

Авторы отчета:

Беленькая Ольга, аналитик по финансовому сектору,
b33elenkayao@sovlink.ru

Банковский сектор, пересмотр целевых цен

SBER - BUY

Целевая цена: US\$ 3.71

Потенциал роста: 29%

Financials, 2013E

Assets, \$ mn	501,74	P/E	5.7
Book value, \$ mn	56,92	P/BV	1.1
Net income, \$ mn	10,97	ROE	19.8%

Мы пересмотрели целевые цены и рекомендации для российских банков с учетом ухудшения макроэкономических прогнозов на 2013-2015 гг., слабого спроса на кредиты в корпоративном секторе, более явной тенденции к сокращению чистой процентной маржи и сигналов выборочного ухудшения качества кредитов. Пока наиболее явно рост доли проблемных кредитов виден в секторе необеспеченных потребительских кредитов, но и в корпоративном секторе кредитные риски увеличиваются на фоне резкого торможения роста российской экономики, высокой долговой нагрузки и снижения спроса на продукцию заемщиков.

VZRR - BUY

Целевая цена: US\$ 23.7

Потенциал роста: 101%

Financials, 2013E

Assets, \$ mn	6885	P/E	4.1
Book value, \$ mn	687	P/BV	0.4
Net income, \$ mn	68	ROE	9.9

Основные параметры, повлиявшие на снижение прогнозов прибыли банков в этом году по итогам отчетности за 1Q13 – снижение прогнозов чистой процентной маржи, увеличение резервных отчислений. В то же время определенный позитив связан с мерами банков по повышению достаточности капитала в условиях ужесточения регулирования (планируемый переход на Базель-2 и элементы Базель-3).

В отличие от прошлого года (высокие темпы роста кредитования, дефицит ресурсов, вызвавшие рост процентных ставок), в 2013 г. мы ожидаем увидеть продолжение начавшегося весной тренда на снижение ставок как по кредитам, так и по депозитам. Во 2П13 весьма вероятно снижение ставок по ключевым операциям ЦБ, что ускорит пересмотр ставок по кредитам и депозитам. Одновременно стоимость заимствований на долговых рынках растет по мере того, как рынки переоценивают сроки действия программ количественного смягчения мировых центробанков. Влияние этих изменений на чистую процентную маржу банков будет зависеть от структуры их активов и пассивов, но скорее всего, в целом маржа будет снижаться. Мы полагаем, что маржа Сбербанка и банка «Возрождение» снизится в пределах 0,2-0,3 п.п., а для ВТБ и банка «Санкт-Петербург» может даже немного повыситься.

BSPB - BUY

Целевая цена: US\$ 1.90

Потенциал роста: 54%

Financials, 2013E

Assets, \$ mn	11293	P/E	4.4
Book value, \$ mn	1421	P/BV	0.4*
Net income, \$ mn	132	ROE	9.5%

*с учетом ожидаемой допэмиссии 110 млн акций

Из наиболее существенных общих изменений в моделях – пересмотрены макроэкономические прогнозы до 2016 г., базовая ставка дисконтирования повышена с 13,76% до 14,34% вслед за увеличением ориентира безрисковой ставки, рентабельность капитала ряда банков в постпрогнозном периоде снижена в соответствии с макроэкономическими ожиданиями и новыми прогнозами рентабельности в период 2013-15 гг.

VTBR (GDR) - HOLD

Целевая цена: US\$ 3.42

Потенциал роста: 19%

Financials, 2013E

Assets, \$ mn	251 739	P/E	6,3
Book value, \$ mn	28 212	P/BV	0,7
Net income, \$ mn	2 947	ROE	11,0%

По итогам пересмотра **мы снижаем целевую цену обыкновенных акций Сбербанка с \$3,93 до \$3,71 (122 руб)**, сохраняя рекомендацию «Покупать». Для **привилегированных акций Сбербанка целевая цена снижена с \$2,95 до \$2,78 (92 руб.)**, рекомендация «Покупать».

* - все цены на 02.07.2013

Целевая цена обыкновенных акций банка «Возрождение» снижена с \$25,9 до \$23,7, подтверждена рекомендация «Покупать».

Целевая цена акций «Банк Санкт-Петербург» снижена с \$2,72 до \$1,90, подтверждена рекомендация «Покупать».

Целевая цена для GDR ВТБ снижена с \$4,23 до \$3,42, подтверждаем рекомендацию «Держать».

Драйверов роста банковских акций в этом году не так много. Прежде всего, это увеличение доли высокомаржинальных розничных кредитов (хотя в этом сегменте наиболее вероятно ухудшение их качества), более или менее удачные попытки увеличения непроцентных (комиссионных) доходов, сдерживание роста операционных расходов. Во 2П13 мы ожидаем 2-3 разовое снижение ключевых процентных ставок ЦБ с шагом 0,25 п.п, поддержку ликвидности за счет изменения механизма покупки валюты Минфином. Пока сохраняются надежды на умеренное увеличение экономической активности во 2П, что вместе со снижением процентных ставок может стимулировать спрос на кредиты со стороны реального сектора.

Основные риски – продолжение ухудшения ситуации в российской экономике, дестабилизация финансовых рынков, резкое снижение качества кредитных портфелей.

В ближайшие месяцы акции российских банков могут оставаться под давлением вследствие сигналов возможного начала сокращения стимулирующих программ ФРС до конца года, снижения прогнозов роста экономики Китая, оттока средств с развивающихся рынков и ослабления рубля. Прогнозы результатов банков также пока ухудшаются вместе с экономическими прогнозами. Поэтому при принятии решения о моменте покупки банковских акций следует принимать во внимание не только потенциал роста рыночной цены в течение года, но и риски ее дальнейшего снижения в ближайшие месяцы. В наибольшей степени это относится к Сбербанку, где наиболее сильны фундаментальные показатели и низки риски инвестирования, но и цена пока держится достаточно высоко. В то же время, акции банка «Возрождение» и Банка «Санкт-Петербург» сейчас торгуются близко к минимумам кризисных 2008-09 гг. как по абсолютным значениям рыночной цены, так и по мультипликаторам. Они оцениваются рынком примерно в 4 годовых прибыли и в 30-40% балансовой стоимости капитала, что, на наш взгляд, необоснованно дешево даже при относительно высоких текущих рисках.

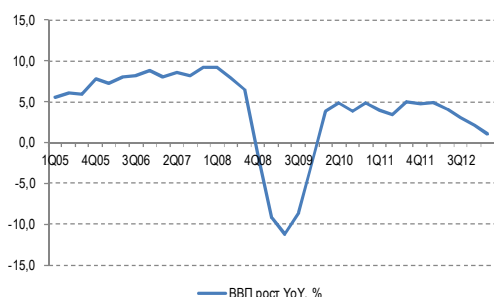
Экономическая ситуация в России

Резкое замедление экономического роста в России во 2П12 сменилось стагнацией экономики в 1Q13 (рост ВВП замедлился до 1,6% YoY по сравнению с 3,4% в целом по 2012 г.). Данные Росстата за январь-май показывают стагнацию промпроизводства (+0,2% YoY против +3,4% за 5M12 YoY), значительное замедление роста оборота розничной торговли (+3,8% YoY против +7,6% годом ранее), снижение инвестиций в основной капитал (-0,4% YoY против +14,0% годом ранее), сокращение объема грузоперевозок (-0,9% YoY/+3,4% YoY).

Весьма негативным сюрпризом стало резкое (на 28%) сокращение сальдированной прибыли организаций за январь-апрель 2013 г. YoY. Снижение прибыли произошло практически во всех секторах, особенно пострадали сельское хозяйство и транспорт, обрабатывающая промышленность.

Данные ЦБ по платежному балансу за 1Q13 показывает сокращение профицита счета текущих операций до \$25,1 млрд (-36,4% YoY). Оценка ЦБ торгового баланса за 1П13 показывает, что во 2Q13 ситуация продолжала ухудшаться – во 2Q профицит счета текущих операций составил всего лишь \$6,9 млрд (минимум с 3Q10 и на 57% ниже, чем во 2Q12). Причины – снижение цен и спроса на сырьевые товары российского экспорта при одновременном росте импорта товаров и

Рис. 1 Рост ВВП России



Источник – Росстат, Минэкономразвития

услуг. Так, средняя цена на нефть (Urals) в январе-июне 2013 г. составила \$106,5 /барр., что на 5% ниже, чем в 1П12, а доходы от экспорта нефти, по предварительной оценке ЦБ, сократились на 7,2% к 1П12. Экспорт черных металлов в 1Q13 сократился в физическом выражении на 9% YoY, а в стоимостном – на 15,6% YoY. (данных за 2Q пока нет).

Экономическая активность ограничивается несколькими основными факторами:

- экономический кризис в странах ЕС (основного внешнеторгового партнера России, на который приходится 50% внешнеторгового оборота) и замедление роста экономики Китая негативно влияют на внешний спрос на товары российского экспорта;

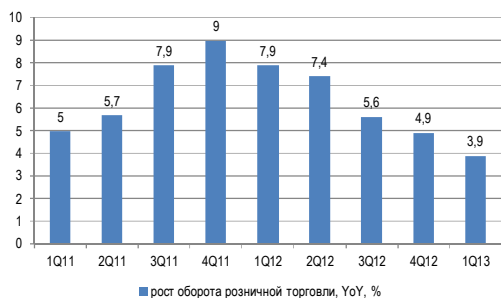
- низкая склонность к инвестированию в России (компании сокращают инвестпрограммы из-за слабого спроса на продукцию, относительно высокой долговой нагрузки, отчасти – из-за неблагоприятного делового климата). Кроме того, динамика инвестиций в основной капитал внутри года высоковолатильна, и на результат 1Q13 YoY влияет и эффект высокой базы инвестиций в 1Q12 (тогда был рост инвестиций на 16,5% YoY). Негативным фактором для инвестпрограмм монополий в ближайшие годы может стать замедление роста регулируемых тарифов, предлагаемое Минэкономразвития, и повышение требований к дивидендам для госкомпаний;

- ограниченные возможности инвестирования со стороны госсектора – федеральный бюджет в этом году недополучит часть запланированных нефтяных доходов (прежде всего, доходы от приватизации и платежи по НДС), сложная ситуация с региональными бюджетами заставляет многие регионы экономить на инвестиционных расходах, чтобы выполнить социальные обязательства, связанные с выполнением прошлогодних президентских указов. В то же время сохраняется возможность использования для инвестиций в инфраструктурные проекты средств ФНБ и пенсионных накоплений, что предлагает Минэкономразвития;

- замедление роста потребительских расходов, несмотря на официально низкий уровень безработицы (5,2%) и неплохой рост реальных доходов населения (+4,5% YoY в январе-мае 2013 г. против +2,3% годом ранее). Несколько настораживает снижение реальных располагаемых доходов в мае (-1,3% YoY) – впервые за 2 года. Тем не менее, в течение года поддержку потребительскому спросу должны оказать ожидаемое замедление инфляции с 7,4% YoY в мае до 6,2%, а также сильный, хоть и замедляющийся, рост розничного кредитования. По итогам года мы ожидаем ускорения роста розничного товарооборота до 4-4,5% (за 5М13 3,8% YoY). Потребление останется главным фактором роста экономики, однако общеэкономический эффект будет ограниченным, поскольку значительная часть потребительского спроса по-прежнему удовлетворяется за счет импорта.

Во 2П13 мы ожидаем некоторого ускорения роста экономики, которое в основном будет связано со статистическими факторами (эффект низкой базы 2П12, ускорение роста потребления, преодоление негативной динамики инвестиций). Основным фактором риска – отсутствие оживления инвестиционной активности (в базовом сценарии мы предполагаем рост

Рис. 2 Рост оборота розничной торговли, YoY, %



Источник – Росстат

Рис. 3 Инвестиции в основной капитал, YoY



Источник – Росстат

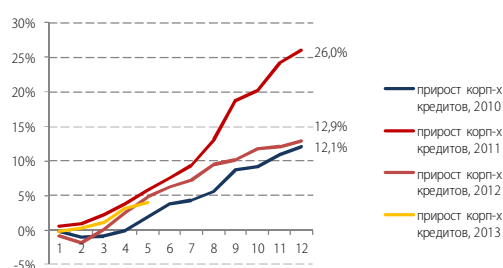
инвестиций в основной капитал на 4% YoY).

Мы пересмотрели макропрогноз на 2013 г. в сторону снижения с учетом значительного замедления роста российской экономики в конце 2012 – начале 2013 гг. Мы ожидаем замедления роста экономики в 2013 г. до 2% по сравнению с январским прогнозом на 2013 г. в 3,2%. Это – худший результат со времени экономического кризиса 2009 г. В 2014-2015 гг. мы ожидаем умеренное ускорение роста российской экономики - до 3,3% и 3,5% (прежние прогнозы 3,4% и 3,6%), соответственно, в основном вследствие прогнозируемого улучшения внешнего фона (возобновление роста экономики еврозоны и ускорение роста экономики США). Однако мы полагаем, что ситуация на мировом рынке энергоресурсов будет оставаться сложной для России из-за увеличения предложения нефти и газа со стороны США. Поэтому мы не ожидаем роста цен на нефть (прогнозируемый диапазон \$100-105/барр.).

Макроэкономика и банковский сектор, млрд руб	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Цены на нефть Urals, \$/барр.	94	61	78	110	110.5	104.0	103.6	105.7
ВВП	41276.8	38807.2	45172.7	54585.6	62 357	68 056	74 977	82 452
темпы роста, %	5.2%	-7.8%	4.3%	4.3%	3.4%	2.0%	3.3%	3.5%
Инфляция	13.3%	8.8%	8.8%	6.1%	6.6%	6.2%	5.9%	5.7%
Курс Rub/USD на конец года	29.38	30.24	30.48	32.20	30.37	33.40	34.50	35.43
Курс Rub/USD среднегодовой	24.81	31.68	30.31	29.35	31.07	31.77	33.95	34.97

Источник – ЦБ РФ, Росстат, МЭР, прогнозы СОВАЛІНК

Рис. 4 Темпы роста корпоративного кредитования



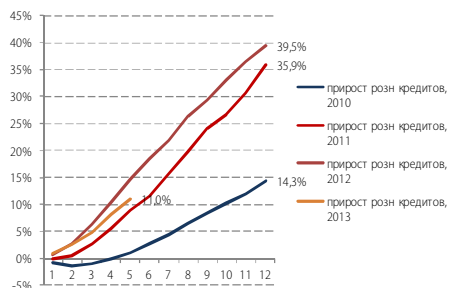
Источник – данные ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

Банковский сектор – основные тренды

- слабый рост корпоративного кредитования, замедление роста розничного
- сберегательная активность населения в этом году заметно выше, чем в предыдущие 2 года
- сокращение чистой процентной маржи банков в 1Q13 носило сезонный характер. В ближайшие пару кварталов оно может продолжиться вследствие начавшегося снижения ставок по кредитам и депозитам. Общий эффект будет зависеть от структуры активов и обязательств банков
- резкий рост просрочки по необеспеченным потребительским кредитам, вероятность увеличения доли проблемных кредитов в корпоративном сегменте по мере торможения экономики.
- прибыль банковского сектора за 5M13 пока отстает от показателей аналогичного периода прошлого года.

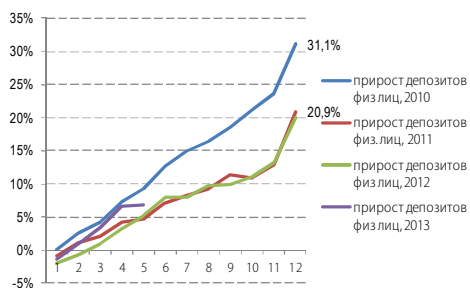
1. **Рост кредитования** в первые 5M13 замедлился до 5,8% YTD по сравнению с 7,1% YTD за 5M12. Наиболее заметно замедление роста происходит в корпоративном кредитовании – до 11,8% YoY в мае против 24,7% YoY в мае 2012 г. При этом темп роста в розничном сегменте, хотя и замедлился по сравнению с прошлым годом (10,9% YTD против 14,7% за 5M12 YTD), остается сильным (в мае 34,8% YoY), вследствие чего банки постепенно повышают прогноз

Рис. 5 Темпы роста розничного кредитования



Источник – данные ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

Рис. 6 Прирост вкладов населения



Источник – данные ЦБ РФ

Рис.7 Соотношение средств организаций на расчетных и депозитных счетах



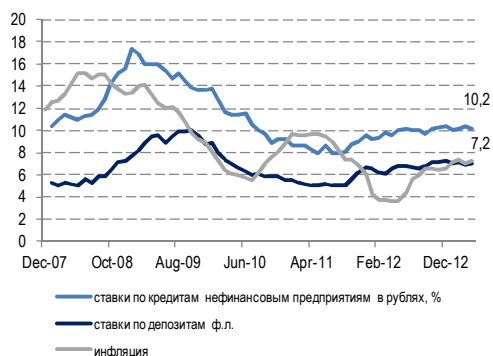
Источник – данные ЦБ РФ

роста розницы на 2013 г. Если в начале года мы ожидали замедление роста розничного кредитования с 39,4% в 2012 г. до 20-25%, то сейчас более вероятным представляется диапазон 25-30%. Банки по-прежнему стимулируют спрос на высокодоходные розничные кредиты, однако из-за снижения качества необеспеченных потребительских кредитов и ужесточения требований регулятора проявляют к ним несколько больше осторожности, предпочитая ипотеку и автокредиты. В марте Сбербанк первым объявил о снижении ставок по ипотеке и автокредитам на 1 п.п., с 31 мая АИЖК снизило ставки по рефинансированию банковской ипотеки на 1-1,2 п.п.

