банковского сектора РФ, принятой в 2001 г. Правительством РФ и Банком России, 99,96% акций ВТБ, принадлежавших Банку России, были проданы Правительству Российской Федерации.

В 2002 г. банк принял стратегию на универсализацию бизнеса. В период 2004-2006 гг. Банк активно развивался как крупная международная финансовая группа, произведя ряд значительных приобретений банковских активов в России и за ее пределами.

В Группу ВТБ сегодня входят несколько банков в России (крупнейшие - ВТБ, ВТБ-24 и ПСБ). Сеть дочерних банков ВТБ за рубежом включает кредитные учреждения в Лондоне (Великобритания), Париже (Франция), Цюрихе (Швейцария), Франкфурте-на-Майне (Германия), Лимассоле (Кипр), Вене (Австрия), Люксембурге, Луанде (Ангола), Киеве (Украина), Тбилиси (Грузия) и Ереване (Армения), а также представительства в Милане (Италия), Пекине (Китай), Дели (Индия), Минске (Беларусь). Кроме того, в Группу ВТБ входят компании, специализирующиеся на небанковских финансовых услугах, в том числе управлении активами, лизинге, страховании, негосударственном пенсионном обеспечении. В 2006 г. был проведен стратегический ребрендинг, в рамках которого Банк ВТБ и его дочерние банки в России, странах СНГ, Европы, а также вновь открытые в 2006 году подразделения в странах Азии и Африки перешли под бренд ВТБ

Общая численность сотрудников Группы ВТБ составляет более 25 тыс. человек. Клиентами Группы ВТБ являются более 150 тыс. российских компаний и свыше 1,5 млн. физических лиц. Группа присутствует в 67 из 86 регионов России, имеет 524 офиса продаж. Клиентами ВТБ являются более 65% всех крупных российских компаний, которым наряду с традиционными банковскими услугами предлагаются высокотехнологичные и современные продукты, такие как расчетный центр клиента, лизинг, факторинг, займы в золоте, хеджирование валютных рисков, интернет-банкинг, интернет-трейдинг и т.п.

По итогам 2006 г. банк существенно повысил рентабельность, чистая прибыль увеличилась более, чем в 2 раза, а собственный капитал достиг почти \$7 млрд.

В соответствии с консолидированной отчетностью Группы ВТБ по МСФО на 1 января 2007 года активы Группы превысили 52 млрд. долл. США, увеличившись за 2006 год более чем на 40%. Собственные средства достигли 7 млрд. долл. США по сравнению с 5,3 млрд. долл. США годом ранее. Сформированный клиентский кредитный портфель банков Группы ВТБ вырос почти в 1,5 раза и достиг 29 млрд. долл. США. Чистая прибыль по итогам 2006 года составила рекордную в истории Группы ВТБ величину 1,2 млрд. долл. США, что более чем в 2 раза превышает аналогичный показатель по итогам 2005 года. Такие показатели роста были достигнуты как в результате органического роста, так и путем приобретения банков в России, СНГ и Западной Европе. Это позволило ВТБ расширить географическое присутствие, а также линейку предлагаемых банковских продуктов и услуг. Более того, Группа смогла достигнуть столь высоких темпов роста на фоне повышения эффективности бизнеса (возврат на средний капитал (ROAE) составил 19,7% по итогам 2006 года по сравнению с 8,2% за 2004 год).

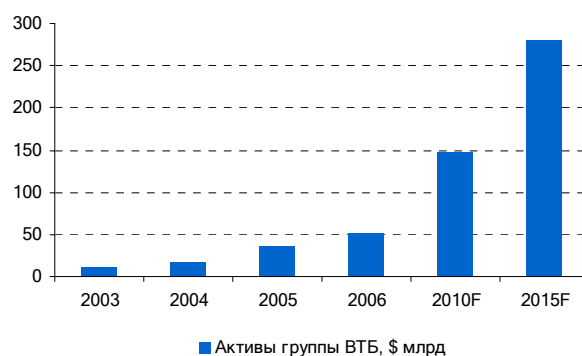
Доля ВТБ на рынке банковских услуг России, 2006 г.

	Агрегированные показатели российского банковского сектора, млрд. долл.	Группа ВТБ, млрд. долл.	Доля ВТБ
Активы	533,44	52,40	9,8%
Собственный капитал	64,29	6,99	10,9%
Кредиты клиентам	358,48	29,26	8,2%
Кредиты физ. лицам	78,44	2,5	3,2%
Депозиты и вклады физ. лиц	144,08	7,3	5,1%
Депозиты и вклады корпоративных клиентов	173,60	12,7	7,3%

К 2010 г. ВТБ планирует увеличить свою рыночную долю в России до 12%, в том числе в корпоративном бизнесе - до 15-18%, в розничном бизнесе - до 10-11%.

К 2010 г. ВТБ планирует увеличить свою рыночную долю в России до 12%, в том числе в корпоративном бизнесе - до 15-18%, в розничном бизнесе - до 10-11%. По словам председателя правления ВТБ А. Костина, группа будет открывать по отделению в день в течение нескольких лет в 70 регионах России. Через три года региональная сеть Группы ВТБ будет насчитывать более 750 точек продаж, ставится задача к 2010 году обеспечить присутствие ВТБ 24 во всех городах России с населением более 150 тыс. человек.

Рис. Динамика активов группы ВТБ, \$ млрд.

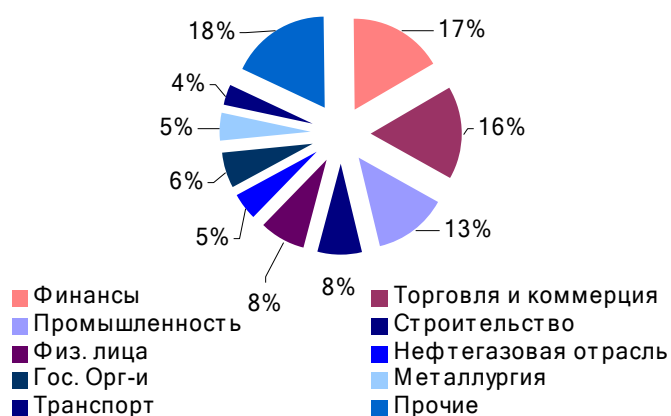


Источник - данные банка, оценки МЭРТ

Как утверждается в материалах правительства, посвященных стратегии увеличения собственного капитала ВТБ, к концу 2010 г. величина консолидированных активов Группы ВТБ вырастет по отношению к текущему уровню почти в 3 раза и составит порядка 3,9 трлн руб. До 15% активов Группы ВТБ будет сосредоточено за пределами России (Европа - 7-8%, СНГ - 6%, Азия и Африка - 1-1,5%). Ключевыми рынками СНГ для Группы сейчас являются Украина, Грузия и Армения, а также Беларусь, Казахстан, Азербайджан, Узбекистан и Кыргызстан, которые Группа рассматривает в качестве новых приоритетных регионов. К 2015 г. прогнозируется рост консолидированных активов до 7,5-9 трлн. руб.

