

РОССИЙСКИЕ БАНКИ

Проблема лимонов

Текущая рыночная капитализация	\$90 млрд
Теор. рыночная капитализация	\$53 млрд
Потенциал снижения	-41%

В данном отчете мы возобновляем аналитическое покрытие акций пяти российских банков – Сбербанк, ВТБ, Банка “Санкт-Петербург”, Банка “Возрождение” и НОМОС-Банка – с рекомендации ПРОДАЖА.

Мы считаем, что приближается новый кризис. Сочетание высокого долгового бремени, замедления экономического роста, неэффективной монетарной и налоговой политики во многих странах мира создает рискованный фундамент для фондовых рынков развивающихся стран. Европейские политики делают ставку на рефинансирование, однако данный подход, подобно анестезии, лишь заглушает боль, но не лечит саму болезнь – слабую конкурентоспособность экономик PIIGS. Существует множество других возможных катализаторов кризиса - рецессия в США, замедление экономического роста в Китае и потенциальные конфликты на Ближнем Востоке. История показывает, что во время спадов российский рынок страдает сильнее остальных развивающихся рынков, причем наиболее значительные потери несут именно акции банков.

На этот раз российский банковский сектор хуже готов к новому кризису, хотя его способность выдержать первый удар – шок ликвидности – стала сильнее. Кризис 2008 г. в значительной степени предопределил развитие сектора в последующие годы, однако изменения были недостаточно глубокими, чтобы решить такие критические проблемы, как неэффективное регулирование, слабое корпоративное управление и несбалансированный аппетит к риску. Помимо этих проблем стоит отметить, что многие параметры сектора стали слабее: качество активов резко ухудшилось, а прибыльность сильно снизилась.

Анализ ключевых проблем отдельных банков показывает, что наиболее тревожные факторы в данный момент – это качество активов, качество прибыли и корпоративное управление.

Используя нашу новую методологию анализа, мы пришли к выводу, что фондовый рынок сейчас сфокусирован на фундаментальных показателях в большей степени, чем в 2008 г., а качество прибыли стало важным аспектом доходности акций. Впрочем, в начале любого нового кризиса фундаментальные факторы, скорее всего, будут проигнорированы – динамику будут определять панические продажи.

Наш подход *top-down*, основанный на единой модели сектора, мультипликаторах и новой методологии, свидетельствует о потенциале снижения котировок акций всех пяти банков. Это частично подтверждается оценками стоимости сопоставимых банков развивающихся рынков. Мы также думаем, что риски на этот раз более высоки – трудности одного банка подорвут доверие инвесторов не только к нему, но и ко всем остальным банкам. Поскольку масштаб проблем всех пяти банков сейчас шире и глубже по сравнению с прошлым кризисом, вероятность того, что слабейшее звено не выдержит, стала значительно выше.

Рекомендации и теоретические цены Атона

Акция	Тикер	Рын. кап., \$ млн	Текущ. цена, руб.	Теор. цена, руб.	Потенциал снижения	Рекомендация
Сбербанк (обыкн.)	SBERO3 RX	60 348	82	55	-33%	ПРОДАЖА
Сбербанк (привил.)	SBERP 03		64	42	-34%	ПРОДАЖА
ВТБ	VTBR LI	25 202	\$4,82	\$2,02	-58%	ПРОДАЖА
БСПБ (обыкн.)	BSPB RX	1 149	99	56	-44%	ПРОДАЖА
БСПБ (конв. привил.)	BSPBP RX		111	69	-38%	ПРОДАЖА
“Возрождение” (обыкн.)	VZRZ RX	617	776	383	-51%	ПРОДАЖА
“Возрождение” (привил.)	VZRZP RX		300	153	-49%	ПРОДАЖА
НОМОС	NMOS LI	2 283	\$12,4	\$6,9	-44%	ПРОДАЖА

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Примечание. Цены в данном отчете указаны по итогам торгов 7 ноября 2011 г.

Содержание

Инвестиционный вывод	3
Модель сектора	7
Сбербанк	9
ВТБ	11
Банк «Санкт-Петербург»	13
Банк «Возрождение»	15
НОМОС-Банк	17

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

В данном отчете мы аргументируем ту точку зрения, что вероятность нового экономического кризиса в ближайшие 12 месяцев высока, и что российский банковский сектор подготовлен к нему слабее, чем в 2008 г. Мировые рынки остаются под давлением, а рост неопределенности стимулирует усиление у инвесторов склонности избегать рисков. Волатильность повышается, спрос на хедж-позиции близок к историческим максимумам, коротких позиций на мировых рынках открыто мало, а основные мировые индикаторы риска указывают на значительное ухудшение настроений инвесторов с начала 2011 г.