Слабый спрос компаний на кредиты объясняется стагнацией экономики и низкой инвестиционной активностью. Рис. 7 показывает, что за последние 2 года соотношение средств организаций на депозитных и расчетных счетах выросло с 1,15 (на 01.01.2011) до 1,53 (на 01.01.2013). На 1 мая 2013 г. это соотношение еще увеличилось – до 1,62. Таким образом, в условиях замедления роста экономики и снижения прибыли от основной деятельности, компании предпочитают не вкладывать средства в расширение бизнеса, а зарабатывать на высоких депозитных ставках. Другое объяснение слабого спроса на корпоративные кредиты – благоприятные условия для заимствований на рынках капитала для компаний, у которых есть доступ к этим рынкам. Из рис. 8 видно, что в то время как доходность кредитов нефинансовым организациям до 1 года колеблется около 10%, бенчмарк доходности рублевых корпоративных облигаций (индекс доходности lfx-Cbonds) составляла примерно 8,2%. Этим объяснялись крупные погашения корпоративных кредитов в первые месяцы года. С мая, после публикации протокола заседания ФРС, в котором говорилось о предложениях ряда членов комитета по открытым рынкам начать сокращение объемов выкупа облигаций в рамках QE3 уже с июньского заседания, доходности долговых инструментов в мире стали расти, в частности, индикатор эффективной доходности lfx-Cbonds поднялся к концу июня до пикового значения 8,49%. При этом объем размещений существенно сократился из-за низкого спроса. Если окно заимствований для российских корпораций останется закрытым в течение ближайших месяцев, спрос на банковские кредиты может возрасти. Краткосрочно это поддержит текущие процентные доходы банков, однако в условиях не слишком хорошего финансового состояния предприятий реального сектора может увеличить и кредитные риски. К тому же увеличение спроса предприятий на кредиты при ограничении доступа к внешним заимствованиям может ухудшить ситуацию с ликвидностью в банковском секторе и потребовать от ЦБ более активных действий.

2. **Прирост клиентских средств** с учетом сберегательных сертификатов (+4,4% за январь-май) немного отстает от роста кредитного портфеля банков за тот же период (+5,8%). Однако рост вкладов физических лиц (+6,9% YTD) опережает

Рис. 8 Процентные ставки и инфляция



Источник – данные ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

Рис. 9 Ставки по корпоративным кредитам и доходность корпоративных облигаций



Источник – данные ЦБ РФ, Cbonds

динамику 5M12 (+5,4%). Рост сберегательной активности со стороны населения объясняется привлекательным уровнем депозитных ставок, который вкладчики пытаются зафиксировать (в частности, за счет доведения средств на пополняемые вклады), а также, возможно, более осторожными экономическими ожиданиями. Одобренный правительством законопроект о повышении верхней границы страхования вкладов с 700 тыс. руб. до 1 млн руб., вряд ли существенно увеличит общий приток вкладов в систему (по данным АСВ, уже сейчас наиболее быстро растет категория вкладов на сумму 0,7-1 млн руб), но может привести к некоторому перераспределению вкладов в пользу банков, предлагающих более высокие ставки.

3. **Процентные ставки и чистая процентная маржа.**

Последние полгода (октябрь 2012-апрель 2013 г.) ставки по депозитам физических лиц находились на максимальных значениях с апреля 2010 г., примерно та же ситуация была со ставками по кредитам нефинансовым предприятиям.

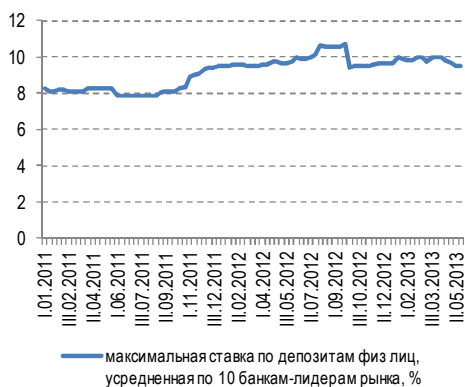
В 1Q13 большинство отслеживаемых нами банков зафиксировали снижение чистой процентной маржи QoQ. Это объясняется в основном сезонными факторами – рост кредитного портфеля приходился на конец периода, в то время как дорогие депозиты, привлеченные в конце 2012 г., приходилось оплачивать весь период.

Чистая процентная маржа (NIM) банков

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Sber	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,3%
VTB	3,9%	4,2%	4,2%	4,7%	4,6%
VZRZ	5,6%	5,6%	5,5%	5,7%	5,0%
BSPB	3,9%	3,9%	3,8%	4,1%	3,8%

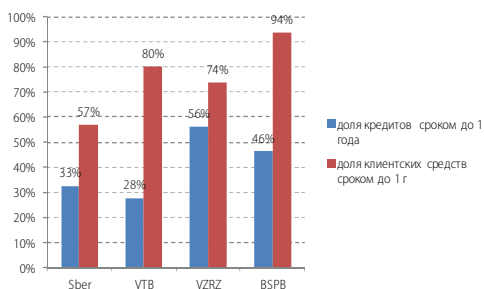
В последние месяцы намечилось снижение как по кредитным, так и по депозитным ставкам. Так, с 1 марта Сбербанк снизил ставки по корпоративным кредитам, ипотечным и автокредитам в среднем на 1 п.п., а с 26 марта объявил о снижении ставок по депозитам физических лиц в иностранной валюте на 0,25-1,25 п.п. С 30 апреля на 0,5 п.п. была снижена надбавка по он-лайн вкладам. С середины мая Сбербанк снизил ставки по корпоративным кредитам в рублях на 0,4-1,4 п.п., ставки по депозитам физических лиц и сберегательным сертификатам снижены на 0,25-0,75 п.п. В июне о возможности снижения ставок по корпоративным кредитам объявил и ВТБ. Наиболее оперативный показатель – максимальная ставка по депозитам физических лиц, усредненная для 10 банков-лидеров, начала постепенно уменьшаться в мае (с конца апреля по вторую декаду июня она снизилась с 9,79% до 9,31%).

Рис. 10 Максимальная ставка по депозитам физ. лиц, усредненная для 10 банков-лидеров рынка



Источник – данные ЦБ РФ

Рис. 11 Показатели дюрации кредитов и депозитов банков



Источник – данные компаний, расчеты ИК Совалнк

Стабильный приток депозитов, замедление роста кредитования и снижение кредитных ставок позволяют предположить, что снижение ставок по депозитам продолжится. Риск – заметная (более 10%) девальвация рубля (наряду с прочими факторами, фраза министра финансов А. Силуанова о возможном ослаблении курса национальной валюты в августе на 1-2 руб. для сокращения бюджетного дефицита и стимулирования экономики, хотя и была неоднократно опровергнута практически всеми руководителями финансового блока, включая самого А. Силуанова, оказала влияние на рыночные ожидания). Ожидания слабого рубля поддерживаются и объективными факторами – укрепление доллара к мировым валютам в ожидании сокращения QE3, высокие цифры оттока капитала из России, ухудшение платежного баланса, ожидания снижения ключевых ставок ЦБ. Это может вызвать перераспределение вкладов из рублевых в валютные, рост инфляции и инфляционных ожиданий, затормозить снижение рублевых ставок по депозитам.

В отношении стоимости неклиентских привлеченных ресурсов ожидаются разнонаправленные тенденции на внутреннем и внешнем рынке. Стоимость рыночных заимствований для банков растет вслед за повышением ставок на глобальных рынках и, вероятно, по итогам 2013 г. будет выше, чем в 2012 г. Одновременно рынки ждут начала снижения процентных ставок ЦБ, что должно отразиться на ставках репо и ставках МБК, а также расширения инструментов рефинансирования и удлинения их сроков.

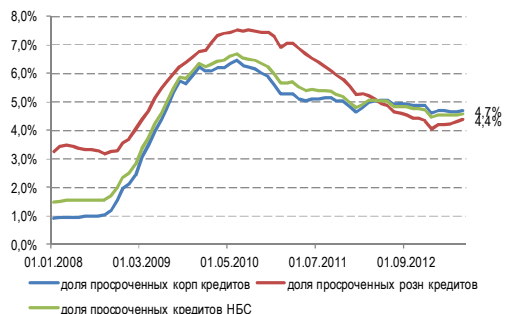
Мы ожидаем, что снижение чистой процентной маржи во 2Q и 3Q у большинства банков продолжится. Влияние общего снижения ставок на чистую процентную маржу зависит, в том числе, от соотношения дюрации активов и обязательств конкретных банков, а также от доли розничных вкладов в структуре обязательств банка (чем она выше, тем дольше временной лаг между снижением ставок по новым депозитам и эффектом в виде снижения стоимости фондирования). Так, исходя из данных отчетности 4-х публичных банков, доля клиентских депозитов сроком до 1 г. у всех превышает долю кредитов сроком до 1 г., и наиболее высок этот разрыв у ВТБ и Банка «Санкт-Петербург». Это означает, что у этих двух банков переоценка обязательств должна происходить быстрее, чем переоценка кредитов, что позитивно для чистой процентной маржи. Кроме того, имеет значение доля розничных депозитов в обязательствах банков, поскольку они переоцениваются медленнее. Так, несмотря на снижение ставок по новым депозитам, у клиентов остается возможность пополнять открытые ранее, более дорогие, депозиты. Частично давление на маржу может сдерживаться за счет опережающего роста высокомаржинальных розничных кредитов в портфелях банков и за счет оптимизации структуры привлеченных средств.

4. Кредитные риски

Хотя статистика ЦБ по доле просроченных кредитов пока относительно стабильна, некоторые данные показывают **заметное ухудшение качества необеспеченных розничных кредитов (потребкредиты и кредитные карты)**.

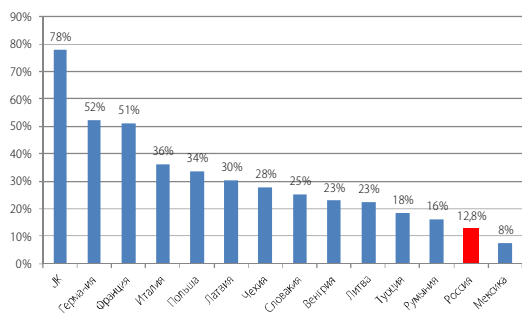
Долговая нагрузка населения России достигла исторического максимума, хотя и остается умеренной в сравнении с миром. Однако, в отличие от большинства европейских стран, в России основная доля розничных кредитов приходится на необеспеченные потребительские кредиты.

Рис. 12 Доля просроченных кредитов



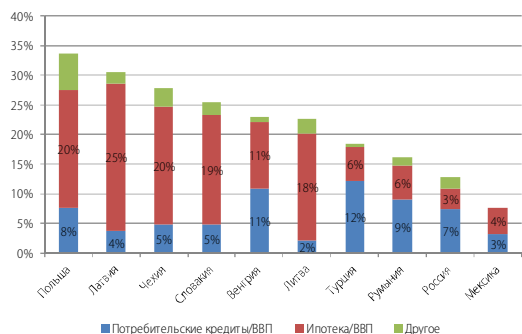
Источник – данные ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

Рис. 14 Долговая нагрузка населения по странам (кредиты/ВВП)



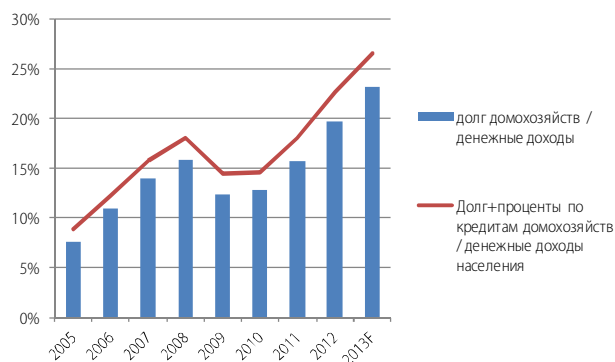
Источник – IMF, ЕСВ, ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИК Совлинк

Рис. 15 Структура розничного кредитования по странам



Источник – IMF, ЕСВ, ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИК Совлинк

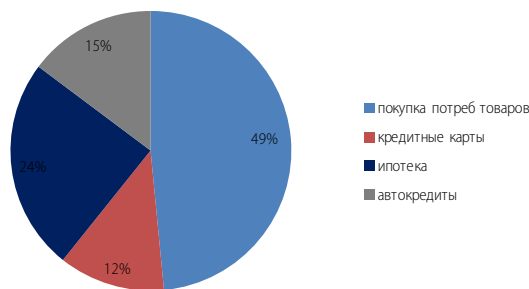
Рис. 13 Долговая нагрузка населения



Источник – Росстат, ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

По данным Национального бюро кредитных историй (НБКИ), на конец 1Q13 объем задолженности физических лиц перед банками (примерно 8 трлн руб) распределялся следующим образом – необеспеченные кредиты (покупка потребительских товаров и кредитные карты) – 61%, автокредиты – 15%, ипотека – 24%.

Рис. 16 Структура рынка розничных кредитов в России



Источник – данные НБКИ

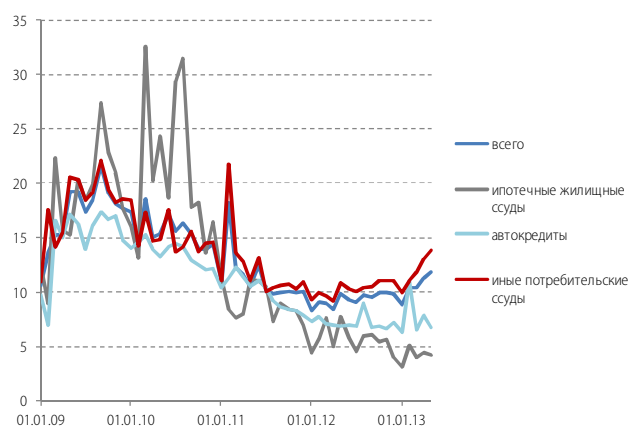
Данные бюро кредитных историй (НБКИ, Эквифакс)

показывают существенный рост за кредитованности заемщиков. В частности, это выражается в стремительном увеличении доли заемщиков, имеющих кредитные обязательства одновременно перед 3-4 банками (увеличилась с 4% в 2007 г. до 25,4% на май 2013 г.).

По данным ЦБ, доля просроченных кредитов в розничном сегменте незначительно повысилась с начала 2013 г. – с 4,0% до 4,4%. Однако данные ЦБ отражают лишь объем фактически просроченных платежей, а не всю сумму долга по кредиту, по которому наступила просрочка платежа (методология МСФО).

Более оперативную картину показывает доля просроченных розничных кредитов в общем объеме розничных кредитов, по которым в данный период наступил срок погашения. С начала года доля таких кредитов повысилась с 8,8% до 11,8% (максимум с середины 2011 г.). При этом решающим фактором был рост доли «иных» (необеспеченных) потребительских кредитов – с 10% до 13,8%.

Рис. 17 Доля просроченных в общем объеме розничных кредитов, по которым наступил срок погашения в данном периоде



Источник – данные ЦБ РФ

У Сбербанка в 1Q13 (МСФО) объем просроченных потребкредитов увеличился на 31,9% YTD, доля просроченных кредитов (1d+) в этом сегменте возросла с 6,2% до 8,0%.

Данные НБКИ косвенно показывают и резкий рост мошеннических кредитов – с начала года по май число просроченных более 90 дней кредитов, по которым не было совершено ни одного платежа, увеличилось на 25,2% (в два предыдущих года за тот же период рост составлял 8-9%).

Последствия – невозвраты и отчисления в резервы по розничным кредитам в этом году вырастут, а рост необеспеченных кредитов замедлится. Видя рост долговой

нагрузки и ухудшение платежной дисциплины заемщиков, банки смещают приоритеты кредитования в пользу обеспеченных кредитов, а в потребительском кредитовании ограничивают кредиты заемщикам «с улицы».

Кредитные риски в корпоративном сегменте пока в целом стабильны, проблемы носят локальный характер. Однако вероятность увеличения доли невозвратов связана с низкими темпами роста российской экономики и со снижением внешнего спроса. Негативную динамику показывают металлургия и горнодобывающие компании, ухудшается ситуация в автопроме (январь-май падение продаж на 4% YoY).

5. **Прибыль банковского сектора** до налогообложения в этом году отстает от показателей 2012 г. По итогам 5M13 снижение составило 6,0% YoY. Основная причина – увеличение чистых отчислений в резервы на потери по ссудам (1Q13 -140 млрд руб против 16 млрд руб в 1Q12), в том числе за счет того, что с начала года к необеспеченным потребительским кредитам применялись повышенные требования к резервированию. Во 2Q давление на прибыль банков могут оказать негативные результаты по трейдингу вследствие отрицательной переоценки ценных бумаг.

6. **Достаточность капитала** у большинства банков заметно снизилась в последние 2 года и дошла до уровней, ограничивающих рост бизнеса. Изменения в банковском регулировании (введение Базель-2 с начала 2014 г. и элементов Базель-3 ориентировочно с 1 октября 2013 г.) заставляют банки увеличивать капитал. В 2012 г. основным инструментом увеличения капитала были суборды. С апреля 2013 г. банки ведут параллельный расчет достаточности капитала по старым и новым (еще окончательно не принятым) правилам. По новым правилам (395-П), новые суборды учитываются в капитале только при наличии возможности их конвертации в акции или абсорбирования убытков при определенных условиях, что, как ожидалось, должно было привести к росту стоимости таких инструментов для банков. Тем не менее, по новым правилам в мае успешно привлекли субординированный долг, включаемый в расчет капитала, Московский кредитный банк и Сбербанк. Однако многие банки уже практически исчерпали возможность увеличения капитала 2-го уровня (в который включаются суборды) и, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру, привлекают акционерный капитал. Так, ВТБ в мае разместил допэмиссию акций на 102,5 млрд руб. (P/BV 0,57), в сентябре планирует размещение Банк Санкт-Петербург (скорее всего, также с существенным дисконтом к балансовой стоимости капитала). Это оказывает дополнительное давление на котировки акций, однако среднесрочно привлечение нового капитала позитивно для банков, поскольку снимает ограничения для роста бизнеса и повышает их способность абсорбировать возможные убытки и изменения в регулировании. Последние высказывания

руководителей ЦБ РФ дают надежду на более постепенный характер перехода на стандарты Базель-3. Так, директор департамента финансовой стабильности признал возможность отсрочки введения требований Базель-3 с 1 октября (если не все системно значимые банки окажутся к этому готовы), а первый зампред ЦБ А. Симановский неожиданно заявил о возможном отказе регулятора от введения повышенных коэффициентов нормативов Базеля-3 для российских банков (изначально ЦБ планировал повышающий коэффициент 1,2 к оригинальным нормативам Базель-3).