ВТБ - один из ведущих кредиторов российской экономики. В ряде ключевых отраслей экономики, таких как ОПК, атомная промышленность, угольная промышленность, черная металлургия, энергомашиностроение, электроэнергетика, строительство, взаимодействие с органами исполнительной власти и некоторых других доля Банка в кредитовании крупных корпоративных клиентов составляет более 10-20%.

Рис. Структура кредитного портфеля ВТБ, 2006 г.



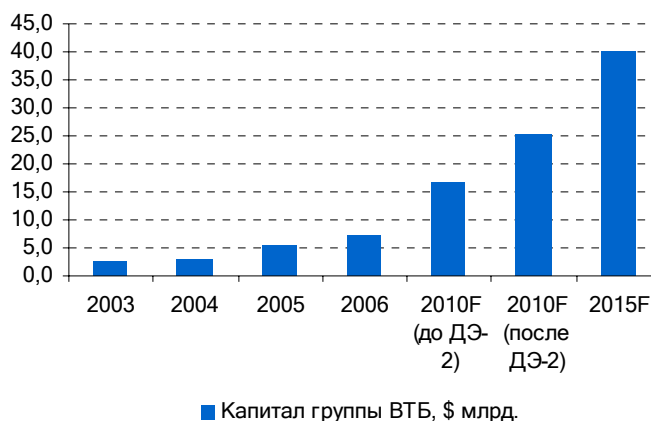
К 2010 г. активы, собственный капитал и кредитный портфель группы планируется увеличить примерно в 3 раза.

К 2010 г. группа ВТБ планирует увеличить кредитный портфель в 3,3 раза. Доля промышленности в портфеле должна превысить 50%, увеличится также доля ипотечного и потребительского кредитования. Опережающими темпами будет расти кредитование отраслей, связанных с технологическим и инновационным перевооружением экономики РФ. В частности, объем кредитования электроэнергетики возрастет к 2010 г. в 6,1 раза, машиностроения (включая ОПК и атомную промышленность) - в 6 раз, транспорта и транспортного машиностроения - в 6,2 раза, отраслей связи и информационных технологий - в 5,5 раз.

На сегодняшний день ВТБ находится на лидирующих позициях в основных сегментах инвестиционного бизнеса, в частности, входит в десятку ведущих финансовых консультантов по M&A, занимает 2-ое место в рейтингах организаторов и андеррайтеров выпусков российских корпоративных и муниципальных облигаций, входит в число лидеров рынка финансирования инвестиционных проектов. В 2006 году ВТБ приступил к финансированию 11 новых инвестиционных проектов как в Российской Федерации, так и в странах СНГ и дальнего зарубежья, общая сумма участия в которых превышает 31 млрд. рублей. Банк рассматривает развитие инвестиционной деятельности на базе ВТБ Европа в качестве одного из приоритетных стратегических направлений.

Ускоренный рост активов группы ВТБ приводит к необходимости поддержания достаточного уровня капитала. Новый капитал нужен банку и для того, чтобы поддерживать на приемлемом уровне значение норматива максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (норматив "Н6"). Поэтому повышение капитализации становится весьма актуальной среднесрочной задачей банка.

Рис. Динамика капитала группы ВТБ, \$ млрд.



Источник - ВТБ, материалы правительства, оценки ИК ФИНАМ

С помощью IPO государство надеется превратить ВТБ в крупнейшую публичную корпорацию

В стратегии Группы ВТБ предусмотрено увеличение капитала к 2010 г. до 440-480 млрд руб., к 2015 г. - до 1,1-1,25 трлн руб. В качестве оптимального варианта увеличения капитализации избрана комбинация IPO (в 2 этапа - 2007 г. и 2010 г.) и капитализации части чистой прибыли. Благодаря проведению IPO показатели достаточности капитала ВТБ должны возрасти в 2007 г. с минимально допустимых до 16-18%, что обеспечит необходимый запас финансовой устойчивости ВТБ на последующие 3-4 года.

Альтернативные методы повышения капитализации - бюджетные вливания и продажа акций банка стратегическому инвестору, по мнению правительства, имеют существенные недостатки. С помощью IPO государство надеется превратить ВТБ в крупнейшую публичную корпорацию, остающуюся под контролем государства без доступа к управлению консолидированной группы стратегических инвесторов.

Стратегия развития группы предусматривает превращение ВТБ в финансовый институт мирового уровня, существенное увеличение финансирования приоритетных отраслей промышленности, нацпроектов (АПК, "Доступное и комфортное жилье), 8-кратный рост ипотечного кредитования населения.

Финансовые результаты

10 апреля группа ВТБ опубликовала годовую отчетность за 2006 г. по МСФО. Итоги превысили как наши предварительные оценки, так и озвученные ранее представителями банка данные о значениях чистой прибыли и собственного капитала.

Итоги отчетности группы ВТБ за 2006 г. превысили наши предварительные ожидания. Вместе с тем, значительная доля чистой прибыли пришла на эффект от крупных разовых сделок.

Консолидированные активы Группы ВТБ увеличились на 42,7% до \$52,4 млрд., а капитал - на 32,7% - почти до \$7 млрд. Консолидированная чистая прибыль Группы ВТБ в 2006 году составила 1 179 млн. долл., превысив показатель 2005 года на 130,7%, что является очередным рекордным уровнем в истории Группы. Рост прибыли был обеспечен, в первую очередь, увеличением процентных и комиссионных доходов. Между тем, без учета эффекта от разовых крупных сделок (продажа акций КамаЗа (\$89 млн.), продажа акций ММБ (\$232 млн.) и прибыль от деконсолидации дочерних компаний (\$54 млн.) чистая прибыль в 2006 г. составила \$804 млн., на 57,3% превысив показатель 2005 г. Таким образом, на эффект от крупных разовых сделок приходится 32% чистой прибыли 2006 г.

Чистый операционный, доход увеличился на 84,5% по сравнению с 2005 г. Доля чистого процентного дохода в чистом операционном доходе возросла с 59,8% до 62,1%, а доля комиссионного дохода - с 11% до 12,5%. При этом именно доходы по кредитам обеспечили 79,0% от суммарных процентных доходов.