Таблица 1. Ключевые индикаторы риска

	Посл. значение	С начала года	Март 2011 г.	Декабрь 2010 г.	Сентябрь 2010 г.	Июнь 2010 г.
S&P VIX	30	70%	24	18	23	27
Индекс мирового спроса на хеджирование	1,76	214%	2,07	0,56	1,12	2,29
Золото, \$/унция	1 788	27%	1 396	1 405	1 291	1 240
Спред EMBI+, б.п.	356	+115	274	240	290	316
5-летн. CDS России, б.п.	208	+61	138	147	166	178
5-летн. CDS Германии, б.п.	87	+29	47	58	40	41

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Наши беседы с инвесторами подтверждают, что многие из них разделяют нашу точку зрения: сочетание высокого долгового бремени, замедления экономического роста, неэффективной монетарной и налоговой политики во множестве стран мира создает рискованный фундамент для фондовых рынков развивающихся стран. Более того, многие инвесторы чувствуют, что долговая проблема сегодня стоит особенно остро, а найти решение для нее сложно. Европейские политики делают ставку на рефинансирование, однако данный подход, подобно анестезии, лишь заглушает боль, но не лечит саму болезнь – слабую конкурентоспособность экономик PIIGS. К тому же эти меры более не эффективны: с одной стороны, рынки, как кажется, выработали иммунитет к стимулированию, основанному на закачке ликвидности в систему, но, с другой стороны, стали зависимыми от них. **Адекватное решение проблемы избыточного долга – экономический рост, однако в текущей ситуации его непросто стимулировать.** Арсенал монетарных и фискальных инструментов регуляторов практически истощен: остающиеся варианты или слишком радикальны, или вряд ли помогут. Пока политики ищут выход, США и Европа постепенно соскальзывают в фазу стагнации, причем опережающие экономические индикаторы указывают на то, что шансы рецессии велики.

Учитывая вышесказанное, мы считаем, что приближается новый кризис и российский банковский сектор готов к нему хуже, чем к предыдущему. Верно, что кризис 2008 г. помог российским политикам в противодействии первым проявлениям нового спада – шоку ликвидности. Однако изменения, вызванные последним кризисом, были недостаточно глубокими, чтобы решить такие критические проблемы, как неэффективное регулирование, слабое корпоративное управление и несбалансированный аппетит к риску. Еще сильнее тревожит тот факт, что по многим параметрам – особенно по качеству активов и доходности основной банковской деятельности – ситуация ухудшилась. Это вместе с вышеназванными факторами указывает на серьезные риски в случае нового спада.

Мы пришли к аналогичным выводам и в отношении отдельных банков. У всех пяти банков, по акциям которых мы возобновили аналитическое покрытие, есть уязвимые места, которые могут стать причиной серьезных проблем во время кризиса. Например, готовность к кризису Сбербанка ограничена факторами, связанными с корпоративным управлением, ВТБ – низким качеством активов и существенными проблемами корпоративного управления, Банка “Санкт-Петербург” – крупными позициями в рискованных активах и потенциальными проблемами с ликвидностью, Банка “Возрождение” – опасениями в отношении уровня достаточности капитала и рентабельности, НОМОС-Банка – качеством активов, структурой фондирования и недостатками отчетности. Высокая вероятность государственной поддержки практически полностью нивелирует риски Сбербанка и ВТБ – но не других банков.

Наша новая методология анализа (проверенная на исторических данных) демонстрирует, что фондовый рынок сейчас сфокусирован на фундаментальных показателях банков в большей степени, чем в 2008 г. Как особенно важные рынок воспринимает такие факторы, как более высокая эффективность расходов, чистая процентная маржа, доля активов, приносящих процентные доходы. Рынок, как кажется, готов вознаграждать инвесторов в банки с сильными фундаментальными показателями более высокой доходностью акций. Доходность акций банков, которые получают прибыли из нерегулярных источников, например, от торговли ценными бумагами и валютой, а также от манипулирования отчетностью, в том числе уровнем резервирования, существенно ниже. Рассчитав RoE по фундаментальным и нефундаментальным показателям, мы выяснили, что **качество прибыли некоторых банков весьма низко, и инвесторы могут быть неприятно удивлены их финансовыми показателями в следующие несколько кварталов**. В особенности это верно для ВТБ, НОМОС-Банка и Банка “Санкт-Петербург”. На *графике 1* представлена RoE ВТБ, ее фундаментальные и нефундаментальные компоненты.

График 1. RoE ВТБ и ее компоненты (2007 г. = 100%)



Источники: финансовые показатели ВТБ по МСФО, оценка Атона

Видно, что фундаментальный компонент сравнительно стабилен, хотя потенциал его дальнейшего роста ограничен. Оказывается, что доходность от основной банковской деятельности ВТБ – самая низкая среди торгуемых банков. Нефундаментальный компонент RoE, т.е. нерегулярный доход, весьма волатилен и очень чувствителен к рыночным условиям – он быстро и глубоко падает с началом кризиса и медленно восстанавливается. Вкупе с остальными названными выше факторами это подчеркивает низкое качество прибыли ВТБ.