Макроэкономика и банковский сектор, млрд руб	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Кредиты предприятиям	12 510	12 547	14 063	17 715	19 971	22 368	25 499	29 324
темпы роста, %	34%	0%	12%	26%	12.7%	12.0%	14.0%	15.0%
Кредиты частным лицам	4 017	3 574	4 085	5 551	7 737	9 826	11 791	13 914
темпы роста, %	35%	-11%	14%	36%	39.4%	27%	20%	18%
Депозиты частных лиц	5 907	7 485	9 818	11 871	14 251	17 101	20 179	23 812
темпы роста, %	14%	27%	31%	21%	20%	20%	18%	18%
Средства юридических лиц	8 775	9 557	11 127	13 996	15 648	17 370	19 280	21 208
темпы роста, %	24%	9%	16%	26%	12%	11%	11%	10%

1Q13 IFRS	Sber	VZRZ	BSPB	VTB
Profitability				
ROE (return on equity)	21,4%	6,3%	10,6%	8,1%
ROA (return on assets)	2,3%	0,6%	1,2%	0,8%
NIM (Net interest margin)	6,3%	5,0%	3,8%	4,6%
Cost/Income	45,4%	59,9%	40,1%	53,0%
Financial position				
Loans (net) /Deposits	103,0%	91,0%	99,6%	133,0%
Loans/Assets	70,0%	70,6%	66,2%	65,1%
Securities/Assets	12,0%	5,5%	18,0%	13,2%
Cash/Assets	8,0%	17,6%	7,9%	7,7%
Capital position				
Tier 1	10,9%	11,9%	9,8%	11,9%**
Total BIS ratio	14,2%	14,9%	13,7%	16,3%**
Credit risk				
NPL (Non-performing loans)/Gross Loans	3,3%	10,3%	5,4%	5,4%
Allowance for loan impairment/Gross loans	5,2%	9,5%	9,8%	6,5%
Allowance for loan impairment / NPL	157,6%	92,8%	181,5%	115,4%
Provision charge/Average loan portfolio	-1,1%	-2,5%	-1,8%	-1,6%
Renegotiated loans/Gross loans	9,3%	6,9%	8,5%	N/A
Growth YTD, %				
Loans (gross)	1,3%	5,0%	3,9%	4,1%
Customer deposits	1,4%	-0,3%	4,1%	1,50%
Effectiveness				
Employees	290300	6185	2756	84764
Revenue per 1 employee	3501,2	2257,1	5968,1	4383,9
Costs/Assets	3,0%	4,0%	1,9%	2,6%
Staff costs per 1 employee (annual), '000 Rub	938,3	840,1	1175,0	1363,8
Branches and outlets	18658	146	41	
P/E 13E	5,7	4,1	4,4	6,3
P/BV 13E	1,1	0,4	0,4	0,7

Источник – данные компаний, оценки СОВЛИНК

*Для банка Возрождение и БСПб NPL раскрывается на базе 1d+

** pro-forma после SPO май 2013 г. по состоянию на конец 2012г.

Сопоставление крупнейших публичных российских банков показывает, что **Сбербанк** по-прежнему с большим отрывом лидирует по рентабельности капитала. Ключевыми конкурентными преимуществами банка является доступ к дешевому фондированию (как пенсионные и зарплатные счета, так и заимствования на рынках капитала), а также его рыночная доля, при которой он является маркет-мейкером для всего российского банковского сектора (33,6% всех выданных в стране корпоративных кредитов, 32,7% - розничных кредитов, 45,7% частных вкладов). Перспективы на 2013 г. осложняются не слишком благоприятной макроэкономической ситуацией, которая выражается в замедлении темпов кредитования, снижении чистой процентной маржи, увеличении доли проблемных потребительских кредитов. Из положительных моментов отметим целенаправленную политику банка по улучшению показателей контроля над расходами. На этом фоне мы ожидаем минимальный рост чистой прибыли к прошлому году (1% YoY). Тем не менее, по текущим рыночным мультипликаторам (P/E 5,7, P/BV 1,1) банк выглядит достаточно привлекательно по сравнению с восточноевропейскими аналогами. Среднесрочные драйверы роста – увеличение доли высокомаржинальных активов, опережающий рост непроцентных (прежде всего, комиссионных) доходов, повышение операционной эффективности, положительный вклад «дочек» в финансовый результат группы. В этом году банк рассчитывает получить от турецкого Denizbank примерно \$500 млн чистой прибыли, однако на

результат могут повлиять неожиданно проявившиеся недавно в этой стране политические риски.

Банк «Возрождение», по нашим новым прогнозам, может снизить чистую прибыль в 2013 г. на 7,5% YoY. Прогнозы чистой прибыли на 2013-14 гг. пересмотрены в сторону снижения на 22-25%. Основания для ухудшения прогнозов: давление снижающейся доходности кредитов на чистую процентную маржу; более слабая, чем ожидалось ранее, динамика чистого комиссионного дохода в условиях высококонкурентного рынка; проблемы с качеством нескольких крупных кредитов, в частности, ОАО «Кондопога», связанный с этим пересмотр в сторону повышения прогнозов менеджмента по отчислениям в резервы. Тем не менее, мы рекомендуем покупать акции банка, считая, что большинство существующих на данный момент рисков уже с избытком учтены в цене акций. Так, рыночная цена акций находится сейчас на минимуме с апреля 2009 г., по рыночным мультипликаторам банк оценивается с дисконтом 36-65% к аналогам развивающихся рынкам и вблизи минимальных значений собственных мультипликаторов 2007-2012 гг. (рис. 27) Хотя в случае продолжающегося ухудшения экономической ситуации в России и внешних шоков есть риск дальнейшего снижения стоимости акций, мы полагаем, что вероятность роста от текущих уровней в течение года выше риска падения. **Среднесрочные драйверы роста** - предпринимаемые меры по повышению операционной эффективности, оптимизации расходов; постепенное повышение доли высокодоходных активов (кредиты розничным заемщикам, SME), планируемые новым председателем ЦБ РФ Э. Набиуллиной меры по стимулированию доступности кредита для малого и среднего бизнеса через механизм рефинансирования банков. Это может быть интересной темой для банка «Возрождение», для которого кредиты малому и среднему бизнесу (SME) являются ключевым сегментом (более 50% кредитного портфеля).

Банк Санкт-Петербург. Прогнозная рентабельность капитала банка пока остается ниже средней, однако мы видим следующие позитивные изменения: планируемое увеличение капитала за счет размещения допэмиссии акций в 3Q снимет существенное ограничение на рост бизнеса; банк проводит правильную политику диверсификации кредитного портфеля и повышения доли высокомаржинальных розничных кредитов с ограниченным уровнем риска; проблемы с дефолтами по крупным корпоративным кредитам в основном решены в 2012 г., что должно привести к отчислениям в резервы от аномально высоких уровней прошлого года (cost of risk 2,7%) к нормальным (1,5%). Банк в течение 2013г. должен быть менее уязвим к начавшемуся тренду на снижение кредитных и депозитных ставок, поскольку обязательства банка могут дешеветь быстрее, чем снижаться доходность кредитов. По данным банка, в структуре клиентских средств более 75% имеют срок до 6 мес., а в структуре кредитов преобладает группа сроком погашения 1-5 лет (на нее приходится 46% портфеля). К тому же более 11% обязательств банка приходится на средства ЦБ, поэтому при ожидаемом снижении ставок стоимость привлечения этих средств снизится в первую очередь. Основным риском является высокая концентрация кредитного портфеля – на 20 крупнейших заемщиков приходится 32,9% кредитного портфеля, поэтому снижение качества одного или нескольких крупных кредитов отразится на росте NPL. Банк оценивается рынком ниже минимальных исторических значений рыночных мультипликаторов за всю историю с момента размещения. Так, в период 2008-2012 гг. минимальное значение показателя P/BV (капитализация / балансовая стоимость капитала) составляло 0,44, а среднее значение – 1,2. Сейчас банк торгуется с мультипликатором 0,34 к капиталу на конец 2012 г. и 0,40 – на конец 2013 г. (с учетом ожидаемой допэмиссии на 110 млн акций). При этом еще один ключевой рыночный мультипликатор P/E13 (цена/прибыль) составляет 4,4 при среднем значении для развивающихся рынков на уровне 8,2 (медианное значение 6,7).

ВТБ – в 1Q13 рентабельность капитала банка была скромной (8,1%), что объясняется небольшим убытком по трейдингу и высокими отчислениями в резервы (CoR 1,6%). Банк отмечает признаки ухудшения качества потребительских кредитов и значительно увеличивает резервирование по рознице. **Среднесрочные драйверы роста:** - увеличение капитала на 102,5 млрд руб в мае за счет размещения допэмиссии акций, по оценке менеджмента, снимает проблему дефицита капитала на ближайшие 3 года и позволяет развивать наиболее рентабельное направление бизнеса – розничное кредитование.

Розничный блок – наиболее сильный и понятный бизнес банка, рентабельность капитала там в последние годы устойчиво превышает 20%. Согласно стратегии развития розничного бизнеса группы до 2016 г., его прибыль по итогам 2016 г. должна достигнуть 100 млрд руб против 45 млрд руб в 2012 г., а кредитный портфель должен вырасти в 2,5 раза к уровню 2012 г. (до 3 трлн руб). Основные риски: ухудшение качества кредитов, ставка на значительную долю рынка в сегменте массового потребительского кредитования (Лето-банк) в период увеличения показателей закредитованности и роста проблемных долгов, способность удержать под контролем расходы в период активного развития розничной сети. К тому же ВТБ, как российская финансовая группа с уникально высоким международным присутствием (на зарубежный бизнес приходится 26% активов и 22% обязательств) в большей мере подвержен внешним рискам и изменениям на глобальных финансовых рынках, где пройден минимум сверхнизких процентных ставок, ужесточаются регулятивные правила. Среди прочих российских публичных банков ВТБ отличается относительно высоким левериджем (Loans/Deposits 133%), что означает уязвимость к ухудшению условий рыночных заимствований. Впрочем, опыт показывает, что в случаях турбулентности на рынках капитала банку удается компенсировать сокращение доступа к долговым рынкам увеличением финансирования от ЦБ и Минфина. Наши прогнозы чистой прибыли банка в 2013-14 гг. снижены на 15-17%, постпрогнозная рентабельность капитала снижена с 15% до 13%. По рыночному мультипликатору P/BV акции банка сейчас существенно дешевле среднеисторического значения показателя за последние 5 лет (1,37), однако, в отличие от банков «Возрождение» и БСПб заметно выше минимальных значений 2009-10 гг. (0,3-0,4). Хотя формально потенциал роста в 19% соответствует рекомендации «Покупать», мы сохраняем рекомендацию «Держать» в связи с ограниченным потенциалом роста и рисками ухудшения прогнозов.

Изменения в расчете ставки дисконтирования (доходности собственного капитала) по сравнению с январем 2013 г. Повышена оценка безрисковой ставки – с 4,19% до 5,0%, что отражает увеличение доходностей суверенных еврооблигаций вслед за US Treasuries в ожидании постепенного уменьшения объемов покупки активов со стороны ФРС. Одновременно рискованная премия по американским акциям снижена с 6% до 5,8%. Эти изменения привели к увеличению ставки дисконтирования для Сбербанка - с 13,76% до 14,34%. Для банков БСПб и Возрождение, с учетом премии за более низкую ликвидность, ставка дисконтирования повышается с 16,0 до 16,34% (премия в 2 п.п. к стоимости акционерного капитала для Сбербанка).

Расчет стоимости акционерного капитала

Безрисковая ставка для России	5,0%	Ориентир – доходность Eurobonds Russia-42
Премия за риск инвестирования в акции для США	5,8%	Оценка Дамодарана, январь 2013
Дополнительная страновая премия за инвестирование в российские акции	2,25%	Рассчитана по методике Дамодарана на основе типичного спреда доходности российских евробондов (150 б.п.) и поправки на повышенный риск инвестирования в акции по сравнению с евробондами (1.5x)
Страновая премия за риск инвестирования в акции для России	8,05%	
Бета-коэффициент	1,16	
Премия за риск инвестирования в акции компании	9,34%	
Расчетная стоимость акционерного капитала для компании	14,34%	

Помимо DCF, мы учитываем в окончательной оценке банков и результаты сравнительного анализа.

SBER - BUY

Целевая цена: US\$ 3.71

Потенциал роста: 29%

Stock data

Ticker	SBER	M.Cap, \$ mn	62170
Shares Ords'000	21586948	Fre Float, %	50
Shares Pref'000	1000000	Free Flo t, \$ mn	31085
Bid Ords, \$	2.86	Offer Ords, \$	2.91

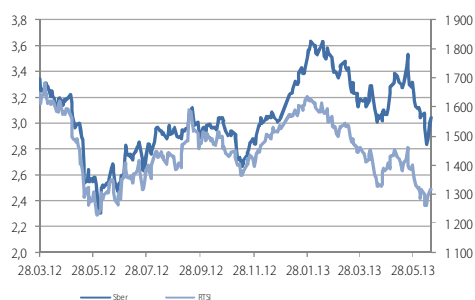
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-7.3%	-10.8%
Relative to RTSI	Ords	-3.9%	8.0%
Price range, \$			
High	Ords	3.12	3.63
Low	Ords	2.73	2.73

Financials, 2013E

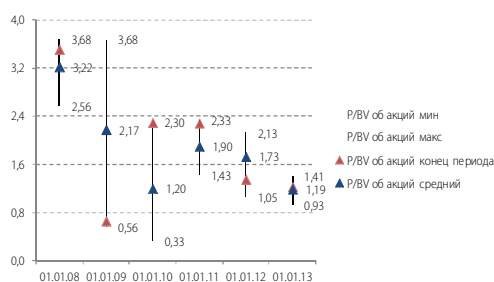
Assets, \$ bn	501,74	P/E	5.7
Book value, \$ bn	56,92	P/BV	1.1
Net income, \$ bn	10,97	ROE	19.8%

Динамика стоимости акций



Источник: ММВБ-РТС

Рис. 18 Исторический мультипликатор P/BV



Источник: ММВБ – РТС, данные компании, расчеты ИК Совлинк

Сбербанк

Среднесрочные драйверы роста:

- увеличение доли высокомаржинальных розничных кредитов,
- опережающий рост комиссионных доходов, не связанных с кредитными и процентными рисками,
- контроль над расходами

Факторы ухудшения прогнозов:

- давление снижающейся доходности кредитов на чистую процентную маржу
- сигналы ухудшения кредитного качества портфеля

Основные изменения в модели:

- Кредитный портфель.** В 2012 г. кредитный портфель Сбербанка увеличился на 32%, объем розничных кредитов – на 57%. Без учета эффекта от приобретений Denizbank и Sberbank Europe AG, рост корпоративного портфеля составил 16,1%, розничного – 43,2%.

По данным годового отчета банка за 2012 г., на Сбербанк сейчас приходится 33,6% рынка корпоративных кредитов в России, 47,6% рынка ипотеки, 32,8% потребительских кредитов, 22,4% рынка кредитных карт, 12% рынка автокредитов и примерно 5% рынка POS кредитования (через Cetelem).

Рост кредитного портфеля в 1Q был ожидаемо слабым (+1,3%): в розничном сегменте +2,6%, в корпоративном +0,9%. Менеджмент сохраняет декабрьский прогноз роста кредитования в 2013 г. (15-17% по группе), но считает вероятным, что по корпоративному кредитованию он будет ниже первоначального прогноза (13-15%), а по розничному портфелю – выше (декабрьский прогноз 19-25%).

Наш январский прогноз предполагал в 2013 г. рост портфеля на уровне 16-17% (по корпоративному сегменту 13-14%, по розничному – 25%). С учетом последних доступных данных, мы сохраняем прогноз роста по розничному кредитованию на уровне 25%, а по корпоративному снижаем до 10-11%. Опережающий рост розничного кредитования, где средняя эффективная доходность в прошлом году составила 14,7% против 9,6% в корпоративном сегменте, является поддерживающим фактором для чистой процентной маржи.

Стратегическим приоритетом банка является повышение доли высокодоходных сегментов в кредитном портфеле (ритейл, SME). За 2012 г. доля розничных кредитов в портфеле резко увеличилась - с 21,5% до 25,6%. В структуре розничного портфеля на 31.03.2013 г. примерно 55% приходится на потребительские кредиты, 41% - на ипотеку, 4% - на автокредиты.

Основу корпоративного кредитного портфеля составляют крупнейшие корпоративные заемщики (с годовой выручкой от 15 млрд руб) – на них приходится 59% всего

корпоративного сегмента головного банка (51% корпоративного сегмента Группы Сбербанка). Это группа заемщиков с наиболее легким доступом к публичным долговым рынкам и, соответственно, с наиболее низкой доходностью. Стратегия банка состоит в увеличении доли средних и мелких клиентов, а также в максимальном использовании потенциала кросс-продаж для зарабатывания непроцентного дохода (услуги транзакционного банка, зарплатные проекты, организация финансирования на рынке капитала через Sberbank CIB).