Показатель эффективности затрат банка - отношение Cost/Income - продолжает улучшаться. Отношение операционных расходов к доходам сократилось с 65,2% в 2004 г. до 54% в 2005 г. и до 50,8% - в 2006 г. Отметим, это весьма хороший уровень - для Сбербанка в 2005 г. показатель превышал 56%, а для Возрождения - 76,1%

Основные показатели отчета о прибыли и убытках

млн. долл	2005	2006	Изменение 2006/2005	2006, наши оценки	Отклонение факта от прогноза, %
Процентные доходы	1830	3637	98,7%	3473	4,7%
Процентные расходы	-920	-1892	105,7%	-1860	1,7%
Чистые процентные доходы	910	1745	91,8%	1613	8,2%
Расходы на создание резерва под обесценение кредитного портфеля	-103	-442	329,1%		
Доходы за вычетом расходов по операциям с ценными бумагами	261	535	105,0%		
Чистый комиссионный доход	168	351	108,9%	355	-1,0%

Доходы за вычетом расходов от переоценки валютных статей	-8	265			
Чистый операционный доход	1523	2810	84,5%	2525	11,3%
Расходы на содержание персонала и административные расходы	-739	-1370	85,4%	-1280	7,0%
Прибыль до налогообложения	703	1404	99,7%	1245	12,7%
Чистая прибыль	511	1179	130,7%	1088	8,4%
Чистая прибыль без учета разовых крупных сделок*	511	804	57,3%		

* - продажа акций КамаЗа (\$89 млн.), продажа акций ММБ (\$232 млн.) и прибыль от деконсолидации дочерних компаний (\$54 млн.)

ВТБ увеличивает долю кредитов в активах, опережающими темпами растет доля розничного кредитования.

Банк показал уверенный рост основных балансовых показателей за 2006 г. Консолидированные активы Группы возросли в 2006 году на 42,7% и достигли 52 403 млн. долл. Это несколько ниже общеотраслевой динамики прошлого года - 44% в рублевом выражении и 50% - в долларовом. Кредитный портфель увеличился на 46,9% - до 29 262 млн. долл. (в целом агрегированный объем кредитов банковского сектора увеличился в 2006 г. на 48% в рублевом выражении и на 54% - в долларовом). Доля кредитов в активах повысилась с 54,3% в 2005 г. до 55,8%, а портфель ценных бумаг увеличился на 22,9%, в том числе за счет приобретения 5% акций EADS.

Можно отметить высокое качество кредитного портфеля - доля просроченных и пролонгированных кредитов незначительно увеличилась - с 1,4% в 2005 г. до 1,8% (при среднеотраслевом уровне 2,6%). Коэффициент покрытия просроченных и пролонгированных кредитов резервами под обесценение кредитного портфеля несколько снизился по сравнению с 2005 г., но вполне консервативен - 181,9%. Кредитный портфель становится более диверсифицированным - доля кредитов 10 крупнейшим заемщикам последовательно снижается - с 34,6% в 2004 г. до 19,7% в 2005 и 17,7% в 2006 г. Доля кредитов населению в кредитном портфеле удвоилась - с 4% до 8%, объем кредитов населению по группе ВТБ составил \$2,5 млрд. - банк считает развитие розничного бизнеса одним из ключевых стратегических приоритетов Группы, и наращивает его опережающими темпами.

Средства клиентов увеличились на 56,6%, доля вкладов физических лиц составляет 36,7% (+41%). Помимо увеличения клиентского портфеля, Банк активно наращивал привлечение альтернативных дешевых источников финансирования, в т.ч. за счет внешних займов и еврооблигаций (+51,7%). В 2006 году ВТБ привлек в общей сложности на рынках капитала, а также по линии торгового финансирования от иностранных финансовых учреждений около 168 млрд. рублей. По словам главы банка А. Костина, несмотря на то, что банк привлечет средства от IPO, он не собирается корректировать программу заимствований (ее объем пока не озвучен).

Основные балансовые показатели

	2005	2006	изменение
Активы			
Кредиты и авансы клиентам	19925	29262	46,9%
Ценные бумаги	7291	8957	22,9%
Средства в банках	4141	6813	64,5%
Денежные средства и краткосрочные активы	2692	3581	33,0%
Активы, всего	36723	52403	42,7%
Пассивы			
Средства клиентов	12767	19988	56,6%
в т.ч. Средства физических лиц	5180	7326	41,4%
Выпущенные долговые ценные бумаги	7241	11565	59,7%
Средства банков	6629	7587	14,5%
Прочие заемные средства	2937	4468	52,1%

Субординированная задолженность	1161	1169	0,7%
Обязательства, всего	31454	45411	44,4%
Собственные средства	5269	6992	32,7%
Коэффициент достаточности капитала 1-го уровня	11,8%	11,6%	
Общий коэффициент достаточности капитала (по Базельской методике)	14,1%	14,0%	
Собственные средства / Активы	14,3%	13,3%	

Заметно повысилась рентабельность и эффективность затрат.

Банк повысил рентабельность активов и собственного капитала по сравнению с 2005 г. Чистый процентный спред незначительно расширился с 4,4% до 4,5% за счет удвоения доли розничных кредитов, по которым выше процентная ставка. Возросла эффективность затрат. По данным банка, рентабельность собственного капитала (ROE) увеличилась с 17,7% в 2005 г. до 19,7% в 2006 г., рентабельность активов (ROA) - с 2,4% до 2,6%.

Между тем, в методике расчета рентабельности, применяемой ВТБ, для расчета собственного капитала и активов в 2005 г. из базы исключаются данные по банкам, приобретенным в конце 2005 г. На наш взгляд, представляет интерес анализ рентабельности и без учета этой корректировки, и без учета разовых сделок. Так, без учета корректировок рентабельность собственного капитала увеличилась в 2006 г. с 13% до 19%. Но если рассматривать чистую прибыль без учета результата от разовых сделок, то рентабельность капитала в 2006 г. практически не изменилась - 13%.

Рентабельность и эффективность

% годовых	2005	2006
Чистый процентный спред	4,4	4,5
Чистая процентная маржа	4,7	4,6
Чистые процентные доходы / Чистые операционные доходы	59,80%	62,10%
Чистые комиссионные доходы / чистые операционные доходы	11,03%	12,49%
Операционные издержки / активы	-2,7%	-3,1%
Рентабельность капитала (данные ВТБ)	17,7	19,7
Рентабельность капитала (наши расчеты без корректировок)	12,8	19,2
Рентабельность капитала (наши расчеты без учета прибыли от крупных разовых сделок)	12,8	13,1
Рентабельность активов (данные ВТБ)	2,4	2,6

Мы позитивно оцениваем отчетность ВТБ за 2006 г. приоритетное развитие розничного, инвестиционного бизнеса, региональная диверсификация призваны повысить стабильность доходной базы Группы.

Практически по всем ключевым показателям (активы, собственные средства, чистая прибыль, счета юридических и физических лиц, кредиты корпоративным клиентам) ВТБ занимает второе место в российском банковском секторе после Сбербанка. Лишь по кредитам населению отмечается отставание, но и здесь есть прогресс - банк поднялся на 4-е место с 7-го в 2005 г. Вместе с тем, доля рынка ВТБ в агрегированных показателях банковского сектора в 2006 г. практически не увеличилась (кроме доли кредитов населению), а по ряду показателей даже сократилась. На наш взгляд, это объясняется тем, что темп роста ключевых показателей банка (кроме розничных кредитов) несколько отставал от общеотраслевой динамики.