Основываясь на нашем пессимистическом отношении к мировым макроперспективам и негативных факторах, выявленных на уровне сектора, мы построили его **модель, которую мы рассматриваем скорее как иллюстрацию, а не как точный прогноз**. Модель основывается на том, что произойдет рецессия, дно которой будет достигнуто в 2012 г.; так как этот спад, вероятно, будет связан с кризисом суверенных долгов в Европе, для восстановления потребуется больше времени, поэтому мы предполагаем, что подъем, который начнется в 2013 г., будет медленным. Условия для работы российских банков, как мы думаем, также изменятся. **Регуляторы, вероятно, повторят свою ошибку 2008-2009 г., «перезалив» сектор ликвидностью**. В ходе предыдущего кризиса банки конкурировали за возможности использования новой ликвидности, что привело к падению доходности практически всех активов до крайне низких уровней, а это негативно повлияло на рентабельность сектора. Масштабные вливания ликвидности в ходе нового кризиса могут привести к тому, что прибыльность сектора опустится до еще более низких значений. В то же время банки будут пытаться разрешить свои проблемы с качеством активов, создавая новые резервы, что также ударит по чистой прибыли. Вдобавок, хрупкое восстановление экономической активности, перспективы которого остаются неопределенными, может вдохновить банки на сохранение крупных подушек ликвидности и повышение коэффициентов достаточности капитала.

Наши финансовые модели для отдельных банков основаны на этом едином для сектора подходе, однако мы учитываем также и особенности конкретных банков. Метод, основанный на этой модели, вместе со скорректированным на нашу новую методологию подходом на основе мультипликаторов составляют фундамент наших оценок стоимости. В *таблице 2* приведены теоретические цены акций банков на основе различных методов оценки. Результирующая – средневзвешенная по пяти критериям “справедливая” цена.

Таблица 2. Оценки стоимости

Оценки стоимости	Вес	Обыкновенные акции					Привилегированные акции *		
		SBER03 RX	VTBR RX	BSPB RX	VZRZ RX	NMOS RX	SBER03 RX	BSPBP RX	VZRZP RX
P/EBPT **	20%	43,5	0,0315	51,6	354	416			
P/SEBPT **	20%	50,4	0,0344	56,1	389	422			
P/B	20%	56,1	0,0531	67,3	610	591			
По остаточной прибыли	25%	64,7	0,0104	50,5	247	277			
Теор. P/B (по методу Гордона)	15%	61,3	0,0319	53,3	336	458			
Теор.цена (12M), руб.		55,4	0,0312	55,6	383	424	42,5	68,6	153
Текущая цена, руб.		82,4	0,0741	98,7	776	765	64,4	111	300
Потенциал роста/снижения		-33%	-58%	-44%	-51%	-45%	-34%	-38%	-49%
		VTBR LI			NMOS LI				
Теор.цена (12M), \$		2,02			6,86				
Текущая цена, \$		4,82			12,4				
Потенциал роста/снижения		-58%			-44%				
Рекомендация		ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА	ПРОДАЖА

*Сбербанк и Банк “Возрождение”: исторический 6M дисконт; Банк “Санкт-Петербург”: NPV дивидендных денежных потоков и конвертация

** EBPT: прибыль до вычета резервов и налогов; SEBPT: прибыль от основной деятельности до вычета резервов и налогов.

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Отталкиваясь от наших теоретических цен (12M), мы присвоили рекомендации ПРОДАЖА акциям всех пяти банков. Из них мы отдаем предпочтение Сбербанку, так как цена его акций уже учитывает значительную часть рецессионных рисков. Кроме того, мы думаем, что Сбербанк превосходит своих конкурентов по критериям финансовой устойчивости, способности противостоять кризису и более четкому акценту на создании акционерной стоимости.

Отметим, что модели для отдельных банков основаны на сценарии глубокой рецессии для всего сектора, поэтому **теоретические цены акций, полученные из моделей остаточной прибыли, нужно рассматривать как минимальные уровни цены, обоснованные с фундаментальной точки зрения.** Таким образом, если цены акций упадут до этих уровней, это будет значить, что рынок уже учитывает угрозу серьезной рецессии в котировках. Если текущие цены упадут ниже наших теоретических цен, значит, рынок ориентируется на практически катастрофические перспективы сектора, что, по нашему мнению, нужно будет воспринимать как подходящую возможность для покупки акций банков.

Может ли рынок упасть ниже минимальных обоснованных уровней? Если судить по динамике 2008-2009 гг., это возможно: когда рынок вступает в фазу панических продаж, фундаментальные факторы игнорируются. Более интересно то, что рыночные цены могут оставаться ниже фундаментально обоснованных уровней в течение какого-то времени после завершения периода панических продаж. В *таблице 3* приведено сравнение теоретических цен, полученных по методу остаточной прибыли и основанных на исторических мультипликаторах (historical multiples approach - HMA).