Депозиты. По темпам притока частных вкладов за 5М13 Сбербанк (+4,4% YTD, с учетом сберегательных сертификатов) отстает от рынка (+6,8%), что объясняется конкуренцией за ресурсы с розничными банками, готовыми предлагать высокие ставки, и нежеланием Сбербанка переплачивать за дорогие депозиты. С мая Сбербанк начал снижать ставки по вкладам, что, с одной стороны, является сигналом для рынка последовать его примеру, а с другой – может привести к дальнейшему снижению его рыночной доли. Некоторому снижению рыночной доли Сбербанка может способствовать и одобренный правительством законопроект по повышению порога страховых выплат с 700 тыс. руб. до 1 млн. руб.

Рис. 19 Динамика кредитного портфеля, трлн руб.



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совалинк

Хотя на встрече с аналитиками в декабре прошлого года менеджмент высказывал намерение остановить процесс снижения доли Сбербанка на рынке частных вкладов, объективно банк сейчас может допустить некоторое дополнительное сокращение доли рынка из-за существенного замедления роста кредитования и необходимости удешевления фондирования для защиты чистой процентной маржи. Так, стоимость срочных вкладов физических лиц за 12М, завершившихся 31.03.2013 г., повысилась с 4,4% до 5,0%, и ее снижение может отставать по срокам от темпов снижения ставок по новым вкладам, в том числе за счет возможности пополнения ранее открытых вкладов.

Существенной особенностью 2012 г. стало значительное увеличение доли срочных корпоративных депозитов в структуре средств предприятий и организаций – до 62% (среднее значение за 2007-2011 гг. 35-40%). Это – явное проявление общей тенденции, которая упоминалась выше – в условиях невысокой экономической активности и высоких депозитных ставок предприятия предпочитают не расширять использование средств в бизнесе, а держать их на депозитах. В прошлом году банк испытывал дефицит ресурсов, что и объясняет повышенный спрос на корпоративные депозиты, теперь же в приоритете – снижение их стоимости, уже в 1Q13 банк снизил ее с пиковых 6,3% до 5,3%.

В презентации к Дню инвестора в апреле менеджмент банка прогнозировал рост клиентских средств на 11-12% в 2013 г. – это самый низкий темп роста за последние, как минимум, 10 лет. Мы ожидаем более высокие показатели роста – 13% в

этом году и 14% в 2014-15 гг.

В 2012 г. продолжилось увеличение разрыва между срочностью активов и обязательств банка. Так, доля активов срочностью более 1 года немного снизилась (с 52,3% до 50,3%), однако доля обязательств сроком более 1 года сократилась гораздо заметнее – с 50,8% до 40,3%. Это следствие как смещения структуры клиентских средств в пользу более краткосрочных вкладов, так и увеличения доли в обязательствах коротких межбанковских кредитов. Увеличение разрыва по срочности активов и обязательств может означать определенное повышение риска ликвидности, однако более короткая структура обязательств будет приводить к их более быстрой переоценке, что в условиях ожидаемого снижения процентных ставок может ослабить давление на чистую процентную маржу.

2. Чистая процентная маржа.

Факторы снижения маржи:

- Начало цикла снижения кредитных ставок Сбербанком (март, май) с целью остановить отток корпоративных кредитов. Ожидаем усиления этого процесса после вероятного начала снижения ключевых процентных ставок ЦБ (ожидаем два-три сокращения ставок до конца года с шагом 0,25 п.п.).

- Значительная (более 50%) доля розничных вкладов в обязательствах банка снижает гибкость банка в удешевлении стоимости депозитов. Из-за возможности пополнения открытых ранее по высоким ставкам вкладов эффект от снижения депозитных ставок будет отражаться на стоимости депозитов со значительным временным лагом.

- Слабый спрос на кредиты со стороны корпоративного сектора.

- Президент и Минэкономразвития считают кредитные ставки для предприятий тормозом развития экономики и призывают к удешевлению кредита (обсуждаемая мера – публикация ЦБ индикативных ставок), что может оказывать косвенное давление на процентную политику госбанков.

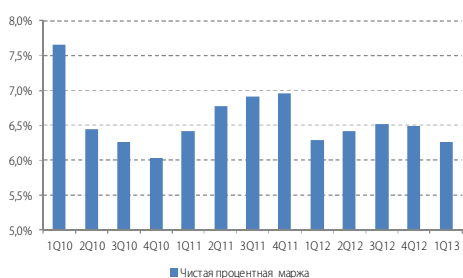
- Завершение цикла снижения процентных ставок крупнейшими мировыми центробанками, рост ожиданий постепенного сворачивания «нетрадиционных» стимулирующих мер могут отразиться на постепенном повышении стоимости внешних заимствований.

Факторы защиты маржи:

- Опережающий рост доли высокодоходных кредитов;

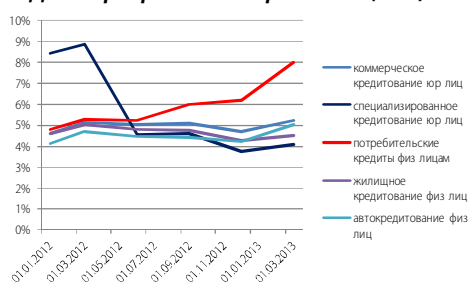
- Доступ Сбербанка к наиболее дешевым клиентским средствам в России (пенсионные счета, формально относимые к срочным депозитам, но с более низкой

Рис. 20 Чистая процентная маржа



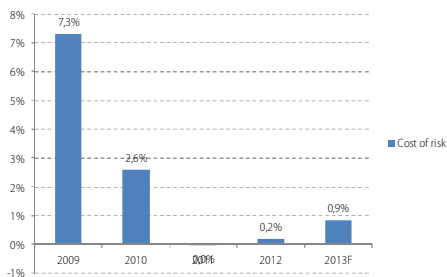
Источник – данные компании, расчеты ИК Совлинка

Рис. 21 Доля просроченных кредитов (1d+)



Источник – данные компании, расчеты ИК Совлинка

Рис. 22 Cost of risk



Источник – данные компании, расчеты ИК Совлинк

стоимостью обслуживания, по данным презентации, в 2012 г. составляли 39% всех средств физических лиц). Благодаря этому у Сбербанка сохраняется существенное конкурентное преимущество по чистой процентной марже по отношению к другим российским универсальным банкам.

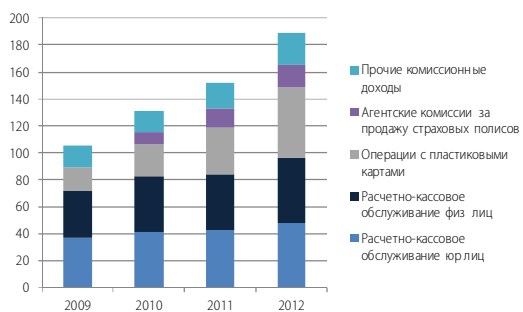
- Возможность привлечения наиболее дешевых для российских банков заимствований на внешних рынках.

В 1Q13 чистая процентная маржа снизилась на 0,2 п.п. QoQ (по нашим оценкам, с 6,5% до 6,3%, по данным банка – с 6,2% до 5,9%), что объясняется фактором сезонности, а также более медленным ростом кредитного портфеля по сравнению с притоком клиентских средств. Менеджмент сохраняет декабрьский прогноз маржи на 2013 г. – 5,9-6,1% против 6,1% в 2012 г. Этот прогноз предполагает стабилизацию годовой чистой процентной маржи на уровне 1Q. Между тем, мы видим риск, что маржа в ближайшие пару кварталов может снизиться еще, по указанным выше причинам. Мы полагаем, что снижение чистой процентной маржи в среднем по году может составить 0,3 п.п. вместо прежнего прогноза 0,2 п.п. (по нашим оценкам, NIM в 2013 г. составит 6,0% против 6,3% в 2012 г.). В дальнейшем, по мере переоценки стоимости депозитов и изменения структуры активов в пользу более доходных, мы ожидаем постепенного восстановления чистой процентной маржи к уровню 2012 г.

- Ожидаемое снижение ключевых ставок предоставления ликвидности со стороны ЦБ, возможное удлинение сроков рефинансирования и расширение залоговой базы. На конец 2012 г. доля заимствований у ЦБ (без учета суборда) составляла 7,9% в структуре обязательств Сбербанка, к концу 1Q она снизилась до 4,8%. Если ЦБ сделает условия рефинансирования более доступными, доля относительно дешевых средств ЦБ в пассивах Сбербанка может вновь увеличиться.

- Этот год будет существенно отличаться от двух предыдущих в отношении **политики резервирования**. Возможности посткризисного роспуска резервов практически исчерпаны, и одновременно начинают проявляться последствия избыточного смягчения стандартов в потребкредитовании и ухудшения финансового положения предприятий. Отчетность за 1Q13 показала определенные настораживающие сигналы в отношении **качества кредитного портфеля**. При стабильной доле неработающих кредитов NPL (90d+) (3,3% против 3,2% на начало года) доля просроченных (1d+) кредитов увеличилась с 4,6% на начало года до 5,2%. Особенно заметен рост просрочки в потребительском кредитовании (объем просроченных потребкредитов увеличился на 31,9% YTD, доля просроченных кредитов в этом сегменте возросла с 6,2% до 8,0%). Менее заметный рост доли просроченных (1d+) кредитов есть и в корпоративном кредитовании. Менеджмент признает проблемы с ухудшением качества кредитных карт (их объем составляет 225 млрд руб.),

Рис. 23 Динамика комиссионных доходов, млрд руб

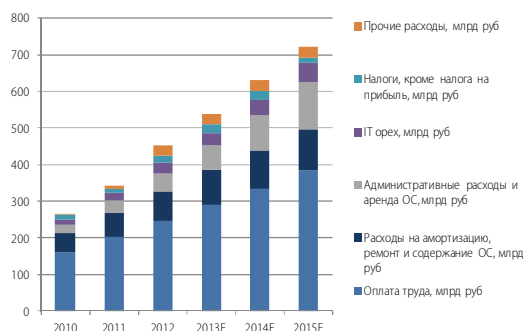


Источник – данные компании, расчеты ИК Совлинк

кредитов малому бизнесу и микрокредитов, качество корпоративных кредитов в целом считает стабильным. Хотя в 1Q13 cost of risk заметно превысил ожидания рынка, достигнув 1,1%, по словам CFO банка А. Морозова, сейчас нет оснований менять прогноз Cost of risk на 2013 г. (в пределах 0,85%). Между тем, в 2011 г. банк показывал чистый роспуск резервов, а в 2012 г. CoR составил всего 0,2%. Рост отчислений в резервы стал основным фактором снижения чистой прибыли в 1Q13 на 4% YoY.

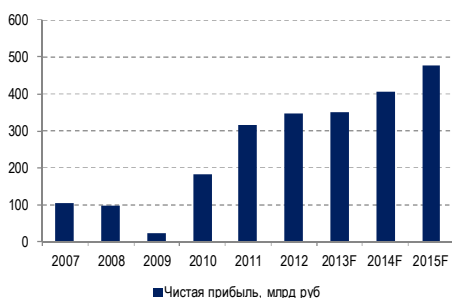
Мы повышаем прогноз CoR на 2013 г. с 0,8% до 0,85%. Этот прогноз предполагает значительное повышение CoR в наиболее проблемном сегменте потребкредитования (с 0,9% до 2,0%) и отсутствие серьезного ухудшения качества по другим категориям кредитов, однако при продолжении динамики 1Q, есть риск пересмотра показателя в сторону повышения. На 2014-15 гг. сохраняем прогноз CoR в размере 1%.

Рис. 24 Структура операционных расходов, млрд руб



Источник – данные компании, расчеты ИК Совалинк

Рис. 25 Динамика чистой прибыли, млрд руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совалинк

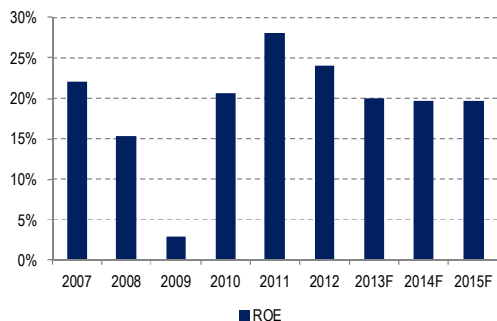
- Комиссионные доходы** пока подтверждают сильную динамику роста (по итогам 1Q13 +23,7% YoY). В структуре комиссионных доходов 2012 г. основную долю занимают доходы от расчетно-кассового обслуживания (примерно 50%, равно распределенные между юридическими и физическими лицами), а также от операций с банковскими картами (27%). Именно операции с банковскими картами стали основным драйвером роста комиссионных доходов за последние годы (CAGR 2009-2012 гг. 43% при CAGR всех комиссионных доходов на уровне 21,4%). Среди других быстрорастущих статей прошлых лет – агентский доход от продажи страховых полисов, доля которого в комиссионном доходе увеличилась почти с нуля в 2009 г. до 9% в 2012 г., однако в последний год рост замедлился. Помимо традиционных доходов, банк в этом году надеется задействовать менее развитые каналы – доходы от клиентского бизнеса Sberbank CIB, торгового финансирования, документарных операций.

В декабре банк планировал достичь в 2013 г. рост комиссионного дохода на 25-30%, однако в апреле на Дне инвестора презентовал более скромный прогноз – 21,5-22,5%. Мы считаем достижимым рост чистого комиссионного дохода на 23-25% в этом году.

- В центре внимания – **операционная эффективность**. Данные 1Q показывают, что менеджмент действительно считает рост операционной эффективности одним из основных приоритетов. В ходе conference call в конце мая CFO банка А. Морозов подтвердил цель на 2013 г. “stable or positive jaw”. Это означает, что рост расходов в этом году впервые с 2010 г. не должен опережать рост операционных доходов до формирования резервов. По нашим оценкам, в этом году это будет проблематично – ожидаемый рост операционных доходов 17,4%, а расходов – 19,5%.

В структуре расходов Сбербанка основную часть (54%)

Рис. 26 Рентабельность капитала



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совалинк

занимают расходы на персонал. Численность персонала группы Сбербанка за счет приобретения Denizbank увеличилась в 1Q13 на 7,4% YoY, а численность сотрудников головного банка – на 3,7%. При условии стабилизации численности персонала в 2013 г. (рост в пределах 2%), мы ожидаем увеличение расходов на персонал на 18-19%.

В декабре прошлого года менеджмент прогнозировал рост расходов в 2013-14 г. на 20%+ из-за необходимости реализации заявленных приоритетных стратегических проектов (централизация/модернизация инфраструктуры IT, ребрендинг сети). По итогам 1Q рост оказался скромнее – 19,9% YoY.

Мы полагаем, что в случае более слабой динамики доходов менеджмент может отложить часть стратегических расходов на более позднее время, выдержав заявленный приоритет операционной эффективности, однако это будет непростым решением.

Исходя из сложившейся структуры расходов, мы видим возможность снижения прогноза роста операционных расходов в 2013 г. с 21,5% до 19,5%, в 2014 г. с 20% до 18% и в 2015 г. – с 16% до 15%.

- 6. Таким образом, **прогноз чистой прибыли** Сбербанка в 2013 г. снижен на 4% (до 348 млрд руб.). Новый прогноз предполагает фиксацию чистой прибыли банка в 2013 г. практически на уровне прошлого года и существенно отстает от прогноза менеджмента (370-390 млрд руб.). Прогнозы прибыли на 2014-15 гг. незначительно повышены, что связано с улучшением прогнозов операционной эффективности.

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб	Изменение, %
2013F	364	348	-4%
2014F	402	408	2%
2015F	467	481	3%

По нашим новым оценкам, рентабельность капитала Сбербанка в 2013 г. может опуститься чуть ниже 20% (в 2012 г. она составила 24,1%, среднесрочная цель банка – 20%+). Это связано с более консервативными прогнозами чистой процентной маржи и отчислений в резервы. Риски дальнейшего снижения прогнозов состоят в ухудшении макроэкономической ситуации, а также в неспособности банка сдержать рост операционных расходов.

Оценка стоимости акций.

Мы оцениваем справедливую стоимость акций Сбербанка на основе комбинации модифицированной модели Гордона (вариация DCF-метода) и сопоставления с рыночными аналогами.

Для Сбербанка вес DCF оценки составляет 70%, а вес оценки, полученной методом сравнения с аналогами развивающихся рынков – 30%.

Оценка на основе модели Гордона. Мы оцениваем справедливую стоимость акций Сбербанка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE-g) / (r-g)$). При этом мы по-прежнему прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 5%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 19%. Ставка дисконтирования повышена с 13,76% до 14,34% в связи с увеличением безрисковой доходности (доходности еврооблигаций Россия 2042).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п	2015п
Акционерный капитал, \$млн	25,533	25 758	32,391	39 378	53 467	56 925	64 582	73 740
Чистая прибыль, \$ млн	3,940	770	5,992	10 765	11 197	10 970	12 031	13 747
Стоимость капитала, %							14.34%	14.34%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2015 равным 1.5. Подставив прогнозное значение BV-2015=\$73 740 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2015 г. P-2015=\$111 751 млн.

Доходность капитала будущих периодов	19%
Рост в будущие периоды	5,0%
Целевой P/BV-2015	1.5
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2015), \$ млн.	111,751
Ставка дисконтирования	14,34%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2013 г., \$ млн	84,565

Обыкновенные акции, млн.	21,587
Привилегированные акции, млн.	1,0
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2013, \$	3,74
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	4,01

Сравнение с российскими и зарубежными аналогами по прогнозным рыночным мультипликаторам 2013 г.