Доля ВТБ в агрегированных показателях банковского сектора

	2005 г.	2006 г.
Активы	10,8%	9,8%
Собственный капитал	12,2%	10,9%
Кредиты клиентам	9,0%	8,2%

Кредиты населению	1,9%	3,0%
Депозиты и вклады физ лиц	5,4%	5,1%
Депозиты и вклады корпоративных клиентов	7,4%	7,3%

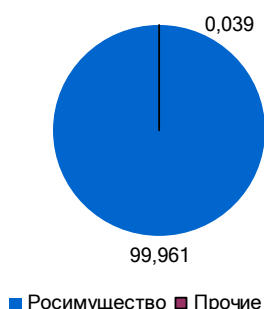
В целом мы позитивно оцениваем отчетность банка за 2006 г. Банк демонстрирует уверенный рост активов, кредитного портфеля, опережающими темпами развивает розничный и инвестиционный бизнес, что в перспективе позволит диверсифицировать доходную базу и добиться большей устойчивости прибыли от основной деятельности.

Структура акционерного капитала, план приватизации ВТБ

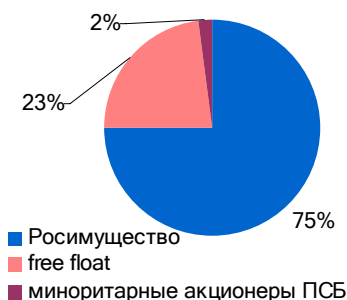
Главным акционером ВТБ с долей в 99,9% является Правительство РФ (Росимущество). Среди других его акционеров - ООО "Газэкспорт", Сбербанк РФ, ЗАО "Энергомашэкспорт", ОАО "Ингосстрах", Торгово-промышленная палата РФ. Размер уставного капитала ВТБ составляет 52,1 млрд. руб. и состоит из 5,2 трлн. акций номиналом 1 коп.

Рис. Структура акционерного капитала ВТБ

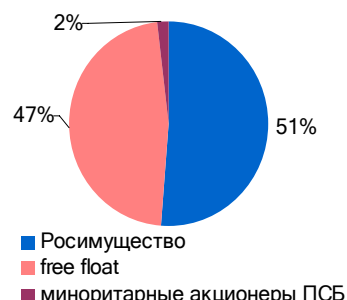
До IPO (апрель 2007 г.)



После IPO (конец 2007 г.)



После второй допэмиссии (конец 2010 г.)



Источник - данные ВТБ, материалы правительства РФ, оценки ИК Финам

В декабре прошлого года Правительство РФ одобрило увеличение уставного капитала ВТБ путем допэмиссии, а Наблюдательный совет ВТБ одобрил IPO 22-23% акций в мае 2007 г. Предполагалось, что ВТБ завершит присоединение ПСБ, а затем осуществит две крупные допэмиссии - первую в 2007 г. (на 90-120 млрд. руб.) и вторую - в 2010 г. (примерно 225 млрд. руб.). В результате доля государства к концу 2010 г. должна снизиться до контрольной (50%+ 1 акция).

Этапы приватизации ВТБ (план на декабрь 2006)

План действий	Дата	Сумма допэмиссии	доля государства, %
	текущий момент		99,9%
присоединение ПСБ, 2,3%	Декабрь 2006		97,60%
допэмиссия, 22-23%	Май 2007	90-120 млрд. руб.	75%+ 1 акция
Допэмиссия	2010	210-250 млрд. руб.	50%+1 акция

Источник - материалы правительства РФ

В результате двух крупных допэмиссий (май 2007 г. и 2010 г.) доля государства в капитале должна снизиться с 99,9% до 50%+1 акция. Конвертация акций ПСБ ожидается до конца года.

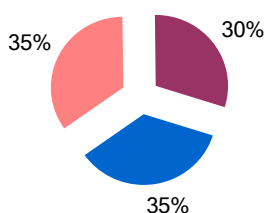
Однако впоследствии порядок этапов изменился. Из-за затянувшегося процесса подготовки указа Президента об исключении ВТБ из перечня стратегических предприятий, разрешающего проведение допэмиссий, сроки консолидации ПСБ и подготовки IPO существенно сдвинулись, и сохранение первоначального плана грозило отодвинуть IPO на несколько месяцев. Поэтому было принято решение сначала провести IPO, а затем (до конца 2007 г.) осуществить процедуру присоединения ПСБ и перехода на единую акцию.

19 марта акционеры ВТБ на внеочередном собрании приняли решение о дополнительной эмиссии 1 трлн 734 млрд 333 млн 866 тыс 664 акций банка. Таким образом, уставный капитал банка будет увеличен на 33% - до 69,34 млрд рублей, а доля допэмиссии в увеличенном капитале составит 25%.

Планы использования привлеченного капитала

В материалах, одобренных правительством в конце прошлого года, указывалось следующее планируемое распределение средств, полученных в результате IPO.

Рис. Планы использования привлеченного капитала



- увеличение объемов долгосрочного инвестиционного финансирования российской экономики, участие в реализации приоритетных национальных проектов.
- развитие розничного бизнеса Группы ВТБ (в т.ч. ипотечного кредитования и расширение региональной сети ВТБ 24)
- повышение капитализации дочерних банков ВТБ в СНГ, открытие операционных подразделений в странах Азии

Источник - материалы правительства

Средства, привлеченные в ходе IPO, банк планирует потратить на расширение розничного, инвестиционного бизнеса и расширение зарубежных операций.

На данный момент руководство банка не приводит конкретных пропорций распределения привлеченных средств. Между тем, на пресс-конференции Президент-Председатель правления банка А. Костин заявил, что средства, привлеченные в ходе IPO, планируется направить на структурное развитие. Речь идет о расширении розничного (ВТБ-24) и инвестиционного бизнеса (на базе VTB Euro и, возможно, приобретении инвестбанков в России и за рубежом), расширении операций в СНГ и Азии (в ближайшей перспективе планируется открытие офисов в Шанхае и Дели).

Корпоративное управление

Существующая в ВТБ система корпоративного управления соответствует требованиям Банка России и российского законодательства.

В 2006 году ВТБ принял участие в проводимом компанией Standard & Poors исследовании информационной прозрачности ведущих российских банков. Результаты исследования показали возросший уровень информационной открытости Банка и его соответствие лучшей российской практике в этой области.

Группа ВТБ ежеквартально публикует отчетность по стандартам МСФО.

Председателем наблюдательного совета Банка является министр финансов РФ Кудрин А.Л. 4 апреля 2007 г. Наблюдательный совет банка был расширен с 9 до 11 человек. В совет введены 2 независимых директора - Маттиас Варниг - Управляющий директор компании Nord Stream, член совета директоров Дрезднер Банк и Ив-Тибо де Сильги - Президент Административного Совета Группы VINCI.

Банк изменил структуру Наблюдательного совета в соответствии со стандартами корпоративного управления для публичных компаний - введены 2 независимых директора, создан комитет по аудиту.