Таблица 3. Потенциал понижения стоимости акций в соответствии с методами остаточной прибыли и HMA

Оценки стоимости	SBER03 RX	VTBR RX	BSPB RX	VZRZ RX	NMOS RX
По остаточной прибыли	-21%	-86%	-49%	-68%	-64%
HMA	-39%	-46%	-41%	-42%	-38%

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Таблица демонстрирует, что в ранней фазе восстановления рынок склонен недооценивать Сбербанк и переоценивать другие банки, особенно ВТБ, по сравнению с фундаментально обоснованными критериями. Мы думаем, что существующее сейчас пристальное внимание рынка к фундаментальным показателям сохранится в следующий период восстановления и далее, поэтому относительные оценки стоимости ВТБ, Банка «Санкт-Петербург» и Банка «Возрождение» окажутся ниже, чем в прошлый кризис. Это верно и для НОМОС-Банка, акции которого торгуются сравнительно недавно. Отмеченный фактор создает дополнительный потенциал понижения для всех банков, по акциям которых мы возобновили аналитическое покрытие, кроме Сбербанка.

Еще одно наблюдение: **в текущих ценах акций учтены различные сценарии для сектора и отдельных банков.** Наши модели для отдельных банков основываются на единой модели для сектора, поэтому наши теоретические цены (базирующиеся на модели остаточной стоимости Эдварда-Белла-Ольсона (ЕВО)) учитывают весьма схожие сценарии для банков (в зависимости от специфики их бизнеса). Однако, если сравнить дисконты ЕВО-теоретических цен и текущих цен, можно увидеть, что рынок ориентируется на различные сценарии для разных банков. Например, в случае ВТБ ЕВО-теоретическая цена предполагает потенциал 86%-го падения с текущих уровней, таким образом, рынок сейчас прогнозирует радужные времена для ВТБ. В то же время потенциал понижения акций Сбербанка, который фундаментально сильнее ВТБ, - лишь 21%, т.е. в цены Сбербанка рынок уже закладывает риски довольно значительной рецессии.

Риски падения котировок на этот раз выше. Мы думаем, что инвесторы воспринимают российский банковский сектор настолько сильным, насколько сильно его слабое звено. Трудности одного банка подрывают доверие инвесторов не только к нему, но и ко всем остальным банкам. Мы сомневаемся, что в непростых условиях инвесторы будут выказывать какое-либо предпочтение такому сильному системно важному банку, как Сбербанк перед более слабым НОМОСом. Хорошей иллюстрацией такого феномена стало вторичное размещение акций Сбербанка, которое пришлось отложить, так как инвесторы опасались повторения сценария Банка Москвы. С конца 2007 г. готовность российских банков к кризису уменьшилась, и слабое звено стало теперь еще слабее, а шансы на его обрыв - куда выше.

Модель сектора

В этой секции мы представляем нашу модель для сектора, которая служит основой для моделей оценки отдельных банков. Наряду с другими вариантами оценки стоимости эти модели затем используются для расчета теоретических цен и рекомендаций по акциям.

Наш опыт свидетельствует о том, что прогнозирование финансовых показателей банков на срок от одного года и более всегда является достаточно проблематичным – оно требует очень стабильных условий и полной прозрачности экономических трендов. В существующих условиях слишком многие факторы быстро меняются, происходят непредсказуемые сдвиги на фоне нестабильных экономических фундаментальных показателей. Все это делает любые прогнозы неточными и ненадежными. Понимая эти ограничения, мы попытались протестировать фундаментальные показатели банков и сектора в целом в потенциально очень сложных экономических условиях. Вне зависимости от того, будет ли реализован тот или иной конкретный сценарий, наша модель, по крайней мере, служит источником какой-то информации о способности акций банков сохранять свою стоимость в непростых условиях. **Наша модель является скорее иллюстрацией, чем инструментом прогнозирования.**

Можно возразить, что наш драматический сценарий слишком неестественен, однако это, по нашему мнению, чуть ли не единственный путь оценки перспектив фундаментальной стоимости бумаг в случае ухудшения ситуации на рынке и в экономике, даже если ухудшение ситуации окажется не таким значительным, как мы допускаем в нашей модели. Впрочем, мы по-прежнему полагаем, что реальность вполне может оказаться близкой к нашей модели.

Таблица 4. Показатели баланса российского банковского сектора

млн руб.	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	2 209 700	4 146 800	3 390 200	3 575 200	2 713 161	2 887 131	2 953 823	3 032 820	3 116 205
Межбанковские кредиты	1 418 100	2 501 200	2 725 900	2 921 100	3 505 320	3 505 320	3 505 320	3 505 320	3 505 320
Ценные бумаги	2 554 700	2 365 200	4 309 400	5 829 000	5 562 757	4 700 506	5 101 683	5 425 462	5 796 772
Кредиты	12 287 100	16 526 900	16 115 500	18 147 700	21 700 222	19 121 720	20 496 498	22 255 933	24 489 868
Основные средства	434 800	544 100	790 700	864 600	899 184	935 151	995 936	1 050 713	1 103 248
Другие активы	1 220 900	1 938 200	2 098 400	2 467 000	2 610 358	2 883 300	2 579 597	2 390 308	1 915 920
Всего активов	20 125 300	28 022 400	29 430 100	33 804 600	36 991 002	34 033 129	35 632 857	37 660 556	39 927 334
Межбанковские кредиты	3 035 800	7 356 000	4 813 500	4 336 300	4 771 820	4 993 244	5 096 341	5 233 906	5 401 800
Счета клиентов	12 252 300	14 748 500	17 131 400	21 080 900	23 047 463	19 867 471	20 812 640	22 061 398	23 385 082
Внутренний долг	1 112 400	1 131 600	1 161 300	1 335 200	1 415 885	1 354 454	1 404 459	1 463 351	1 525 015
Другие обязательства	915 300	1 677 000	2 557 400	2 713 000	2 848 650	2 991 083	3 140 637	3 297 668	3 462 552
Всего обязательств	17 315 800	24 913 100	25 663 600	29 465 400	32 083 818	29 206 252	30 454 076	32 056 323	33 774 448
Собственный капитал	2 809 500	3 109 300	3 766 500	4 339 200	4 907 184	4 826 877	5 178 781	5 604 233	6 152 886