	Country	Mcap, \$ mln	P/E	P/BV	ROE
SBERBANK (cons)	RUSSIA	61 825	5,7	1,2	20,7
SBERBANK (our est)	RUSSIA	61 825	5,6	1,1	19,8
BANK PEKAO SA	POLAND	11 767	14,9	1,6	11,2
KOMERCNI BANKA AS	CZECH	6 956	11,6	1,4	12,3
BANK BPH SA	POLAND	1 123		0,8	
OTP BANK PLC	HUNGAR Y	5 709	8,9	0,8	9,0
BRE BANK SA	POLAND	4 915	15,6	1,7	10,7
BANCO BRADESCO S.A.	BRAZIL	53 391	9,9	1,8	17,0
ICICI BANK LTD	INDIA	20 355	13,5	1,8	13,8
STATE BANK OF INDIA	INDIA	21 992	7,0	1,1	16,8
BANK OF CHINA LTD-H	CHINA	117 388	4,6	0,8	16,6
AGRICULTURAL BANK OF CHINA-H	CHINA	130 096	4,8	1,0	20,1
IND & COMM BK OF CHINA-A	CHINA	220 918	5,5	1,2	20,7
CHINA CONSTRUCTION BANK-H	CHINA	167 050	4,8	1,0	20,7
BANK OF COMMUNICATIONS CO-H	CHINA	47 122	4,6	0,7	15,0
CHINA MERCHANTS BANK-A	CHINA	37 984	5,2	1,2	20,6
BANCO DO BRASIL S.A.	BRAZIL	26 610	5,7	1,0	16,6
AKBANK T.A.S.	TURKEY	16 321	9,4	1,4	14,5
TURKIYE GARANTI BANKASI	TURKEY	18 049	9,6	1,6	16,0
KAZKOMMERTSBAN K-OCT GDR REGS	KAZAKHS TAN	740	4,4		8,2
HALYK SAVINGS BANK-GDR REG S	KAZAKHS TAN	2 045	4,8		19,2
Среднее EM			8,0	1,2	15,5
Медиана EM			6,4	1,2	16,3
JPMORGAN CHASE & CO	UNITED STATES	199 567	9,2	1,0	10,9
CITIGROUP INC	UNITED STATES	146 515	10,0	0,8	7,5
BANK OF AMERICA CORP	UNITED STATES	139 067	13,6	0,6	4,7
GOLDMAN SACHS GROUP INC	UNITED STATES	71 887	10,5	1,0	10,0
MORGAN STANLEY	UNITED STATES	47 905 218	12,1	0,8	6,2
WELLS FARGO & CO	UNITED STATES	317	11,1	1,5	12,9
BARCLAYS PLC	BRITAIN	55 172	7,9	0,7	8,1
HSBC HOLDINGS PLC	BRITAIN	196 094	10,7	1,1	10,7
CREDIT SUISSE GROUP AG-REG	SWITZER LAND	42 661	9,8	0,9	11,1
LLOYDS BANKING GROUP PLC	BRITAIN	68 230	15,0	1,0	6,7
UBS AG-REG	SWITZER	65 393	16,4	1,3	7,3

LAND					
STANDARD CHARTERED PLC	BRITAIN	53 732	9,6	1,2	12,3
DEUTSCHE BANK AG	GERMANY	41 873	8,0	0,5	6,9
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	BRITAIN	46 635	14,1	0,4	2,6
SOCIETE GENERALE	FRANCE	27 056	8,5	0,4	5,3
BNP PARIBAS	FRANCE	68 194	9,1	0,7	7,5
UNICREDIT SPA	ITALY	26 917	18,2	0,3	1,6
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL	AUSTRIA	5 605	7,5	0,4	7,3
Среднее DM			11,2	0,8	7,8
Медиана DM			10,3	0,8	7,4

По целевым мультипликаторам 2013 г. (P/E 5,7, P/BV 1.1) акции Сбербанка торгуются с умеренным дисконтом к аналогам развивающихся рынков (для EM медианное значение P/E 13E = 6.4, P/BV 13E = 1,2). Особенно заметен дисконт в сравнении с восточноевропейскими и турецкими банками, в то время как китайские банки оцениваются рынком на уровне Сбербанка или даже дешевле. На наш взгляд, Сбербанк, как крупнейший банк в Восточной Европе, логичнее сравнивать с региональными бенчмарками.

Company	Price, \$	Мcap, mln \$	ROE	P/E	P/BV
SBERBANK (cons)	2,9	61825	20,7	5,7	1,2
SBERBANK (our estimate)	2,9	61825	19,8	5,6	1,1
VTB GDR	2,9	18534	12,6	5,6	0,7
BANK VOZROZHDENIE	11,6	275	11,9	3,6	0,4
BANK ST PETERSBURG	1,2	372	9,2	4,2	0,3
NOMOS BANK	14,0	2588	17,1	6,3	0,9
Average Russia			14,3	5,1	0,7
Median EM			16,3	6,4	1,2
Median DM			7,4	10,3	0,8
Median Global (weights: Russia 0,0, EM 1,0, DM 0,0)				6,4	1,2

Как и в наших прежних моделях, для Сбербанка вес сравнительного подхода и выборка аналогов будет отличаться от других банков. Если другие российские банки мы оцениваем с равными весами по DCF и сравнительному методу, причем для сравнения используется выборка глобальных аналогов с весами: российские банки – 60%, банки развивающихся рынков – 30%, банки развитых рынков – 10%, то для Сбербанка вес DCF оценки составляет 70%, а вес оценки, полученной методом сравнения только с аналогами развивающихся рынков – 30%. Это объясняется следующими обстоятельствами: в России у Сбербанка нет сопоставимых аналогов по масштабу бизнеса, ликвидности акций и доходности на капитал – соответственно, нет смысла их использовать в оценке (в стандартном сравнительном анализе мы присваиваем выборке российских банков вес 60%). Банки развитых стран, со средним мультипликатором P/BV на уровне 0,8x и рентабельностью капитала 7,8% в текущей ситуации несопоставимы со Сбербанком, у которого ожидаемая рентабельность капитала составляет около 20%.

Применяя медианные среднеотраслевые прогнозные значения 2013 г. для банков развивающихся рынков (P/E=6,4 и P/BV=1,2), получим оценку справедливой стоимости акций Сбербанка \$3,09 и \$2,91, соответственно. Усредняя их с равными весами, получим оценку справедливой стоимости по методу аналогов на уровне \$3,0 за обыкновенную акцию.

Принимая во внимание оценки по DCF и методу аналогов с весами 70% и 30%, **получим итоговую оценку справедливой стоимости обыкновенных акций \$3.71, что предполагает 29% потенциал роста к текущей рыночной цене.**

Метод оценки	Справедливая цена обыкн. акции, \$	Вес	Потенциал роста/падения к текущей рыночной цене
DCF	4,01	70%	35%
P/E	3,09	15%	4%
P/BV	2,91	15%	-2%
Справедливая цена, \$	3.71		
Текущая рыночная цена, \$	2.88		
Потенциал роста, %	29%		

Итого, Справедливая цена 1 об. акции, \$:	3.71
Рыночная стоимость 1 об. Акции (02.07.2013 г.)	2.88
Потенциал роста, %	29%
Рекомендация	«Покупать»

Таким образом, **мы понижаем оценку справедливой стоимости акций Сбербанка с \$3.93 до \$3.71 (122 руб) и подтверждаем рекомендацию «Покупать».** Привилегированные акции мы оцениваем с 25%-ным целевым дисконтом к обыкновенным, таким образом, **оценка их справедливой стоимости снижена с \$2.95 до \$2.78 (92 руб), что предполагает 28%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене, рекомендация «Покупать»**

Прогнозный баланс, млрд руб

Баланс, млн. руб.	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Денежные средства и эквиваленты	726	720	626	1 291	1 005	1 136	1 301
Обязательные резервы	41	52	101	211	268	303	347
Ценные бумаги	1 064	1 824	1 626	1 970	2 179	2 462	2 710
Кредиты, предоставленные другим банкам	10	13	35	115	117	133	152
Кредиты и авансы клиентам	4 864	5 489	7 720	10 499	12 058	13 956	16 158
Основные средства	250	284	360	436	486	530	585
Прочие активы	151	247	368	576	645	417	429
Итого активы	7 105	8 629	10 835	15 097	16 758	18 937	21 682
Банковские кредиты и депозиты	54	135	532	1 452	1 114	1 003	1 144
Депозиты частных лиц	3 787	4 834	5 726	6 894	7 961	9 155	10 528
Депозиты юрлиц	1 652	1 817	2 206	3 229	3 548	3 938	4 371
Собственные долговые инструменты	125	273	269	692	891	1 003	1 144
Прочие заимствования	115	171	244	469	520	668	744
Субординированные займы	519	304	304	385	393	393	393
Прочие обязательства	74	108	286	296	429	549	745
Итого обязательства	6 326	7 641	9 567	13 474	14 857	16 709	19 070
Итого акционерный капитал	779	987	1 268	1 624	1 901	2 228	2 613

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млрд руб

	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Процентный доход	620	815	796	851	1 157	1 367	1 555	1 769
Расходы на выплату процентов	-242	-312	-300	-270	-429	-528	-553	-609
Отчисления в АСВ			-17	-20	-24	-28	-32	-37
Чистый процентный доход	378	503	479	561	705	811	970	1 123
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-98	-389	-154	1	-22	-101	-137	-159
Чистый процентный доход после создания резервов	280	114	325	562	683	710	832	964
Комиссионный доход	86	101	124	141	170	213	262	314
Операционная прибыль	361	259	496	744	899	975	1 147	1 333
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-222	-229	-266	-342	-451	-539	-637	-732
Прибыль до налогообложения	139	30	230	402	448	436	511	601
Налог на прибыль	-32	-5	-48	-80	-100	-87	-102	-120
Чистая прибыль	98	24	182	316	348	348	408	481

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Доходность работающих активов	12,0%	13,3%	10,9%	9,4%	10,0%	9,7%	9,6%	9,5%
Стоимость фондирования	-4,7%	-5,1%	-4,4%	-3,2%	-3,8%	-3,8%	-3,6%	-3,5%
Чистый процентный спред	7,3%	8,1%	6,6%	6,2%	6,2%	5,9%	6,0%	5,9%
Чистая процентная маржа	7,3%	8,2%	6,8%	6,4%	6,3%	6,0%	6,2%	6,2%
ROE	15,3%	3,0%	20,6%	28,0%	24,1%	19,8%	19,8%	19,9%
ROA	1,8%	0,3%	2,3%	3,5%	2,7%	2,2%	2,3%	2,4%
Cost/Income	48,4%	35,4%	40,9%	47,4%	50,3%	51,4%	50,8%	50,3%
P/E	15,8	80,7	10,4	5,8	5,6	5,7	5,2	4,5
P/BV	2,4	2,4	1,9	1,6	1,2	1,1	1,0	0,8

Источник: данные компании, оценки Совлинк

VZRZ - Buy

Целевая цена: US\$ 23,7

Потенциал роста: 101%

Stock data

Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	285
Shares Ords mln	23748694	Free Float, %	41
Shares Pref mln	1294505	Free Float, \$ mn	117
Bid Ords, \$	11.6	Offer Ords, \$	12.2

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ord	-16.1%	-38.8%
Relative to RTSI	Ords	-12.7%	-20.0%
Price range, \$			
High	Ords	14.2	21.9
Low	Ords	11.5	11.5

Financials, 2013E

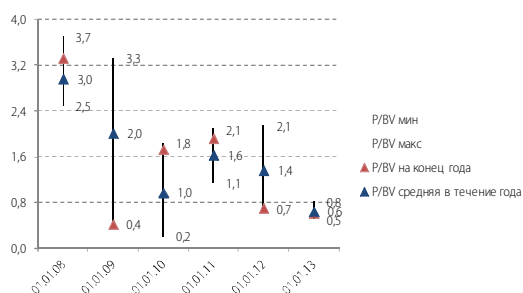
Assets, \$ mn	6885	P/E	4.1
Book value, \$ mn	687	P/BV	0.4
Net income, \$ mn	68	ROE	9.9

Динамика стоимости акций



Источник: ММВБ - РТС

Рис. 27 Исторический мультипликатор P/BV



Источник: ММВБ – РТС, данные компании, расчеты ИК Совлинк

Банк «Возрождение»

Среднесрочные драйверы роста:

- предпринимаемые меры по повышению операционной эффективности, оптимизации расходов;
- постепенное повышение доли высокодоходных активов (кредиты розничным заемщикам, SME)
- планируемые новым председателем ЦБ РФ Э. Набиуллиной меры по стимулированию доступности кредита для малого и среднего бизнеса через механизм рефинансирования банков, выдающих такие кредиты. Это может быть интересной темой для банка «Возрождение», для которого кредиты малому и среднему бизнесу (SME) являются ключевым сегментом (более 50% кредитного портфеля).

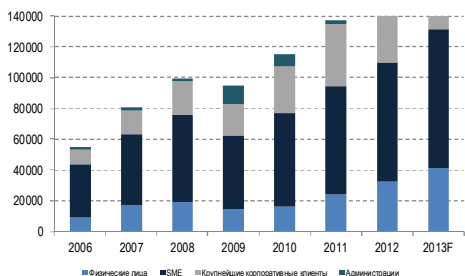
Основания для ухудшения прогнозов:

- давление снижающейся доходности кредитов на чистую процентную маржу;
- более слабая, чем ожидалось ранее, динамика чистого комиссионного дохода в условиях высококонкурентного рынка;
- проблемы с качеством нескольких крупных кредитов, в частности, ОАО «Кондопога», связанный с этим пересмотр в сторону повышения прогнозов менеджмента по отчислениям в резервы, риски ухудшения качества других кредитов на фоне слабого роста экономики;
- объявленные менеджментом в апреле дополнительные стратегические расходы на IT и оптимизацию операционной модели на ближайшие 3 года.

Основные изменения в модели:

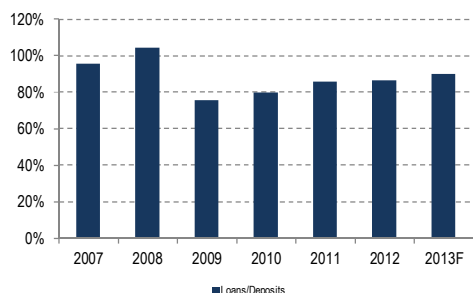
1. Мы продлеваем горизонт прогнозирования на 2015 г.
2. **Кредитный портфель.** Исходя из сильного роста портфеля в начале года (1Q13 5% YTD), мы сохраняем годовой прогноз на уровне 15%. Также сохраняется и прогноз роста розничного сегмента на 25%, что ниже прогноза менеджмента (35%). Данные 1Q показали существенное замедление роста розничного кредитования (2,2% YTD), в то время как кредиты малому и среднему бизнесу выросли более чем на 9%.
3. **Чистая процентная маржа (NIM), ухудшение прогноза.** Одной из серьезных задач этого года для банка будет защита чистой процентной маржи. В 1Q, по нашим оценкам, маржа сократилась до минимального значения за последние 2 года - 5,0% (-0,7 п.п. YoY). По методологии банка (по отношению к среднему уровню активов), чистая процентная маржа в 1Q13 сократилась до 4,2% (-0,5 п.п. YoY), что ниже целевого уровня 2013 года (4,5%). В значительной мере это объясняется техническим фактором (основной рост кредитного портфеля пришелся на февраль-март, а депозиты под этот рост привлекались еще в конце прошлого года). Однако основной фактор риска – начавшееся снижение

Рис. 28 Динамика кредитного портфеля, млн руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлэнк

Рис. 29 Соотношение Кредиты/Средства клиентов



Источник – данные компании, расчеты ИК Совлэнк

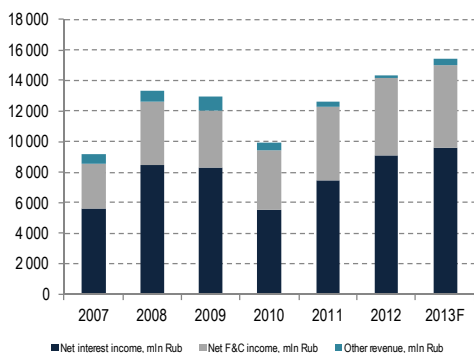
ставок по кредитам со стороны госбанков. В этой связи на конференц-звонке по итогам 1Q в конце мая менеджмент скорректировал годовой прогноз маржи на 2013 г. В базовом сценарии она по-прежнему предполагается на уровне 4,5%, однако в пессимистическом сценарии теперь допускается ее сохранение на уровне 1Q (4,2%).

Для защиты чистой процентной маржи менеджмент в период роста рыночных ставок по депозитам проявлял значительную осторожность (помня об опыте 2010 г., когда после периода дорогих денег госбанки стали быстро снижать кредитные ставки, за ними последовали и ставки по новым депозитам, но переоценка «старых» депозитов затянулась до зимы 2011 г., оказав серьезное давление на маржу). На этот раз банку удалось сдержать повышение стоимости розничных депозитов (за год с 1Q12 до 1Q13 она выросла с 5,3% до 6,4%). Однако структура баланса банка уязвима к сокращению чистой процентной маржи в период снижения рыночных ставок – в структуре активов очень высока доля не приносящих дохода денежных средств (17-20%), на срочные розничные депозиты приходится 44% обязательств банка, и значительная доля клиентских средств (26%) имеет срок погашения свыше года.

Мы снижаем прогноз чистой процентной маржи на 2013 г. с 5,3% до 5,2% (что соответствует снижению с 4,5% до 4,3% по методике банка). По мере завершения переоценки кредитов и депозитов, мы ожидаем небольшого повышения маржи в 2014-15 гг. до диапазона 5,3-5,4% (4,5-4,7% по методике банка).