Наблюдательный совет также утвердил Положение о Комитете Наблюдательного совета ОАО Банк ВТБ по аудиту и Положение об использовании информации о деятельности ОАО Банк ВТБ, о ценных бумагах ОАО Банк ВТБ и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость ценных бумаг ОАО Банк ВТБ. В Банке создано специальное подразделение по работе с инвесторами и аналитиками.

В 2007 году ВТБ планирует повышать внутреннюю и внешнюю информационную открытость, увеличит количество и качество общедоступной информации о деятельности банка и его дочерних структур.

На наш взгляд, недавние изменения в структуре Наблюдательного совета связаны с подготовкой к IPO, а новые независимые директора хорошо известны западным инвесторам. Планируемое размещение GDR на LSE, по нашему мнению, будет стимулировать банк поддерживать высокие стандарты корпоративного управления и информационной открытости.

Сроки и механизм IPO

Первичное размещение акций ВТБ будет проводиться путем открытой подписки. Общий объем их предложения не превысит 24,97% увеличенного уставного капитала ВТБ (1 трлн 734 млрд 333 млн 866 тыс. 664 акции номинальной стоимостью 1 коп.). Акции Банка будут размещены по единой цене как среди институциональных, так и среди частных инвесторов («народное IPO»).

Максимальный объем размещаемой допэмиссии - треть действующего и 24,97% нового уставного капитала.

Целевое распределение размещаемого объема между внешним и внутренним рынком пока официально не озвучивалось. Вначале предполагалось, что 50% придется на внешний рынок, а 50% - на внутренний, затем СМИ сообщали со ссылкой на анонимные источники, близкие к размещению, о планах разместить 2/3 акций допэмиссии за рубежом. Официально, эмитент обязан разместить в России не менее 30% нового выпуска. По информации "Интерфакса", ВТБ собирается разместить 70% допэмиссии среди нерезидентов, 20-25% - среди институциональных инвесторов РФ, а 5-10% - среди населения.

Планируется, что обыкновенные акции ВТБ пройдут листинг на Лондонской фондовой бирже, а в России - на ММББ и в РТС. Организаторы размещения - Deutsche Bank, Citigroup и Goldman Sachs, в России - "Ренессанс Капитал".

Размещение пройдет на ММББ, РТС и LSE. Прием заявок от розничных инвесторов - с 9 апреля по 7 мая. Определение окончательной цены планируется на 11 мая

В России будут размещаться акции как для физических, так и для юридических лиц, в Лондоне - только для институциональных инвесторов. Road show пройдет в Европе и в США. 7 мая банк завершит прием заявок от частных граждан, а в течение следующей недели (после 7 мая) завершит road show. На эту дату (примерно 11 мая) ориентирован прайсинг.

Физлица смогут подавать только неконкурентные заявки, то есть с указанием только суммы, которую они готовы потратить на акции банка. При этом не предусматривается возможность ограничения предельной цены. Количество акций будет рассчитано позднее, исходя из цены акций, утвержденной Наблюдательным советом ВТБ.

Юрлица при размещении акций ВТБ в России и GDR на бумаги банка за рубежом могут рассчитывать на удовлетворение как неконкурентных, так и конкурентных заявок, т.е. смогут указывать устраивающую их цену размещения.

С 9 апреля по 7 мая банк проводит прием заявок от физических лиц на приобретение акций в офисах ВТБ и ВТБ 24. Размер минимальной заявки - 30 000 рублей. Максимальный объем не ограничен, однако если он превысит 10 млн. рублей, потребуется предоставление дополнительных документов о финансовом положении инвестора.

Чтобы приобрести акции, покупателю необходимо в период с 9 апреля 2007 года по 7 мая 2007 года обратиться в отделения ВТБ и ВТБ 24, оформить документы и до окончания периода сбора заявок зачислить средства на текущий счет, открытый в Банке ВТБ 24 (или оплатить заявку наличными). Также можно

подавать заявки через торговую систему «Ренессанс-Онлайн», минимальная сумма заявки - 1 млн. руб.

Заявки на покупку акций ВТБ можно подать:

- В дополнительно открытых офисах в Москве в Центральном Выставочном Зале «Манеж» (Манежная пл., д.1) и по адресу ул. Мясницкая, д.35
- Во всех офисах ВТБ 24 и многих офисах ВТБ в Москве и других городах России.

В заявке необходимо указать сумму, которую инвестор готов потратить на покупку акций.

Банк планирует объявить ценовой диапазон стоимости акций в конце апреля (ориентировочно - 26 апреля), а окончательную цену одной акции - через две недели после этого (11 мая). Как указывается в информации банка, цена размещения определяется Наблюдательным советом ВТБ после окончания срока действия преимущественного права приобретения акций. Цена размещения будет одинаковой как для акционеров в рамках преимущественного приобретения, так и для всех остальных инвесторов.

Потенциальному покупателю акций ВТБ будет бесплатно открыт счет депо в депозитарии ВТБ 24, где будут учитываться права на его акции. Комиссия за хранение акций в депозитарии ВТБ 24 первые три месяца взиматься не будет. При желании инвестор сможет менять место учета прав на свои акции. Если инвестор решит продать ценные бумаги, он сможет воспользоваться как брокерскими услугами ВТБ 24, так и услугами другого брокера. Планируется удовлетворить все заявки, поступившие от физлиц, при условии, что документы будут оформлены правильно и сумма, указанная в заявке, будет полностью оплачена до окончания срока приема заявок в офисах ВТБ и ВТБ 24 - 7 мая 2007 года.

Таким образом, можно сформулировать следующие существенные особенности механизма IPO ВТБ для розничных инвесторов:

1. Инвестор не имеет возможности указывать в заявке предельную цену приобретения акций, единственный определяемый им параметр - общая сумма, которую он готов потратить на покупку акций.
2. В отличие от механизма оплаты акций в ходе размещения допэмиссии Сбербанка (после объявления цены размещения), в данном случае инвесторам придется платить, еще не зная цены размещения, т.е. количества акций, которое они получают на внесенную сумму. Более того, при оплате с 9 апреля до даты объявления ценового диапазона (как утверждается в материалах банка, конец апреля), инвестор не будет иметь даже ориентира по цене приобретаемых им бумаг.
3. Как утверждается в разделе «вопросы и ответы» на веб-сайте ВТБ в материалах по механизму размещения, «в определенный момент во время предложения акций частным инвесторам в России Правление ВТБ объявит вероятную минимальную и максимальную цену, по которой будут продаваться акции в ходе предложения. Это лишь указание на то, какой может быть цена акций, однако эта информация позволяет инвесторам определить, какое количество акций они приобретут на инвестируемые средства. В настоящее время ВТБ предполагает объявить ценовой диапазон до окончания срока сбора заявок». Таким образом, даже после объявления ценового диапазона (который может быть достаточно широким) банк не берет на себя обязательств, что фактическая цена размещения не выйдет за его пределы.
4. В данном механизме нет указания на возможность отказа инвестора от ранее поданной заявки в том случае, если цена размещения его не устроит. Это также существенное отличие от процедуры размещения допэмиссии Сбербанка.