Источники: Банк России, оценка Атона

Таблица 5. Показатели прибылей и убытков российского банковского сектора

млн руб.	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	1 232 900	1 480 100	1 869 200	1 863 500	1 718 705	1 603 781	1 685 341	1 762 977	1 950 679
Чистый процентный доход	890 000	1 043 800	1 452 500	1 411 500	1 185 694	1 070 771	1 099 029	1 123 897	1 260 472
Чистый комиссионный доход	342 900	436 300	416 700	452 000	533 011	533 011	586 312	639 080	690 206
Операционные расходы	-485 800	-670 200	-621 500	-719 900	-863 880	-794 770	-850 403	-901 428	-946 499
СЕВРТ	747 100	809 900	1 247 700	1 143 600	854 825	809 012	834 937	861 549	1 004 180
NRI (нерегулярные доходы)	46 475	168 925	60 275	-183 500	-66 580	100 000	50 000	50 000	50 000
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	793 575	978 825	1 307 975	960 100	788 245	909 012	884 937	911 549	1 054 180
Отчисления в резервы	-158 700	-455 700	-1 050 600	-233 600	760	-1 020 549	-396 182	-320 643	-292 161
Прибыль до уплаты налогов	634 875	523 125	257 375	726 500	789 005	-111 537	488 755	590 906	762 018
Налоги	-126 975	-104 625	-51 475	-145 300	-157 801	22 307	-97 751	-118 181	-152 404
Чистая прибыль	507 900	418 500	205 900	581 200	631 204	-89 229	391 004	472 725	609 615

Источники: Банк России, оценка Атона

Таблица 6. Показатели рентабельности банковского сектора

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
RoAA	3,0%	1,7%	0,7%	1,8%	1,8%	-0,3%	1,1%	1,3%	1,6%
RoAE	22,1%	14,1%	6,0%	14,3%	13,7%	-1,8%	7,8%	8,8%	10,4%
Расходы/Доходы	38%	39%	31%	38%	52%	47%	49%	50%	47%
Расходы на создание резервов	1,6%	3,2%	6,4%	1,4%	0,0%	5,0%	2,0%	1,5%	1,3%
Валовая доходность кредитного портфеля	12,8%	14,0%	15,2%	13,0%	11,2%	12,1%	11,7%	10,8%	10,5%
Стоимость фондирования (ставка по счетам клиентов)	5,8%	7,2%	8,8%	6,1%	5,2%	7,0%	6,3%	5,8%	5,5%
Чистый процентный спред	7,0%	6,8%	6,4%	6,8%	6,0%	5,1%	5,4%	5,0%	5,0%

Источники: Банк России, оценка Атона

Таблица 7. Показатели роста банковского сектора

	2007	2008	2009	201П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Кредиты	53%	35%	-2%	13%	20%	-12%	7%	9%	10%
Активы	44%	39%	5%	15%	9%	-8%	5%	6%	6%
Депозиты	42%	20%	16%	23%	9%	-14%	5%	6%	6%
Доходы от основной деятельности	н/д	20%	26%	0%	-8%	-7%	5%	5%	11%
SEBPT	н/д	8%	54%	-8%	-25%	-5%	3%	3%	17%
Чистая прибыль	н/д	-18%	-51%	182%	9%	-114%	-538%	21%	29%

Источники: Банк России, оценка Атона

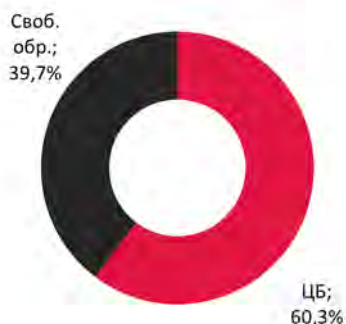
СБЕРБАНК

Обыкн. Прив.
ПРОДАЖА

Теор.цена, руб. **55 42**
Потенциал
снижения **-33% -34%**

Код Bloomberg	SBER03 RX
Код Reuters	SBER.RTS
Цена (обыкн.), руб.	82.4
Цена (прив.), руб.	64.4
Акции на АДР	4:1
Количество обыкн. акций, млн	21 587
Количество прив. акций, млн	1 100
Дневной оборот торгов, \$ млн	720
Акции в своб. обращении, %	39,7%
Рыночная капитализация, \$млн	60 348

Структура акционеров



Источники: данные банка, Атон

Динамика акций, руб.