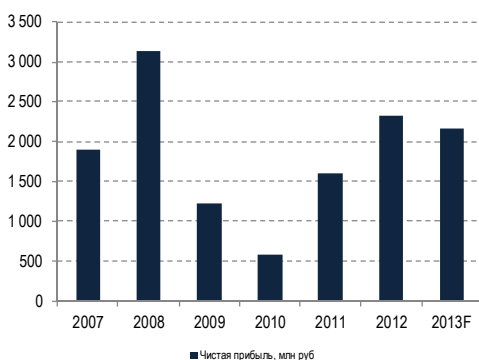
4. **Качество кредитов – ухудшение прогноза.** Доля проблемных кредитов банка растет, начиная с 3Q12. Так, в 1Q13 доля NPL (1d+) достигла максимума с начала 2011 г. - 10,28%, а уровень покрытия таких кредитов резервами также впервые за 2 года опустился ниже 100%. На данный момент у банка два крупных проблемных кредита, проблемы по ним выразились в очень высоких отчислениях в резервы в 1Q (cost of risk 2,5%). Один – кредит транспортной компании, был выявлен в 3Q12 и зарезервирован на конец 1Q почти на 75% (дальнейших крупных резервов по нему банк создавать не планирует). Второй – обесценившийся в 1Q13 кредит ОАО «Кондопога» (кредит пока не просрочен, но по нему суд ввел процедуру внешнего наблюдения). По словам зампреда правления банка А. Шалимова, необходимый уровень резервирования по этому кредиту пока до конца непонятен, на данный момент он оценивается минимум в 25%, в то время как на конец 1Q кредит зарезервирован на 12% (менее 5% на начало года). Повышенные резервы по этому кредиту придется создавать во 2-м-3-м кв. этого года. В других сегментах качество кредитов остается стабильным.

Рис. 30 Операционный доход до резервов, млн руб.



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

Рис. 31 Чистая прибыль, млн руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

Майский прогноз менеджмента по cost of risk (1,8%-2,0%) ухудшен по сравнению с прежним, который был дан на презентации результатов 2012 г. (1,8%), при этом А. Шалимов видит риск его превышения.

Мы предполагаем, что с учетом ранее ожидавшегося менеджментом нормализованного cost of risk (1,5%) и дополнительных резервов по двум проблемным кредитам (по нашим оценкам, примерно 715 млн руб), cost of risk на 2013 г. составит 1,9%. Однако этот прогноз не предполагает ухудшения качества других кредитов, что вполне вероятно в условиях слабого роста экономики, поэтому более разумным представляется верхняя граница прогнозного диапазона менеджмента (2%), при этом в случае выявления новых проблемных кредитов, прогноз придется пересматривать в сторону повышения. На 2014-15 гг. мы повышаем нормализованный cost of risk с 1,5% до 1,8%, с учетом снижения прогнозов роста экономики, поскольку при этом растет вероятность проявления кредитных рисков. В условиях явного ухудшения качества потребительских кредитов преимуществом банка «Возрождение» является очень осторожный подход к необеспеченному кредитованию и к привлечению заемщиков «с улицы».

5. **Комиссионный доход – ухудшение прогноза.** В 2012 г. рост чистого комиссионного дохода был слабым (5%). Частично банк объясняет это блокировкой проекта «таможенная карта» из-за нестыковки позиций ведомств в прошлом году (в этом году проект возобновляется). Однако в 1Q13 чистый комиссионный доход неожиданно сократился (-1,7% YoY) вследствие потери крупного клиента по инкассации, замена которого новыми клиентами потребует некоторого времени. Банк планирует летом - в начале осени вывести на рынок новые продукты, с хорошим потенциалом кросс-продаж. В зависимости от успешности по срокам вывода этого проекта на рынок, банк ожидает в этом году рост комиссионного дохода на 5-12%. В целом банк видит потенциал роста комиссионного дохода, прежде всего, за счет развития дистанционного банковского обслуживания.

Мы снижаем прогноз роста комиссионного дохода банка в 2013 г. с 13% до 8%, в последующие 2 года ожидаем рост на 12-13% в год. Стабильно высокий комиссионный доход традиционно был сильной стороной банка «Возрождение», однако высокая конкуренция и слабая экономическая активность будут сдерживать возможности его роста в ближайшие годы.

6. **Операционные расходы –** высокий уровень издержек является одним из слабых мест банка, и их оптимизация является основным резервом увеличения

рентабельности. В 2012 г. банку удалось удержать минимальный рост операционных расходов (+3,6% YoY), такая же динамика сохранилась в 1Q13 (+2,4% YoY). Однако из-за слабости доходной базы показатель Cost/Income остается высоким, вблизи 60%. При этом в течение года банк планирует дополнительные стратегические расходы, в частности, на IT и оптимизацию операционной модели (лимит 500 млн руб., срок проектов – 3 года). Поэтому мы пересматриваем прогноз роста операционных расходов в 2013 г. с 6% до 8,3% и повышаем прогноз Cost/Income на этот год с 58,7% до 60,7%. Эти же изменения отражены в прогнозах на 2014-15 гг. Тем не менее, к концу 2013 года менеджмент надеется увидеть первые результаты проекта оптимизации расходов. Среди прочих мер, мы ожидаем постепенное сокращение численности персонала и его перераспределение между основными и вспомогательными подразделениями, что позволит сократить показатель Cost/Income к концу 2015 г. до 50-55%.

7. В результате изменений модели **прогноз чистой прибыли** банка в 2013 г. снижен на 25% (до 2,16 млрд руб), прогноз на 2014г. снижен на 22%. Эти прогнозы предполагают рентабельность капитала на уровне 10% в 2013 г. с выходом в диапазон 15-20% с 2015 г.

	Предыдущий прогноз, млн. руб.	Новый прогноз, млн. руб.	Изменение, %
2013F	2,351	2 157	-25%
2014F	3,788	3 378	-22%
2015F	-	4 466	

Оценка стоимости акций.

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE-g) / (r-g)$). Постпрогнозная рентабельность капитала сохраняется на уровне 16%, темп роста в постпрогнозном периоде - на уровне 5%, как и для всех банков, ставка дисконтирования повышена с 16% до 16,34% в связи с пересмотром стоимости акционерного капитала для Сбербанка (премия за низкую ликвидность акций банка «Возрождение» по отношению к Сбербанку мы оцениваем в 2 п.п.).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п	2015п
Акционерный капитал, \$млн	513	539	553	573	685	687	763	869
Чистая прибыль, \$ млн	126	38	19	54	75	68	100	128
Стоимость капитала, %							16.34%	16.34%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2015 равным 0.98. Подставив прогнозное значение BV-2015=\$869 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2015 г. P-2015=\$850 млн.

Доходность капитала будущих периодов	16%
Рост в будущие периоды	5,0%
Целевой P/BV-2015	0.98
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2015), \$ млн.	850
Ставка дисконтирования	16,34%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2013 г., \$ млн	623

Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2013, \$	24.8
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	26.8

Оценка справедливой стоимости обыкновенных акций методом DCF дает \$26,8 за акцию.

Как мы уже указывали ранее, в окончательной оценке мы используем не только оценку методом DCF, но и результаты сопоставления с глобальными отраслевыми аналогами по прогнозным показателям чистой прибыли и капитала 2013 г. Средние значения P/E и P/BV по выборке отраслевых аналогов рассчитываются на основе соответствующих показателей для России, развивающихся и развитых рынков с весами 0,6; 0,3 и 0,1, соответственно.

Сравнение с российскими и зарубежными аналогами по прогнозным рыночным мультипликаторам 2013 г.

Company	Price, \$	Мcap, mln \$	ROE	P/E	P/BV
SBERBANK	2,9	61825	20,7	5,7	1,2
VTB GDR BANK	2,9	18534	12,6	5,6	0,7
VOZROZHDENIE BANK	11,6	275	11,9	3,6	0,4
VOZROZHDENIE (our estimate)	11,6	275	9,9	4,1	0,4
BANK ST PETERSBURG (cons)	1,2	372	9,2	4,2	0,3
NOMOS BANK	14,0	2588	17,1	6,3	0,9
Average Russia			14,3	5,1	0,7
Average EM			15,5	8,0	1,1
Average DM			7,8	11,2	0,8
Average Global (weights: Russia 0,6, EM 0,3, DM 0,1)				6,6	0,8

Исходя из наших прогнозных показателей 2013 г., банк «Возрождение» оценивается рынком на уровне P/E 4.1, P/BV 0,40 (дисконт к медианному значению для банков развивающихся рынков составляет: по P/E 36%, по P/BV 65%). На наш взгляд, такая недооценка не оправдана, даже с учетом ухудшившихся прогнозов финансовых результатов банка и относительно низкой ликвидности акций.

Применяя среднеотраслевые прогнозные значения 2013 г. для российских и зарубежных банков ($P/E=6,6$ и $P/BV=0,8$), получим оценку справедливой стоимости акций Возрождения \$17,8 и \$23,2, соответственно. Усредняя их с равными весами, получим оценку справедливой стоимости по методу аналогов на уровне \$20,5 за обыкновенную акцию.

Принимая во внимание с равными весами оценки по DCF и методу аналогов, **получим итоговую оценку справедливой стоимости обыкновенных акций \$23.7, что предполагает 101% потенциал роста к текущей рыночной цене.**

Метод оценки	Справедливая цена обыкн. акции, \$	Вес	Потенциал роста/падения к текущей рыночной цене
DCF	26,9	50%	128%
P/E	17,8	25%	51%
P/BV	23,2	25%	97%
Справедливая цена, \$	23.7		
Текущая рыночная цена, \$	11.8		
Потенциал роста, %	101%		

Итого, Справедливая цена 1 об. акции \$:	23.7
Рыночная стоимость 1 об. Акции (02.07.2013 г.)	11.8
Потенциал роста, %	101%
Рекомендация	Покупать

Таким образом, мы снижаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций банка «Возрождение» с \$25.9 до \$23.7, что на 101% выше текущей рыночной цены и подтверждаем рекомендацию **«Покупать»**. Рыночная цена акций сейчас находится на минимуме с апреля кризисного 2009 г. По мультипликаторам 2013 г. ($P/E 4,1$, $P/BV 0,4$) банк оценивается рынком с дисконтом в 36-65% к медианным значениям для EM-аналогов и существенно дешевле среднеисторических собственных мультипликаторов за 2008-2012 гг. ($P/E 19,3$, $P/BV 1,08$). Несмотря на риски дальнейшего снижения цены акций в случае продолжения ухудшения ситуации в российской экономике, на текущих ценовых уровнях вероятность роста акций в течение года оценивается нами выше риска падения.

Прогнозный баланс, млн руб

Баланс, млн руб.	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Денежные средства и эквиваленты	32 151	37 755	40 885	39 095	41 578	48 231
Обязательные резервы	1 072	1 939	2 097	2 760	3 118	3 617
Ценные бумаги	14 225	8 724	8 360	13 798	15 592	18 087
Кредиты, предоставленные другим банкам	5 860	967	5 794	2 300	2 599	3 014
Кредиты и авансы клиентам	104 046	124 383	141 662	161 478	188 148	220 866
Основные средства	3 132	3 048	3 064	3 450	3 638	3 919
Прочие активы	5 672	7 072	7 200	7 089	5 190	3 709
Итого активы	166 158	183 888	209 062	229 968	259 864	301 442
Банковские кредиты и депозиты	7 772	8 202	7 647	8 695	9 342	10 827
Депозиты частных лиц	85 251	92 325	101 914	113 125	126 699	146 971
Депозиты юрлиц	45 083	52 817	61 962	65 680	72 904	81 653
Собственные долговые инструменты	5 794	6 722	7 032	8 281	9 108	10 285
Прочие заимствования			2 803	3 105	3 503	4 060
Субординированные займы	4 293	4 217	6 051	7 095	8 095	9 095
Синдицированные кредиты	0	0	0	0	0	0
Прочие обязательства	1 105	1 143	846	1 038	3 894	7 773
Итого обязательства	149 298	165 426	188 255	207 018	233 546	270 664
Итого акционерный капитал	16 860	18 462	20 807	22 950	26 318	30 778

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

Прибыли и убытки, млн руб.	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Процентный доход	14 511	16 954	14 138	14 057	16 611	18 633	21 253	24 291
Расходы на выплату процентов	-6 017	-8 628	-8 109	-6 503	-7 553	-9 075	-10 004	-11 187
Чистый процентный доход	8 494	8 326	5 491	7 456	9 058	9 558	11 248	13 104
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-2 199	-4 752	-1 872	-2 304	-2 722	-3 362	-3 496	-4 074
Чистый процентный доход после создания резервов	6 295	3 574	3 619	5 152	6 336	6 196	7 753	9 031
Чистый комиссионный доход	4 128	3 729	3 935	4 822	5 061	5 468	6 124	6 920
Операционный доход	11 131	8 244	8 027	10 369	11 622	12 064	14 277	16 351
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-7 029	-6 325	-7 180	-8 353	-8 652	-9 370	-10 054	-10 768
Прибыль до налогообложения	4 102	1 919	726	2 016	2 970	2 694	4 223	5 583
Налог на прибыль	-965	-702	-145	-422	-639	-539	-845	-1 117
Чистая прибыль	3 137	1 217	581	1 594	2 331	2 155	3 378	4 466

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Доходность работающих активов	13.9%	15.1%	4.9%	9.9%	10,5%	10,2%	10,1%	9,9%
Стоимость фондирования	-5.4%	-6.9%	-5.9%	-4.2%	-4,3%	-4,6%	-4,6%	-4,5%
Чистый процентный спред	8.5%	8.2%	-0.9%	5.7%	6,2%	5,6%	5,5%	5,3%
Чистая процентная маржа	8.1%	7.4%	2.5%	5.3%	5,7%	5,2%	5,3%	5,3%
ROE	23.3%	7.8%	3.5%	9.0%	11,9%	9,9%	13,7%	15,6%
ROA	2.5%	0.8%	0.4%	0.9%	1,2%	1,0%	1,4%	1,6%
Cost/Income	52.7%	48.7%	72.5%	64.8%	59,0%	60,7%	56,6%	52,7%
P/E	4.0	12.1	24.2	8.5	3,7	4,1	2,8	2,2
P/BV	0.9	0.9	0.8	0.8	0,4	0,4	0,4	0,3

Источник: данные компании, оценки Совлинк

BSPB - BUY

Целевая цена: US\$ 1.90

Потенциал роста: 54%

Stock data

Ticker	BSPB	M.Cap, \$ mn	453
Shares Ords '000	365 930	Free Float %	50.6%
Shares Pref '000	20 100	Free Float, \$ mn	229
Bid Ords, \$	1.22	Offer Ords, \$	1.25

Market performance

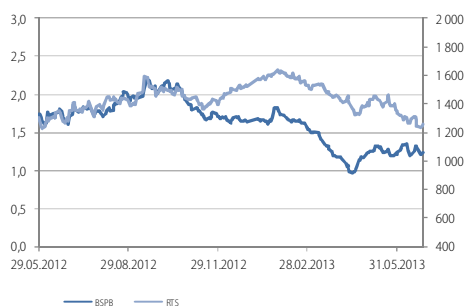
		1 month	6 months
Absolute	Ords	-1.9%	-25.7%
Relative to RTSI	Ords	1.5%	-7.0%
Price range, \$			
High	Ords	1.35	1.82
Low	Ords	1.19	0.96

Financials, 2013E

Assets, \$ mn	11293	P/E	4.4
Book value, \$ mn	1421	P/BV	0.4*
Net income, \$ mn	132	ROE	9.5%

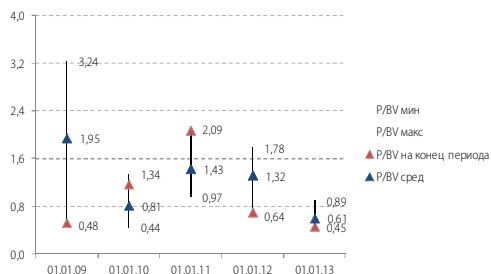
* с учетом ожидаемой допэмиссии 110 млн акций

Динамика стоимости акций



Источник: ММВБ - РТС

Рис. 32 Исторические значения мультипликатора P/BV



Источник: ММВБ - РТС, данные компании, расчеты ИК Совлинк

Банк Санкт-Петербург

Среднесрочные драйверы роста:

- планируемое увеличение капитала за счет размещения допэмиссии акций в 3Q снимет существенное ограничение на рост бизнеса;
- банк проводит правильную политику диверсификации кредитного портфеля и повышения доли высокомаржинальных розничных кредитов. При этом у банка есть значительный потенциал кросс-продаж потребительских кредитов среди уже действующих клиентов (лишь 5% действующих клиентов банка являются заемщиками по этой категории кредитов), т.е. возможность быстро и без повышенных рисков наращивать долю доходных кредитов.
- проблемы с дефолтами по крупным корпоративным кредитам в основном решены в 2012 г., что должно привести отчисления в резервы от аномально высоких уровней прошлого года (cost of risk 2,7%) к нормальным (1,5%).
- Банк «Санкт-Петербург» в течение 2013г. должен быть менее уязвим к начавшемуся тренду на снижение кредитных и депозитных ставок, поскольку обязательства банка могут дешеветь быстрее, чем снижаться доходность кредитов. По данным банка, в структуре клиентских средств более 75% имеют срок до 6 мес., а в структуре кредитов преобладает группа сроком погашения 1-5 лет (на нее приходится 46% портфеля).

Основным риском является высокая концентрация кредитного портфеля – на 20 крупнейших заемщиков приходится 32,9% кредитного портфеля, поэтому снижение качества одного или нескольких крупных кредитов отразится на росте NPL. Ситуация в реальном секторе экономики пока развивается не лучшим образом, поэтому не исключено возникновение дополнительных проблем с кредитным качеством портфеля, хотя менеджмент уверяет, что все известные на данный момент проблемные кредиты в достаточной мере зарезервированы.