На наш взгляд, неконкурентный механизм размещения акций сопряжен с риском приобрести бумаги по завышенной цене. Поэтому мы рекомендуем нашим клиентам дожидаться объявления ценового диапазона прежде, чем принимать решение об участии в IPO. Вместе с тем, поскольку основной объем допэмиссии будет размещаться среди институциональных инвесторов, которые смогут

Основная особенность - от физических лиц принимаются только неконкурентные заявки, т.е. цена размещения станет известна лишь после покупки и оплаты акций. Рекомендуем дожидаться ценового диапазона в конце апреля

подавать конкурентные заявки, формирующие единую для всех цену размещения, мы надеемся, что она окажется близка к рыночным ожиданиям.

Анализ сильных и слабых сторон компании

Сильные стороны	Слабые стороны
<p>Группа ВТБ - уникальный российский институт, активно работающий за пределами России, занимающий исторически сильные позиции на международных финансовых рынках. <i>Банк занимает второе место</i> в российском банковском секторе почти по всем ключевым показателям (активы, капитал, чистая прибыль, средства клиентов, кредитный портфель)</p> <p>Высокая надежность - контрольный пакет принадлежит государству, высшие рейтинги надежности от международных рейтинговых агентств.</p> <p>Позитивная динамика основных операционных и финансовых показателей, повышение рентабельности и эффективности.</p>	<p>Исторически сложившаяся структура бизнеса, специализирующаяся на финансировании крупных корпоративных клиентов, слабое развитие розничных операций</p> <p>Сильная зависимость доходов и финансовых результатов банка от крупных разовых сделок</p> <p>Относительно невысокая рентабельность по сравнению с крупнейшим российским конкурентом - Сбербанком.</p>
Возможности	Угрозы
<p>Стратегия приоритетного развития розничного, инвестиционного бизнеса, региональная диверсификация призваны повысить стабильность доходной базы Группы.</p> <p>Существенное изменение структуры капитала, превращение банка в крупнейшую публичную корпорацию с высокой долей иностранных институциональных инвесторов позитивно с точки зрения корпоративного управления</p>	<p>Значительное влияние основного акционера - государства - теоретически может привести к потенциальному конфликту политических целей и интересов бизнеса.</p>

Оценка размещаемых акций

Информация о планируемом объеме привлечения капитала пока остается неопределенной. Так, в конце декабря прошлого года Правительство одобрило планы увеличения капитала ВТБ, и в материалах к заседанию утверждалось, что в ходе IPO планируется привлечь 90-120 млрд руб. за 22-23% акций банка. Эту же оценку приводил и глава МЭРТ Г. Греф. В январе А. Костин высказал мнение, что первичное размещение принесет банку около 120 млрд. рублей (\$4,6 млрд.) при условии продажи 22-23% акций на рынке. Это означает оценку всего банка на уровне \$20-21 млрд.

В соответствии с оценкой, подготовленной в прошлом году независимым оценщиком ЗАО "Центр профессиональной оценки", стоимость ВТБ составляет \$11,6 млрд. - эта оценка стала основой для определения коэффициента конвертации и выкупа акций у миноритарных акционеров ПСБ. Однако эта оценка весьма далека от рыночной (предполагает P/BV-2006 на уровне всего 1,6), и сам ВТБ уже не считает ее актуальной и планирует пересмотреть ее в июле по итогам деятельности банка в 2006 г. и ожидаемого IPO.

В конце марта 2007 г. Наблюдательный совет ВТБ одобрил допэмиссию в размере 33% от действующего уставного капитала и 25% от уставного капитала после увеличения, заметно превысив прежние ожидания (23-25% от действующего уставного капитала). В начале апреля «Ведомости» опубликовали информацию со ссылкой на источники, близкие к размещению, о том, что ВТБ

оценивает продаваемый пакет на сумму около \$6 млрд (примерно 156 млрд руб.), что означает с учетом размещения 23-25% акций оценку всего капитала банка после IPO на уровне \$24-26 млрд. При размере допэмиссии в 1,734 трлн. акций ее оценка в \$6 млрд. означает, что стоимость 1 размещаемой акции оценивается организаторами IPO в \$0,0035 (9 коп. за акцию). Косвенно это означает, что текущая стоимость банка оценивается в \$18 млрд.

10 апреля REUTERS со ссылкой на свои источники сообщило, что инвестбанки из числа организаторов IPO ВТБ оценивают его текущую стоимость в \$25-30 млрд, Источник, близкий к ВТБ, подтвердил "Ведомостям", что эта оценка недалека от реальности.

Одним из ключевых параметров, учитываемых инвесторами при оценке стоимости банка, является размер его собственного капитала. Среднее значение рыночного мультипликатора P/BV-2006 для российских банков составляет 5,4, для аналогов развивающихся рынков - 3,5. По итогам 2007 г. мы ожидаем среднее значение P/BV для российских банков на уровне 3,9, для EM-аналогов - 3,1. Для Сбербанка P/BV-2006 = 7,0, на данный момент (после допэмиссии) P/BV банка близок к 4, на конец 2007 г. P/BV = 3,6.

Рассмотрим следующие сценарии оценки ВТБ. На момент размещения собственный капитал банка составляет \$6,992 млрд. (МСФО, 2006).

1. Оценка, исходя из стоимости размещения допэмиссии. Размещение допэмиссии (1,734 трлн. акций) за \$6 млрд. (156 млрд. руб.) - ориентир, приводимый «Ведомостями» со ссылкой на источники, близкие к размещению. В этом случае стоимость 1 акции составляет 9,0 коп. Поскольку размер допэмиссии составляет 1/3 от действующего акционерного капитала, указанный ценовой ориентир соответствует оценке ВТБ до IPO на уровне \$18 млрд., При этом до IPO P/BV-2006 = 2,6. По итогам IPO банк привлекает \$6 млрд., увеличивая рыночную капитализацию до \$24,03 млрд., а собственный капитал - до \$13 млрд., P/BV=1,8.
2. Банк оценивается, исходя из предположения, что 23% действующего акционерного капитала стоят 120 млрд. руб. (\$4,6 млрд.) (оценка Г. Грефа и А. Костина, декабрь 2006 - январь 2007 г.). В этом случае весь ВТБ оценивается рынком в \$20 млрд., а коэффициент P/BV-2006=2,9, стоимость 1 акции - 10 коп. По итогам размещения банк привлекает \$6,7 млрд. и увеличивает капитализацию до \$26,75 млрд., а собственный капитал до \$13,7 млрд., в результате P/BV после IPO составляет всего лишь 2,0.
3. Оценка, исходя из среднего значения P/BV для EM-аналогов за 2006 г. (3,5). Весь ВТБ до IPO оценивается рынком в \$24,7 млрд., стоимость 1 акции - 12,3 коп. В результате IPO банк привлекает \$8,2 млрд., капитализация составляет \$32,9 млрд., собственный капитал - \$15,2 млрд., P/BV=2,2.
4. Оценка, исходя из значения P/BV для Сбербанка после SPO (примерно 4,0). ВТБ до IPO оценивается рынком в \$27,9 млрд., стоимость 1 акции - 13,9 коп. В результате IPO собственный капитал увеличивается на \$9,3 млрд. до 16,3 млрд., а рыночная капитализация - до 37,2 млрд., P/BV=2,3.