Источник: Bloomberg

Сбербанк – крупнейший российский банк с активами 9,1 трлн руб. на конец первого полугодия 2011 г. На него приходится более 25% активов и капитала сектора. Банк располагает крупнейшей сетью отделений в Европе – 20 тыс. офисов, расположенных во всех регионах России. В Сбербанке сосредоточено более 30% розничных и корпоративных кредитов в стране и почти 50% розничных депозитов благодаря высокой узнаваемости бренда и лояльности клиентов.

Плюсы:

- Исключительная способность противостоять негативным эффектам кризиса (doomsday ratio - отношение собственного капитала и резервов к потенциальным потерям в стоимости активов при наихудшем сценарии - 125%), несмотря на умеренную способность абсорбировать убытки (real dead-bank ratio – отношение собственного капитала и резервов и объема реальной просроченной задолженности по кредитам – 2,8)
- Высокое качество прибыли, которое делает ее устойчивой к кризису
- Основные банковские операции высокоэффективны, есть потенциал дальнейшего улучшения
- Хорошее качество активов благодаря сравнительно малому объему кредитования высокоциклических секторов (17% валовых кредитов), доля непрофильных активов ниже средней, надежное покрытие резервами реальной задолженности по кредитам (более 100%)
- Высокий уровень достаточности капитала в соответствии с Базельскими требованиями – общий коэффициент достаточности капитала – 17,9%, первого уровня – 13,3%
- Сильная прибыльность (чистый процентный спред около 7%)
- Сбалансированная структура фондирования, в которой доминируют срочные депозиты (54%), и положительная чистая позиция на рынке МБК
- Устойчивое положение с ликвидностью (доля высоколиквидных активов - 11%), поддерживаемое лояльностью бренду, которая минимизирует риск оттока депозитов
- Крайне высокая вероятность получения государственной поддержки

Минусы:

- Высокий абсолютный уровень реальной просроченной задолженности по кредитам (реальная доля NPL – 9,5%)
- Чрезмерно большой портфель ценных бумаг (более 15% активов), что частично компенсируется их высоким качеством
- Рост RoE в последнее время базировался на нерегулярных доходах, что формирует нестабильную основу для рентабельности в будущем
- Эффективность расходов ниже среднего: соотношение расходы/выручка близко к 50% и растет
- Недостаточное покрытие депозитов (ликвидное покрытие розничных депозитов: 20%), что компенсируется высокой лояльностью бренду
- Стандарты корпоративного управления ниже средних (несбалансированное влияние акционеров и малая эффективность работы совета директоров); однако банк четко сфокусирован на создании акционерной стоимости

Сбербанк: коэффициенты и ключевые показатели

	2009*	2010*	2011П	2012П	2013П
P/B	1,2	2,1	1,5	1,5	1,3
P/EBPT	2,9	4,6	5,2	5,2	5,4
P/SEBPT	3,1	5,2	5,4	5,3	5,6
RoAE	3,2%	20,6%	25,4%	4,6%	12,7%
Доходность SEBPT	49,0%	38,1%	30,5%	27,8%	24,8%
Чистый процентный спред	6,9%	7,9%	6,9%	6,4%	6,0%
Расходы/Доходы	51%	35%	43%	50%	47%

*Использована средняя рыночная капитализация за год

Источники: отчетность банка по МСФО, Bloomberg, оценка Атона

Сбербанк: балансовые показатели, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	179 877	315 099	281 213	348 488	482 943	481 774	490 949	504 985	436 887
Кредиты банкам	124 215	499 049	495 099	434 680	554 613	606 484	646 139	647 116	626 183
Ценные бумаги	503 339	493 678	1 064 135	1 823 648	1 458 918	1 240 081	1 351 688	1 446 306	1 533 084
Кредиты	3 921 546	5 077 882	4 864 031	5 489 387	6 652 136	5 898 121	6 308 762	6 847 843	7 560 762
Основные средства	146 850	251 478	249 881	283 756	283 756	283 756	297 944	312 841	325 355
Прочие активы	52 981	99 296	150 707	248 568	233 804	301 780	272 324	259 068	246 476
Всего активы	4 928 808	6 736 482	7 105 066	8 628 527	9 666 170	8 811 996	9 367 807	10 018 159	10 728 747
Задолженность перед банками	80 321	302 539	53 947	188 431	94 216	114 943	91 954	87 357	82 989
Средства клиентов	3 877 620	4 795 232	5 438 871	6 651 131	7 431 935	6 630 837	6 997 910	7 463 943	7 993 305
Выпущенные обязательства	300 916	834 203	758 873	693 704	757 579	735 483	777 466	823 647	859 207
Другие обязательства	32 754	54 346	74 439	108 094	143 367	77 191	87 260	71 298	49 150
Всего обязательства	4 291 611	5 986 320	6 326 130	7 641 360	8 427 097	7 558 454	7 954 590	8 446 245	8 984 650
Собственный капитал	637 197	750 162	778 936	987 167	1 239 073	1 253 542	1 413 216	1 571 914	1 744 097