Банк оценивается рынком ниже минимальных исторических значений рыночных мультипликаторов за всю историю с момента размещения. Так, в период 2008-2012 гг. минимальное значение показателя P/BV (капитализация / балансовая стоимость капитала) составляло 0,44, а среднее значение – 1,2. Сейчас банк торгуется с мультипликатором 0,34 к капиталу на конец 2012 г. и 0,40 – на конец 2013 г. (с учетом ожидаемой допэмиссии на 110 млн акций). При этом еще один ключевой рыночный мультипликатор P/E13 (цена/прибыль) составляет 4,4 при среднем значении для развивающихся рынков на уровне 8,2 (медианное значение 6,7).

Основные изменения в модели:

1. Горизонт прогнозирования продлен на 2015 г.

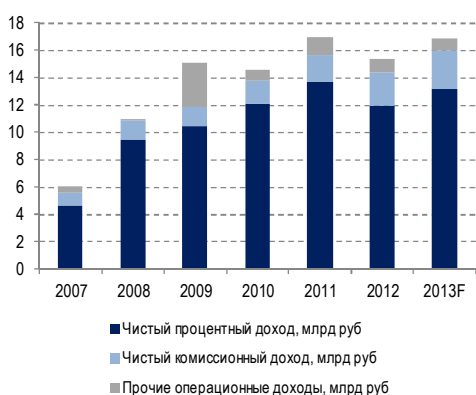
Рис. 33 Динамика кредитного портфеля, млрд руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлэнк

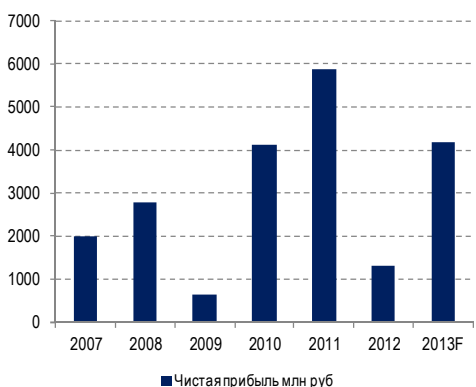
2. Учтена конвертация привилегированных акций типа А в обыкновенные акции (15 мая).
3. Учтено одобренное годовым собранием акционеров размещение доэмиссии объемом до 110 млн акций (соответствует увеличению общего количества акций на 28,5%). Решение о выпуске утверждено Набсоветом банка 14 июня. Ожидаемый срок размещения – 3Q13. Цель – увеличение достаточности капитала, необходимое для обеспечения плановых темпов роста.
4. Кредитный портфель - базовые прогнозные параметры на 2013 г. (при условии привлечения дополнительного капитала) – рост кредитного портфеля на 14% (соответствует предыдущему прогнозу). Менеджмент ожидает в этом году рост портфеля на 10-15%. Доля розницы в кредитном портфеле банка пока невысока, но быстро растет – до 10,3% в 1Q13 по сравнению с 7,1% годом ранее. С учетом активного увеличения банком объемов розничного кредитования (2012 г. 42% YoY, 1Q13 16% YTD), мы повышаем прогноз доли розничного кредитования к концу 2013 г. с 9,2% до 12,0%. На конец 1Q13 более 50% кредитов розничным клиентам приходилось на ипотеку, 36,9% - на потребительские кредиты (из них около половины – потребительские кредиты VIP клиентам), 11,5% - на автокредиты. По словам зампреда правления банка К. Баландина, 90% потребительских кредитов выдается зарплатным клиентам и банк пока не принял решение о распространении этого продукта клиентам «с улицы» с учетом растущих рисков в этом сегменте. Банк расширяет линейку потребительских кредитов для действующих клиентов и работников надежных предприятий региона, упрощает для них условия предоставления кредитов.
5. **Чистая процентная маржа** – мы ожидаем ее сохранения в 2013 г. на уровне 4,0% (соответствует уровню прошлого года) с незначительным повышением в 2014-2015 гг. Потенциал увеличения чистой процентной маржи связан, прежде всего, с повышением доли высокодоходных активов, а также с вероятным удешевлением заимствований у ЦБ, доля которых в обязательствах банка составляла более 11% на 1 апреля 2013 г. В условиях ожидаемого снижения ставок по кредитам и депозитам маржу может защитить короткая структура обязательств (высокая оборачиваемость депозитов).
6. **Кредитные риски** – по итогам отчетности и прогнозов менеджмента на conference call мы сохраняем прогноз cost of risk на 2013-15 гг. на уровне 1,5% (после аномально высоких 2,7% в 2012 г.) Некоторый рост доли проблемных кредитов менеджмент связывает в основном с кредитом ОАО «Кондопога», где в 1Q была введена процедура внешнего наблюдения в связи с признаками банкротства предприятия (сумма кредита \$30 млн), что было ожидаемо. Однако, по словам зампреда правления банка К. Баландина, этот

Рис. 34 Динамика операционного дохода, млрд руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлэнк

Рис. 35 Чистая прибыль, млн руб



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлэнк

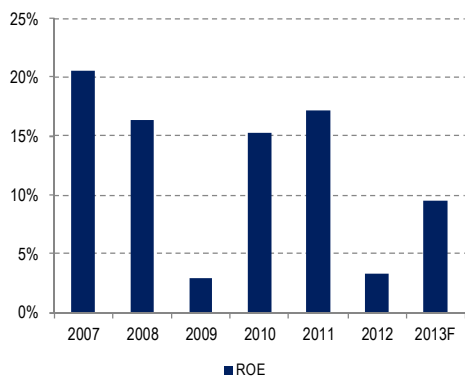
кредит не вызывает опасений менеджмента, поскольку его размер не является крупным для банка, и необходимые резервы по нему уже учтены в прогнозе.

7. **Чистый комиссионный доход** – улучшение прогноза. По итогам 1Q13 банк показал неожиданно сильный рост комиссионного дохода (+23% YoY), ожидает сопоставимый рост и во 2Q. Основной прирост показали доходы по операциям с пластиковыми картами и чеками (+23,2% YoY) и по гарантиям и аккредитивам (+34% YoY). В дальнейшем рост доходов может быть поддержан за счет расширения использования интернет-банкинга (новая версия внедрена в конце прошлого года), операций с кредитными картами. Исходя из этого, мы повышаем годовой прогноз роста комиссионных доходов в 2013 г. с 15% до 20%, на ближайшие 2 года прогноз роста 15-20%.
8. **Операционные расходы** – в этом году мы ожидаем сдержанный рост операционных расходов (прогноз менеджмента 6-7%), однако вследствие расширения бизнеса (открытие новых офисов) и роста рыночных зарплат вряд ли его удастся поддерживать в среднесрочной перспективе. В 2014-15 гг. рост расходов, по нашим оценкам, составит 10-11%, а показатель Cost/Income ожидается вблизи целевого уровня в 45%.
9. В результате прогнозы **чистой прибыли** изменены незначительно: в 2013 г. – практически не изменен, в 2014 г. – снижен на 8%. Снижение прогноза прибыли 2014 г. обусловлено более консервативными оценками чистой процентной маржи и cost of risk. Ожидаемая рентабельность капитала в 2013 г. составит 9,6% (с учетом ожидаемого привлечения нового капитала), в последующие годы выйдет в диапазон 10%+. Это существенно ниже среднеотраслевой рентабельности (15-20%), к которой банк планирует вернуться, однако по нашим расчетам, это вряд ли произойдет до конца прогнозного периода.

	Предыдущий прогноз, млн. руб.	Новый прогноз, млн. руб.	Изменение, %
2013F	4 160	4 179	0%
2014F	5 640	5 211	-8%
2015F		5 770	

10. **Увеличение капитала.** Годовое собрание акционеров одобрило размещение до 110 млн обыкновенных акций – ориентировочно, в 3Q. Это – приоритетная задача, поскольку достаточность основного капитала находится на низком уровне из-за очень слабой рентабельности капитала в 2012 г. и выплаты дивидендов в размере более 2/3 чистой прибыли прошлого года. Показатель достаточности капитала 1-го уровня снизился с 9,90% на начало года до 9,75%, при этом здесь еще не отражена выплата дивидендов на 867 млн руб, одобренных общим собранием акционеров 26 апреля (при прочих равных

Рис. 36 Рентабельность капитала, %



Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

условиях, это снизило бы достаточность Tier 1 до 9,51%). Новый капитал необходим для роста бизнеса. В случае размещения всего запланированного объема акций, количество акций увеличится на 28,5%. В пресс-релизе банка от 26 марта говорилось о намерении привлечь до \$180 млн, затем CEO и основной акционер банка А. Савельев сообщил, что банк надеется привлечь не менее \$150 млн., однако при сохранении текущей рыночной конъюнктуры и эта (\$1,36 за акцию) оценка выглядит завышенной. Если бы акции размещались сейчас, то, исходя из 10%-ного дисконта к рыночной цене (40-42 руб за акцию), объем привлечения мог бы составить примерно 4 млрд руб (\$120 млн). Потенциальный спрос со стороны основных акционеров (на долю топ-менеджмента приходится 44,1% акций, на ЕБРР – 5,1%) оценивается банком примерно в \$100 млн. С учетом ожидаемой рентабельности капитала до размещения на уровне 10% и роста RWA на 15%, уровень достаточности основного капитала при таком объеме размещения составил бы на конец года примерно 10,24% (значение на конец 2012 г. 9,9%). Т.е. размещение 110 млн акций по текущим рыночным ценам дает небольшой запас капитала, которого должно хватить примерно на год. В 2014 г. банк планирует привлечь субординированный кредит на сумму порядка \$300 млн., который пока не учитывается в нашей модели.

Оценка стоимости акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) $(P/BV = (ROE - g) / (r - g))$. Ожидаемая постпрогнозная рентабельность капитала снижена с 14% до 12%, поскольку наш прогноз рентабельности в течение 2013-15 гг. не превышает этот уровень. Темп роста в постпрогнозном периоде сохраняется на уровне 5%. Ставка дисконтирования также повышена с 16% до 16,34% (премия к ставке дисконтирования Сбербанка на уровне 2,0 п.п. учитывает корректировку на размер банка и невысокую ликвидность его акций).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п	2015п
Акционерный капитал, \$млн	640	836	937	1 243	1 328	1 421	1 526	1 647
Чистая прибыль, \$ млн	112	20	136	201	42	132	154	165
Стоимость капитала, %							16.34%	16.34%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2015 равным 0.6 Подставив прогнозное значение BV-2015=\$1647 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2015 г. P-2015=\$1026 млн.

Доходность капитала будущих периодов	12%
Рост в будущие периоды	5,0%
Целевой P/BV-2015	0.6
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2015), \$ млн.	1,026
Ставка дисконтирования	16,34%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2013 г., \$ млн	751

Обыкновенные акции (после конвертации привилегированных акций типа А), млн.	366
Привилегированные акции, млн.	20
Ожидаемая допэмиссия обыкновенных акций, млн.	110
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2013, \$	1.51
Справедливая цена 1 об. акции через 12M, \$	1.64

Сравнение с российскими и зарубежными аналогами по прогнозным рыночным мультипликаторам 2013 г.

Company	Price, \$	Мсap, mln \$	ROE	P/E	P/BV
SBERBANK	2,9	61825	20,7	5,7	1,2
VTB GDR BANK VOZROZHDENI E	2,9	18534	12,6	5,6	0,7
BANK ST PETERSBURG* (cons)	11,6	275	11,9	3,6	0,4
BANK ST PETERSBURG (our estimate)	1,2	372	9,23	4,2	0,3
NOMOS BANK	1,2	508	9,5	3,8	0,4
Average Russia	14,0	2588	17,15	6,3	0,9
Average EM			14,3	5,1	0,7
Average DM			15,5	8,0	1,1
Average Global (weights: Russia 0,6, EM 0,3, DM 0,1)			7,8	11,2	0,8
				6,6	0,9

* в расчете Мсap мы учитываем 65 млн конвертированных привилегированных акций типа А и объявленную допэмиссию (110 млн акций), предполагая ее размещение с 10% дисконтом к текущей рыночной цене
 Источник – Bloomberg consensus, оценки ИК Совалинк

Применяя среднеотраслевые прогнозные значения 2013 г. для российских и зарубежных банков (P/E=6,6 и P/BV=0,8), получим оценку справедливой стоимости акций БСПб \$2,11 и \$2,93, соответственно. Усредняя их с равными весами, получим оценку справедливой стоимости по методу аналогов на уровне \$2,52 за обыкновенную акцию.

В данном случае мы придаем оценке DCF более высокий вес (70%), руководствуясь предположением, что при низкой рентабельности капитала непосредственное сравнение с рыночными аналогами, особенно по показателю P/BV, может давать завышенную оценку.

Получим итоговую оценку справедливой стоимости обыкновенных акций \$1.90.

Метод оценки	Справедливая цена обыкновенной акции, \$	Вес	Потенциал роста/падения к текущей рыночной цене
DCF	1,64	70%	32%
P/E	2,11	15%	70%
P/BV	2,93	15%	137%
Справедливая цена, \$	1.90		
Текущая рыночная цена, \$	1.24		
Потенциал роста, %	54%		

Итого, Справедливая цена 1 об акции, \$:	1.90
Рыночная стоимость 1 акции (26.06.2013 г.)	1.24
Потенциал роста, %	54%
Рекомендация	«Покупать»

Таким образом, мы снижаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций БСПб с \$2.72 до \$1.90 за акцию и подтверждаем рекомендацию «Покупать» с потенциалом роста 54%.

Прогнозный баланс, млн руб

Баланс, млн руб.	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Денежные средства и эквиваленты	21 419	13 180	32 775	43 938	28 284	29 038	32 232
Обязательные резервы	1 374	1 671	2 978	3 126	3 771	4 563	5 065
Ценные бумаги	33 711	45 653	58 934	59 998	64 110	66 372	69 069
Кредиты, предоставленные другим банкам	5 867	12 398	2 999	3 126	5 657	6 222	4 605
Кредиты и авансы клиентам	158 200	182 818	209 907	222 379	252 933	284 976	321 184
Основные средства	10 112	11 763	14 135	13 972	13 953	14 104	14 274
Долгосрочные активы, удерживаемые до погашения	2 138	0	0	0	0	0	0
Прочие активы	2 922	1 169	3 782	1 972	5 546	6 690	11 168
Итого активы	235 606	272 609	330 033	351 366	377 116	414 828	460 459
Средства других банков	16 002	11 326	27 199	52 254	32 965	32 598	28 147
Средства клиентов	175 990	191 808	226 703	222 797	251 150	284 484	323 922
Собственные долговые инструменты	8 264	26 647	20 912	22 128	24 628	27 128	29 128
Прочие заимствования	9 621	13 121	12 078	11 411	13 411	15 411	16 911
Прочие обязательства	444	1 142	3 119	2 458	7 500	2 575	3 989
Итого обязательства	210 322	244 044	290 011	311 048	329 653	362 195	402 096
Итого акционерный капитал	25 285	28 564	40 023	40 318	47 463	52 633	58 363

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

Прибыли и убытки, млн руб	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Процентные доходы	25 598	24 260	25 777	27 361	29 843	33 217	36 625
Расходы на выплату процентов	-15 177	-12 235	-12 157	-15 379	-16 653	-17 830	-19 590
Чистый процентный доход	10 421	12 024	13 620	11 982	13 190	15 388	17 036
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-10 512	-5 010	-3 503	-6 390	-3 956	-4 489	-5 073
Чистый процентный доход после создания резервов	-90	7 014	10 117	5 592	9 234	10 899	11 963
Чистый комиссионный доход	1 489	1 715	2 052	2 349	2 808	3 286	3 779
Операционный доход	4 534	9 587	13 414	8 995	12 942	15 084	16 641
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-3 773	-4 450	-6 127	-7 212	-7 717	-8 565	-9 422
Прибыль до налогообложения	761	5 137	7 287	1 783	5 226	6 519	7 220
Налог на прибыль	-121	-1 022	-1 402	-480	-1 045	-1 304	-1 444
Чистая прибыль	640	4 115	5 885	1 304	4 180	5 215	5 776

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Доходность работающих активов	13.2%	13.2%	10.2%	9.3%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%
Стоимость привлечения пассивов	6.3%	7.5%	5.4%	4.6%	5,2%	5,3%	5,2%	5,2%
Чистый процентный спред	7.0%	5.7%	4.8%	4.7%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
Чистая процентная маржа	6.6%	5.4%	5.1%	4.9%	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%
ROE	16.4%	2.9%	15.3%	17.2%	3,2%	9,5%	10,4%	10,4%
ROA	1.6%	0.3%	1.6%	2.0%	0,4%	1,1%	1,3%	1,3%
Cost/Income	35%	25%	30%	36%	47%	46%	44%	43%
P/E	4,0	22,1	3,3	2,2	10,7	4,4	3,7	3,4
P/BV	0,7	0,5	0,5	0,4	0,34	0,40	0,37	0,3

Источник: данные компании, оценки Совлинк

VTB (GDR) - HOLD

Целевая цена: US\$ 3.42

Потенциал роста: 19%

Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	18533
Shares Ords'000	12960541	Free Float, %	39,07
Shares Pref '000	-	Free Float, mn	7240
Bid Ords, \$	2.80	Offer Ords, \$	2,87

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-1.3%	-19.5%
Relative to RTSI	Ords	2,8%	-0.5%
Price range, \$			
High	Ords	3.05	3.88
Low	Ords	2.80	2.73

Financials, 2013E

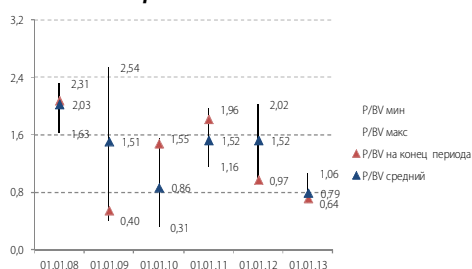
Assets, \$ mn	251 739	P/E	6,3
Book value, \$ mn	28 212	P/BV	0,7
Net income, \$ mn	2 947	ROE	11,0%

Динамика стоимости акций



Источник: ММВБ - РТС

Рис. 37 Исторические значения мультипликатора P/BV



Источник: ММВБ – РТС, данные компании, расчеты ИК Совлинк

ВТБ

Среднесрочные драйверы роста:

- увеличение капитала на 102,5 млрд руб в мае за счет размещения допэмиссии акций, по оценке менеджмента, снимает проблему дефицита капитала на ближайшие 3 года. По оценке банка (pro-forma), СПО позволило увеличить показатель достаточности основного капитала Tier 1 с 10,3% на конец 2012 г. до 11,9%. Это максимальное значение показателя с середины 2011 г. Таким образом, в 2012-13 гг. за счет размещения бессрочного субординированного долга на \$2,25 млрд и допэмиссии акций банк решил проблему дефицита капитала для развития.