Рассматриваем несколько сценариев оценки ВТБ с P/BV от 2,6 до 4,0. Это соответствует диапазону 9-14 коп. за акцию.

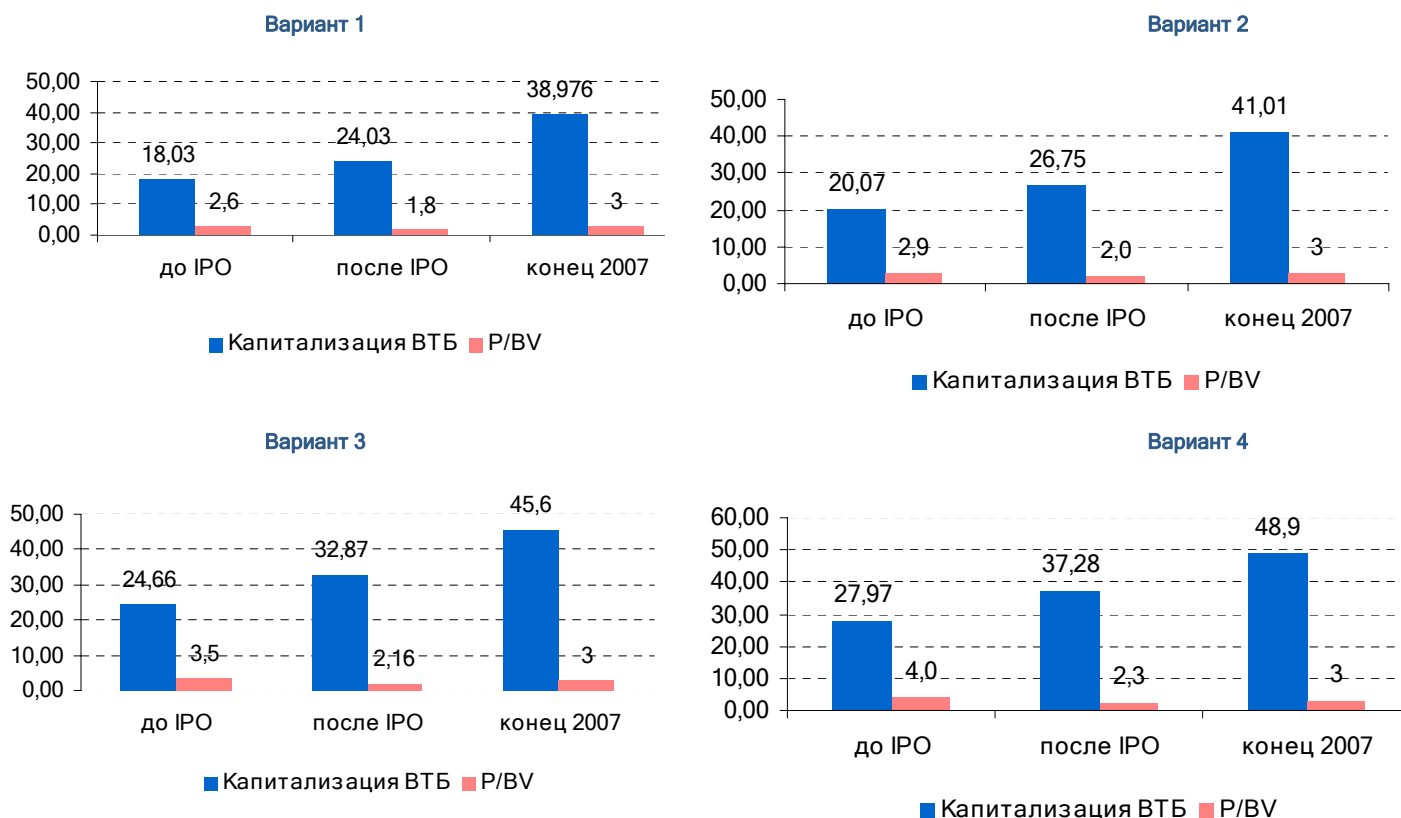
Табл. Сценарии оценки стоимости ВТБ

	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 до эмиссии, млн.	Стоимость новой доэмиссии (33% действующего УК, 25% нового УК), \$ млрд	общее количество акций после IPO, млн.	Оценка капитализации 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
Вариант 1 - (\$6 млрд за размещаемый пакет)	18,03	7,0	2,6	5211112,4	0,0035	0,090	1734333,9	6,00	6945446,3	24,03	12,99	1,8	39,0	0,0056	0,144
Вариант 2 - (120 млрд. руб. за 23% действующего УК)	20,07	7,0	2,9	5211112,4	0,0039	0,100	1734333,9	6,68	6945446,3	26,75	13,67	2,0	41,0	0,0059	0,152
Вариант 3 - (среднее значение P/BV-2006 для EM-аналогов)	24,66	7,0	3,5	5211112,4	0,0047	0,123	1734333,9	8,21	6945446,3	32,87	15,20	2,2	45,6	0,0066	0,169
Вариант 4 - и (значение P/BV для Сбербанка после SPO)	27,97	7,0	4,0	5211112,4	0,0054	0,139	1734333,9	9,31	6945446,3	37,28	16,30	2,3	48,9	0,0070	0,181
Средняя оценка	22,68	7,0	3,2	5211112,4	0,0044	0,113	1734333,9	7,55	6945446,3	30,23	14,54	2,1	43,6	0,0063	0,161

Мы полагаем, что уже к концу 2007 г. значение рыночного мультипликатора P/BV ВТБ восстановится до 3,0, что будет соответствовать росту рыночной капитализации до \$39-49 млрд. (14-18 коп. за акцию)

Исходя из рассмотренных сценариев, рыночную капитализацию ВТБ на текущий момент можно оценить в \$18-28 млрд. а стоимость 1 акции - 9-14 коп. В ходе IPO банк может привлечь \$6-9 млрд. и увеличить свою капитализацию до \$24-37 млрд., а капитал - до \$13-16 млрд. и будет торговаться с P/BV на уровне 1,8-2,3, что существенно ниже среднеотраслевых значений для российских банков. 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 (для Сбербанка P/BV-2007 составляет сейчас 3,6). Это означает, что к концу 2007 г. рыночная капитализация ВТБ может увеличиться до \$39-49 млрд. (14-18 коп. за акцию).

Рис. Капитализация ВТБ и значение P/BV



Возможно, размещен на открытом рынке будет не весь объем доэмиссии (25% нового уставного капитала), а 22-23%, оставшиеся примерно 2% могут быть зарезервированы для последующего присоединения ПСБ и перехода на единую акцию (до конца года).