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Сбербанк: показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	318 636	464 351	603 806	619 395	679 227	663 909	655 504	699 119	751 460
Чистый процентный доход	252 761	378 157	502 717	495 821	542 141	518 603	500 299	534 290	577 640
Чистый комиссионный доход	65 875	86 194	101 089	123 574	137 085	145 306	155 206	164 829	173 819
Операционные расходы	-195 764	-230 603	-229 277	-282 619	-339 769	-317 077	-324 468	-345 002	-371 140
СЕВРТ	122 872	233 748	374 529	336 776	339 458	346 832	331 036	354 116	380 319
NRI (нерегулярные доходы)	34 510	-5 946	44 267	47 168	17 751	7 000	7 350	7 718	8 103
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	157 382	227 802	418 796	383 944	357 209	353 832	338 386	361 834	388 422
Отчисления в резервы	-17 633	-97 881	-388 932	-153 809	-4 083	-282 850	-127 166	-122 008	-120 091
Прибыль до уплаты налогов	139 749	129 921	29 864	230 135	353 126	70 982	211 220	239 826	268 332
Налоги	-33 260	-32 175	-5 468	-48 487	-70 625	-14 196	-42 244	-47 965	-53 666
Чистая прибыль	106 489	97 746	24 396	181 648	282 501	56 786	168 976	191 861	214 665

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Сбербанк: ключевые показатели

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Капитализация									
Коэффициент капитализации	12,9%	11,1%	11,0%	11,4%	12,8%	14,2%	15,1%	15,7%	16,3%
Качество активов									
Отчетная доля NPL (90+ дней)	0,7%	1,8%	8,4%	7,3%					
Покрытие резервами	414%	214%	126%	155%					
Реальная доля NPL (90+ дней)	1,0%	2,3%	11,9%	10,6%					
Расходы по созданию резервов	0,5%	2,1%	7,3%	2,6%	0,1%	4,0%	1,8%	1,6%	1,4%
Рентабельность и эффективность									
RoAA	2,5%	1,7%	0,4%	2,3%	3,1%	0,6%	1,9%	2,0%	2,1%
RoAE	22,5%	14,1%	3,2%	20,6%	25,4%	4,6%	12,7%	12,9%	12,9%
Доходность СЕВРТ	26,0%	33,7%	49,0%	38,1%	30,5%	27,8%	24,8%	23,7%	22,9%
Доходность NRI	7,3%	-0,9%	5,8%	5,3%	1,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Расходы/Доходы	56%	51%	35%	43%	50%	47%	49%	49%	49%
Чистый процентный спред	6,4%	6,9%	7,9%	6,9%	6,4%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%
Чистая процентная маржа	6,6%	7,1%	8,0%	7,0%	6,6%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%
Ликвидность									
Доля ликвидных активов	6,2%	12,1%	10,9%	9,1%	10,7%	12,3%	12,1%	11,5%	9,9%
Доля квазиликвидных активов	16,4%	19,4%	25,9%	30,2%	25,8%	26,4%	26,6%	25,9%	24,2%
Темпы роста									
Кредиты	55%	29%	-4%	13%	21%	-11%	7%	9%	10%
Активы	42%	37%	5%	21%	12%	-9%	6%	7%	7%
Депозиты	37%	24%	13%	22%	12%	-11%	6%	7%	7%
Собственный капитал	107%	18%	4%	27%	26%	1%	13%	11%	11%
Доходы от основной деятельности	30%	46%	30%	3%	10%	-2%	-1%	7%	7%
СЕВРТ	22%	90%	60%	-10%	1%	2%	-5%	7%	7%
Чистая прибыль	29%	-8%	-75%	645%	56%	-80%	198%	14%	12%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

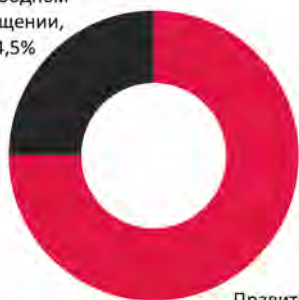
Рекомендация **ГДР**
Теоретическая цена, \$ **ПРОДАЖА** **2,02**
Потенциал снижения **-58%**

Код Bloomberg	VTBR LI
Код Reuters	VTBRq.L
Цена (ГДР), \$	4,82
Количество акций на ГДР	2000:1

Количество обыкн.акций, млн	10 457 406
Дневной оборот торгов, \$ млн	188
Акции в своб. обращении, %	24,5%
Рыночн. капитализация, \$ млн	25 202

Акционеры

В свободном обращении, 24,5%



Правительство России, 75,5%

Источники: данные банка, Атон

Динамика акций, \$



Источник: Bloomberg

Группа ВТБ – второй по величине российский банк с активами 4,7 трлн руб. в первом полугодии 2011 г. ВТБ сконцентрирован на корпоративном бизнесе (на этот сегмент приходится 81% кредитного портфеля), но активно развивает свое розничное подразделение (ВТБ24) и инвестиционный бизнес (ВТБ Капитал), которые обеспечивают все большую часть выручки и прибыли. С 1990-х гг. быстрый рост группы был поддержан серией крупных приобретений, включая Транскредитбанк и Банк Москвы.