- стратегия опережающего роста розничного кредитования. Розничный блок – наиболее сильный и понятный бизнес банка, рентабельность капитала там в последние годы устойчиво превышает 20%. Показатели производительности (объем кредитов и депозитов на 1 отделение) в отделениях ВТБ 24 существенно выше, чем у большинства конкурентов за счет развитой продуктовой линейки и использования потенциала кросс-продаж. На данный момент розничный блок группы сосредоточен в ВТБ 24 (сегмент клиентов с доходами выше среднего), Банке Москвы (клиенты со средним уровнем доходов, работники бюджетных и муниципальных предприятий) и новом проекте группы – Лето-банке (целевая аудитория – клиенты с доходами ниже среднего). До конца 2013 г. к ВТБ 24 будет присоединен и розничный бизнес Транскредитбанка (ТКБ). Согласно стратегии развития розничного бизнеса группы до 2016 г., его прибыль по итогам 2016 г. должна достигнуть 100 млрд руб против 45 млрд руб в 2012 г., а кредитный портфель должен вырасти в 2,5 раза к уровню 2012 г. (до 3 трлн руб). Драйверы роста – увеличение доли рынка, рост производительности в отделениях присоединенных банках за счет распространения в них технологий ВТБ 24, высокая маржа в розничном кредитовании.

- эффект от интеграции Банка Москвы и ТКБ в плане экономии операционных расходов после завершения основной фазы интеграции (ориентировочно с 2015 г.). На встрече с инвесторами в ноябре прошлого года было объявлено, что ВТБ планирует ежегодную экономию операционных расходов в результате интеграции: за счет присоединения ТКБ – на 4 млрд руб в год, начиная с 2014 г. и за счет оптимизации издержек Банка Москвы – на 1,5 млрд руб в год, начиная с 2013 г. В принципе, это очень небольшой эффект для группы с расходами на уровне 192 млрд руб по итогам 2012 г., к тому же он может быть нивелирован расходами на развитие проекта Лето-банк, который, согласно стратегии, должен занять в 2016 г. 30% российского рынка POS-кредитования.

Основные риски группы:

- как российская финансовая группа с уникально высоким международным присутствием (на зарубежный бизнес приходится 26% активов и 22% обязательств) ВТБ в большей мере подвержен внешним рискам.

- несмотря на сокращение собственной торговой позиции в акциях, рынку еще предстоит убедиться в сокращении волатильности доходов группы от операций на финансовых рынках. Так, доходы по операциям с валютой все еще достаточно волатильны. Тестом на устойчивость к ухудшению конъюнктуры рынка долговых инструментов может стать 2Q13.

- ухудшение качества кредитного портфеля на фоне торможения роста экономики и перегрева в потребительском кредитовании. На розницу сейчас приходится 23% кредитного портфеля группы, из них 56% - потребительские кредиты и карты, где сейчас наблюдается рост проблемной задолженности. Отчетность за 1Q13 показала значительный рост отчислений в резервы по розничным кредитам –

их доля в общих резервах группы за год повысилась с 30% до 50%, а общий cost of risk (1,6%) существенно превысил среднегодовой уровень 2012 г. (1,2%). По словам финансового директора ВТБ Г. Мооса, примерно половина резервов по розничным кредитам связана с ростом просроченных от 1 дня кредитов, которые пока не включаются в стандартные NPL по МСФО (просрочка от 90 дней). Пока портится качество необеспеченных потребкредитов, однако глава ВТБ24 М. Задорнов признает риски ухудшения качества кредитов и в малом бизнесе, и в ипотеке. Однако ключевое значение для группы имеют кредитные риски в корпоративном сегменте, где тоже ситуация может ухудшиться из-за стагнации экономики и спада в ряде отраслей.

- контроль над расходами может быть затруднен инвестициями группы в развитие розничной сети в 2013-14 гг. В этот период, по словам М. Задорнова, затраты на интеграцию ТКБ составят примерно 6 млрд руб., инвестиции в развитие сети ВТБ 24 в 2013 г. составят 3,2 млрд руб. В феврале председатель правления Лето-банка Д. Руденко говорил о планах инвестиций в банк в 2013 г. 6,6 млрд руб.

- Среди прочих российских публичных банков ВТБ отличается относительно высоким левэриджем (Loans/Deposits 133%), что означает уязвимость к ухудшению условий рыночных заимствований. Впрочем, опыт показывает, что в случаях турбулентности на рынках капитала банку удастся компенсировать сокращение доступа к долговым рынкам увеличением финансирования от ЦБ и Минфина.

- экономический эффект от ряда крупных сделок в корпоративно-инвестиционном блоке внешним наблюдателям нередко трудно прогнозировать (в частности, недавняя сделка по приобретению Tele2 с целью продажи в течение 2-3 лет).

Изменения в модели:

1. Продление горизонта модели на 2015 г.
2. В модели учтено новое количество акций после SPO – 12 960 541 337 338. Размещение 23,8% новых акций по цене 4,1 коп за акцию, существенно ниже балансовой стоимости ($P/BV = 0,57$) привело к размыванию балансовой стоимости капитала с 7,2 до 6,6 коп. за акцию (-8,3%).
3. Мы незначительно увеличили прогнозные темпы роста кредитного портфеля в 2013 г. – с 16% до 18%, в розничном кредитовании – с 27% до 30%.
4. Прогноз cost of risk в 2013 г. повышен с 1,2% до 1,3%, в 2014 г. – с 1,3% до 1,4%, затем – 1,5%.
5. Чистая процентная маржа ожидается в диапазоне 4-4,5% (соответствует прежним прогнозам). Факторы умеренного повышения маржи по сравнению с 2012 г. (4,0%) – увеличение доли доходных розничных кредитов, ожидания начала снижения ключевых ставок ЦБ и сдержанная политика повышения ставок по клиентским депозитам в прошлом году. Вместе с тем, фактором риска является рост стоимости рыночных заимствований вслед за начавшимся трендом повышения процентных ставок по долговым инструментам. Прогнозирование чистой процентной маржи затрудняет включение в чистые процентные доходы разовых доходов от роспуска резервов Банка Москвы, о которых рынок узнает только по факту. Так, в 1Q13 и 4Q12 вклад этих доходов в чистую процентную маржу составил 0,3 п.п. (примерно 5 млрд руб).
6. С учетом замедления роста чистых комиссионных доходов (1Q13 11,7% YoY против 23% в 2012 г.) прогноз годового роста снижен с 23% до 18%.

7. Повышены прогнозы операционных расходов на основе более высокой, чем предполагалось в ноябрьской модели, базе 2012 г., увеличения численности персонала группы (+22% YoY в 1Q13 г.), планов активного развития розничной сети.
8. Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка на 2013-2014 гг. на 15,3% и 17,2%, соответственно. Наш прогноз чистой прибыли на 2013 г. ниже прогноза CEO группы А. Костина (более 100 млрд руб).

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб	Изменение, %
2013F	111	94	-15,3%
2014F	134	111	-17,2%
2015F		133	

9. По результатам изменений в модели, ожидаемая рентабельность капитала в течение 2013-15 гг. не превышает теперь 13%. Это связано как со снижением прогноза чистой прибыли, так и с привлечением банком дополнительного капитала на 102,5 млрд руб., который в первое время обычно работает с меньшей отдачей и лишь со временем рентабельность восстанавливается.

Оценка стоимости акций.

1. С учетом ожиданий невысокой рентабельности капитала в прогнозном периоде, мы снижаем прогноз постпрогнозной рентабельности капитала с 15% до 13%. Это – консервативная оценка, поскольку она не учитывает достижения тех позитивных результатов, которые группа планирует получить за пределами нашего прогнозного периода. Осенью группа планирует представить инвесторам и аналитикам новую 3-летнюю стратегию развития, что позволит уточнить прогнозы.
2. Ставка дисконтирования повышена с 14% до 14,34% (соответствует ставке дисконтирования для Сбербанка).
3. Темп роста постпрогнозного периода сохраняется (5%).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п	2015п
Акционерный капитал, \$млн	13 347	16 696	18 972	19 413	25 226	28 212	29 914	32 199
Чистая прибыль, \$ млн	212	-1 881	1 805	3 083	2 916	2 947	3 273	3 812
Стоимость капитала, %							14,34%	14,34%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2015 равным 0.87. Подставив прогнозное значение BV-2015=\$32 199 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2015 г. P-2015=\$27 884 млн.

Доходность капитала будущих периодов	13%
Рост в будущие периоды	5,0%
Целевой P/BV-2015	0,9
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2015), \$ млн.	27 884
Ставка дисконтирования	14,34%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2013 г., \$ млн	21,101

Обыкновенные акции, млн.	12,960,541
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2013, \$	0,0016
Справедливая цена 1 GDR (2000 акций) на конец 2013, \$	3,25
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	0,0023
Справедливая цена 1 GDR (2000 акций) через 12М, \$	3,49

Сравнение с российскими и зарубежными аналогами по прогнозным рыночным мультипликаторам 2013 г.

Company	Price, \$	Mcap, mln \$	ROE	P/E	P/BV
SBERBANK	2,9	61825	20,7	5,7	1,2
VTB GDR (cons)	2,9	18534	12,6	5,6	0,7
VTB GDR (our estimate)	2,9	18534	11,9	6,3	0,7
BANK VOZROZHDENIE	11,6	275	11,9	3,6	0,4
BANK ST PETERSBURG	1,2	372	9,23	4,2	0,3
NOMOS BANK	14,1	2608	17,15	6,3	0,9
Average Russia			14,3	5,0	0,7
Average EM			15,5	8,1	1,2
Average DM			7,8	11,2	0,8
Average Global (weights: Russia 0,6, EM 0,3, DM 0,1)				6,6	0,8

Источник – Bloomberg consensus, оценки ИК Совлинк, цены на 02.07.13 г.

Применяя среднеотраслевые прогнозные значения 2013 г. для российских и зарубежных банков (P/E=6,6 и P/BV=0,8), получим оценку справедливой стоимости GDR ВТБ \$2,98 и \$3,70, соответственно. Усредняя их с равными весами, получим оценку справедливой стоимости **по методу аналогов** на уровне \$3,34 за GDR.

Принимая во внимание с равными весами оценки по DCF и методу аналогов, **получим итоговую оценку справедливой стоимости GDR \$3,42, что предполагает потенциал роста к текущей рыночной цене на уровне 19%.**

Метод оценки	Справедливая цена GDR, \$	Вес	Потенциал роста/падения к текущей рыночной цене
DCF	3,49	50%	22%
P/E	2,98	25%	4%
P/BV	3,70	25%	29%
Справедливая цена, \$	3,42		
Текущая рыночная цена (02.07.2013), \$	2,86		
Потенциал роста, %	19%		

Таким образом, **мы снижаем целевую цену GDR ВТБ с \$4,23 до \$3,42**. По рыночному мультипликатору P/BV акции банка сейчас существенно дешевле среднеисторического значения показателя за последние 5 лет (1,37), однако, в отличие от банков «Возрождение» и БСПб заметно выше минимальных значений 2009-10 гг. (0,3-0,4). Хотя формально потенциал роста в 19% соответствует рекомендации «Покупать», мы сохраняем рекомендацию «Держать» в связи с ограниченным потенциалом роста и рисками ухудшения прогнозов.

Прогнозный баланс, млрд руб

Баланс, млрд руб	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Денежные средства и краткосрочные активы	260	276	407	569	462	570	539
Обязательные резервы	24	26	72	64	92	105	119
Средства в банках	346	350	425	359	504	570	647
Кредиты и авансы клиентам	2 310	2 785	4 302	4 762	5 598	6 501	7 606
Ценные бумаги	401	452	970	930	1 009	1 045	1 186
Инвестиции в ассоциированные компании	14	16	33	48	124	86	86
Основные средства	66	113	117	143	148	152	156
Инвестиционная недвижимость	80	102	123	148	160	171	194
Нематериальные активы	12	31	141	137	137	137	137
Прочие активы	99	141	201	257	173	164	114
Итого активы	3 611	4 291	6 790	7 416	8 408	9 501	10 784
Средства банков	287	397	700	760	821	932	1 157
Средства клиентов	1 569	2 213	3 597	3 673	4 183	4 764	5 410
Прочие заемные средства	471	186	735	806	940	1 013	1 089
Выпущенные долговые ценные бумаги	486	593	665	895	956	1 068	1 237
Субординированная задолженность	195	206	241	286	288	288	288
Прочие обязательства	98	118	228	230	277	404	462
Итого обязательства	3 106	3 713	6 165	6 650	7 466	8 469	9 643
Собственные средства	505	578	625	766	942	1 032	1 141

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млрд руб

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Процентные доходы	374	331	417	556	633	721	830
Процентные расходы	-224	-159	-190	-310	-334	-369	-418
Чистый процентный доход	152	171	227	246	299	352	412
Расходы на создание резервов под обесценение кредитного портфеля	-155	-52	-32	-59	-72	-91	-113
Чистый процентный доход после создания резервов	-3	120	195	186	227	261	298
Доходы за вычетом расходов по операциям с ценными бумагами	-20	15	-27	15	15	15	15
Комиссионные доходы	26	29	47	61	73	86	101
Комиссионные расходы	-5	-4	-8	-13	-16	-18	-21
Чистый комиссионный доход	21	25	39	48	57	68	79
Доходы за вычетом расходов от переоценки валютных статей и операций с валютой	14	5	0	7	8	8	8
Прочие операционные доходы	4	6	18	32	30	30	30
Чистые непроцентные доходы	14	48	58	121	110	121	132
Операционный доход	12	167	254	307	337	382	431
Расходы на содержание персонала и административные расходы	-76	-95	-142	-192	-220	-243	-264
Прибыль до налогообложения	-68	71	116	115	117	139	167
Налог на прибыль	9	-16	-25	-25	-23	-28	-33
Чистая прибыль	-60	55	91	91	94	111	133

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Доходность работающих активов	11,5%	9,2%	9,3%	9,0%	9,1%	9,0%	8,9%
Стоимость фондирования	-7,3%	-4,8%	-4,0%	-5,0%	-4,9%	-4,8%	-4,8%
Чистый процентный спред	4,2%	4,4%	5,3%	4,0%	4,2%	4,1%	4,1%
Чистая процентная маржа	4,7%	4,8%	5,1%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%
ROE	-13,3%	10,1%	15,0%	13,0%	11,0%	11,3%	12,3%
ROA	-1,6%	1,4%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%
Cost/Income	45,9%	43,4%	49,6%	52,3%	53,8%	51,4%	48,5%
P/E	n/a	10,3	6,0	6,4	6,3	5,7	4,9
P/BV	0,9	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

© ООО «СОВЛИНК» 2013.

Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчете информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц и ничто в Аналитическом отчете не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США.

Настоящий Аналитический отчет носит исключительно ознакомительный, аналитический характер, отражает личное мнение аналитика(ов) ООО «СОВЛИНК» и не может толковаться как рекомендация ООО «СОВЛИНК» или его аналитиков или основание покупки или продажи ценных бумаг и/или производных финансовых инструментов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги, а также не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или производных финансовых инструментов. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при осуществлении операций (сделок) с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Настоящий Аналитический отчет не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и интересов какого-либо лица, которое может получить настоящий Аналитический отчет. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций к ООО «СОВЛИНК» по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, указанные в настоящем Аналитическом отчете, им также следует понимать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться в течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности эмитентов не обязательно определяют будущие показатели их деятельности. Курсы иностранной валюты могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу и/или производный финансовый инструмент, указанные в Аналитическом отчете. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Аналитический отчет составлен на основе общедоступной информации и сведений, ставших доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения. Подготовившее настоящий Аналитический отчет лицо(а) исходило из того, что упомянутые в Аналитическом отчете эмитенты раскрывают информацию в объеме, порядке и сроки, предусмотренные законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

ООО «СОВЛИНК» не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в Аналитическом отчете информации, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают этот Аналитический отчет одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, сообщать обо всех изменениях, вносимых в Информацию, а также исправлять неточности, содержащиеся в Аналитическом отчете.

Ни ООО «СОВЛИНК», ни его аналитики не несут ответственности за содержание настоящего Аналитического отчета, а также за прямые и косвенные убытки от использования Информации.

ООО «СОВЛИНК», его аффилированные лица, аналитики, подготовившие настоящий Аналитический отчет, директора и сотрудники ООО «СОВЛИНК» имеют право владеть, покупать и продавать любые ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем Аналитическом отчете, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данном Аналитическом отчете эмитентов.