Конвертация акций ПСБ как альтернатива участию в IPO

В настоящий момент утвержден коэффициент конвертации 1:385, но, скорее всего, он будет пересмотрен. В этом состоит определенный риск для миноритарных акционеров ПСБ.

22 сентября 2006 г. общее собрание акционеров Промышленно-строительного банка, 75%+3 акции которого принадлежат Внешторгбанку (ВТБ), приняло решение о присоединении к ВТБ и утвердило договор о присоединении. Миноритарным акционерам ПСБ предложено либо обменять свои акции на акции ВТБ с коэффициентом 385 акций ВТБ за 1 акцию ПСБ, либо предъявить их к выкупу по цене 22 руб. (\$0,825) за акцию.

Поскольку процесс подготовки решения правительства об увеличении капитала ВТБ и подписания указа Президента, санкционирующего снижение доли государства в капитале ВТБ до 50%+1 акция, затянулся до конца прошлого года, осуществление процедуры IPO по первоначальному плану (сначала - присоединение ПСБ, затем - IPO) грозил существенно отодвинуть сроки выхода банка на биржу. Поэтому было принято решение сначала провести IPO в соответствии с запланированными ранее сроками (май 2007 г.), а присоединение ПСБ завершить к концу 2007 г. При этом представители ВТБ не раз заявляли, что по итогам IPO и подведения итогов деятельности обоих банков в 2006 г. не исключена повторная оценка и пересмотр коэффициента конвертации.

Табл. Расчетная стоимость 1 акции ПСБ после IPO, исходя из действующего коэффициента конвертации

	Стоимость 1 акции ВТБ, \$	Расчетная стоимость 1 акции ПСБ (из коэффициента 1:385), \$	Текущая рыночная цена акций ПСБ, \$	Потенциал роста / снижения, %	Оценка стоимости 1 акции ВТБ к концу года	Расчетная стоимость 1 акции ПСБ (из коэффициента 1:385) к концу года, \$	Потенциал роста / снижения к текущей рыночной цене, %
Вариант 1 (\$6 млрд за размещаемый пакет)	0,0035	1,33	1,61	-17%	0,0056	2,16	34%
Вариант 2 (120 млрд. руб. за 23% действующего УК ВТБ)	0,0039	1,48	1,61	-8%	0,0059	2,27	41%
Вариант 3 - (среднее значение P/BV-2006 для EM-аналогов)	0,0047	1,82	1,61	13%	0,0066	2,53	57%
Вариант 4 - (значение P/BV для Сбербанка после SPO)	0,0054	2,07	1,61	28%	0,0070	2,71	68%
Средняя	0,0044	1,68	1,61	4%	0,0063	2,42	50%

Для нынешних миноритарных акционеров ПСБ конвертация по коэффициенту 1:385 может оказаться весьма выгодной, но покупка акций ПСБ как альтернатива участию в IPO представляется рискованной из-за неопределенности в условиях и сроках конвертации.

Таким образом, если бы конвертация проводилась сейчас, то при текущей рыночной цене 1 акции ПСБ (примерно \$1,6) ее владелец, обменяв ее на 385 акций ВТБ, сможет выйти на безубыточность этой операции в том случае, если рыночная стоимость 1 акции ВТБ превысит 0,418 цента (10,8 коп.), что соответствует капитализации всего ВТБ на уровне \$21,8 млрд. до IPO (с учетом количества акций до допэмиссии - 5,21 трлн.) и \$29,0 млрд. после IPO (с учетом нового количества акций - 6,9 трлн.).

Для нынешних миноритарных акционеров ПСБ конвертация по коэффициенту 1:385 может оказаться весьма выгодной в том случае, если прогнозы существенного роста капитализации ВТБ к концу года оправдаются.

Вместе с тем, стратегия входа в капитал ВТБ через конвертацию акций ПСБ как альтернатива участию в IPO представляется достаточно рискованной, поскольку высока вероятность пересмотра условий обмена, возможно, сроков конвертации.

Таким образом, мы рекомендуем миноритарным акционерам ПСБ «держаться» акции до выхода ВТБ на биржу и объявления новых условий конвертации.

Выводы:

1. 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 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.

2. Мы рекомендуем нашим клиентам участвовать в IPO ВТБ при целевом ценовом диапазоне 9-14 коп. за акцию. Это соответствует оценке стоимости банка в \$18-28 млрд. до IPO и \$24-37 млрд. - непосредственно после. 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.
3. 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% допэмиссии на внешнем рынке, успех IPO будет зависеть, прежде всего, от спроса со стороны институциональных инвесторов. Что же касается перспектив «народного IPO», на наш взгляд, сдерживающее влияние на спрос со стороны розничных инвесторов может оказать высокий входной барьер (минимальная сумма заявки 30 тыс. руб.), а также более слабый, чем у Сбербанка, охват розничной региональной сети, где будут приниматься заявки.
4. Значительное увеличение акционерного капитала в ходе IPO (по нашим оценкам, с 7 до \$13-16 млрд.) будет сопровождаться снижением значения ключевого критерия для экспресс-оценки стоимости банка - P/BV - примерно до 1,8-2,3, 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 собственного капитала (P/BV) (\$39-49 млрд.), и мы полагаем, что это может произойти уже к концу 2007 года.
5. Механизм неконкурентных заявок для розничных инвесторов при IPO, безусловно, связано с определенными ценовыми рисками. Во-первых, в отличие от размещения допэмиссии Сбербанка, отсутствуют какие-либо рыночные ориентиры, и все оценки справедливой стоимости банка носят условный характер. Во-вторых, механизм IPO ВТБ предусматривает указание в заявке только суммы, направляемой на приобретение акций, без возможности ограничения максимальной цены. При этом ценовой диапазон размещения будет объявлен банком лишь в конце апреля (и не носит обязательный характер), а 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 дождаться объявления ценового диапазона, и после этого принимать решение об участии в IPO. В то же время мы надеемся, что цена размещения будет установлена близко к рыночным ожиданиям, поскольку основной объем размещения планируется среди институциональных инвесторов, которые смогут подавать конкурентные заявки.
6. Конъюнктура биржевых котировок зависит от множества внешних факторов, поэтому невозможно спрогнозировать, как в реальности оценит рынок акции ВТБ в ходе IPO и после его завершения, и когда рыночная капитализация банка достигнет фундаментально обусловленного уровня.

Для нынешних миноритарных акционеров ПСБ конвертация может оказаться весьма выгодной в том случае, если прогнозы существенного роста капитализации ВТБ к концу года оправдаются. Вместе с тем, стратегия входа в капитал ВТБ через конвертацию акций ПСБ представляется достаточно рискованной, поскольку высока вероятность пересмотра условий и, возможно, сроков обмена. Таким образом, мы рекомендуем миноритарным акционерам ПСБ «держаться» акции до выхода ВТБ на биржу и объявления новых условий конвертации.

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, Metallurgy

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.