Плюсы:

- Очень сильная государственная поддержка, вытекающая из структуры собственности банка, его системной важности и политического лобби
- Стабильная фундаментальная часть прибыли, хотя и часто недостаточная для абсорбирования убытков по торговым и другим операциям (мы обозначили этот сегмент как нерегулярные доходы)
- Сравнительно устойчивая капитализация: общий коэффициент достаточности капитала по Базельским критериям составляет 14,1%, Н1 – 16,0%
- Эффективность расходов выше средней: отношение расходы/доходы стабилизировалось около 45%
- Группа выигрывает от беспрецедентного 10-летнего кредита от Агентства по страхованию вкладов на 295 млрд руб. под 0,51% (что отражено в нашей модели)

Минусы:

- Операции коммерческого банкинга выглядят наименее эффективными, так как доходность SEBPT ВТБ постоянно относится к наиболее низким показателям среди анализируемых нами банков
- ВТБ наименее эффективен с точки зрения создания акционерной стоимости: кумулятивная RoE (в годовом выражении) за период с конца 2007 г. по первое полугодие 2011 г. составляет 4% против среднего значения 18% у аналогов
- Низкое качество прибыли ввиду крайней волатильности “плохих” нефундаментальных факторов (которые быстро и глубоко упали в третьем квартале 2008 г., в результате чего RoE была отрицательной шесть кварталов подряд)
- База роста RoE нестабильна: динамика RoE в последнее время определялась “плохими” нефундаментальными факторами (нерегулярные доходы обеспечили примерно 50% EBPT в первом полугодии 2011 г.)
- Худшие стандарты корпоративного управления среди публичных российских банков (CGS 5,1 против среднего 6,2):
 - Слабая эффективность совета директоров
 - Вопросы компенсации менеджмента (как в случае с Русским Коммерческим Банком)
 - Методика учета при покупке Банка Москвы
- Худшее качество активов среди анализируемых нами банков:
 - Реальный уровень просроченной задолженности по кредитам в первом полугодии 2011 г. составил 12,7%, это наивысшее значение среди аналогов, в то время как реальное покрытие резервами – лишь 51%
 - Наиболее значительное бремя непрофильных активов (4% всех активов группы)
 - Существенный объем кредитования высокоциклических секторов (примерно 40% портфеля кредитов)
 - Качество портфеля ценных бумаг хуже среднего – доля акций составляет 22%
- Сильный дисбаланс активов и пассивов по срокам погашения: «гэп» по срокам погашения меньше года составляет 16% всех активов

ВТБ: коэффициенты и ключевые показатели

	2009*	2010*	2011П	2012П	2013П
P/B	0,8	1,6	1,0	1,0	1,0
P/EBPT	4,3	8,5	6,1	5,9	5,8
P/SEBPT	4,5	8,9	8,1	6,5	6,4
RoAE	-13,3%	10,1%	10,4%	-7,0%	6,4%
Доходность SEBPT	21,6%	18,6%	13,9%	15,5%	15,8%
Чистый процентный спред	3,8%	4,5%	4,0%	3,7%	3,8%
Расходы/Доходы	47%	44%	54%	51%	51%

*Исторические коэффициенты: использована средняя рыночная капитализация за год

Источники: финансовая отчетность по МСФО, Bloomberg, оценка Атона

ВТБ: балансовые показатели, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	51 194	60 200	76 200	96 500	172 075	141 359	141 993	142 104	142 896
Кредиты банкам	335 478	671 500	553 500	555 300	706 770	770 146	839 495	899 000	947 830
Ценные бумаги	332 379	259 900	400 700	451 600	1 060 692	949 664	1 018 631	1 079 029	1 140 527
Кредиты	1 440 341	2 555 600	2 309 900	2 785 400	3 823 074	3 365 887	3 584 779	3 883 104	4 277 461
Основные средства	49 127	60 800	65 900	113 200	131 649	131 649	134 282	138 310	142 460
Прочие активы	69 718	89 400	204 600	288 900	366 843	469 060	469 060	447 274	426 851
Всего активы	2 278 237	3 697 400	3 610 800	4 290 900	6 261 104	5 827 764	6 188 238	6 588 822	7 078 024
Задолженность перед банками	363 941	388 700	287 000	397 300	577 751	751 076	751 076	751 076	751 076
Средства клиентов	912 633	1 101 900	1 568 800	2 212 900	3 441 508	2 975 979	3 155 389	3 343 624	3 572 400
Выпущенные обязательства	561 779	1 635 100	1 151 900	984 300	1 189 264	1 157 608	1 248 463	1 392 042	1 526 082
Другие обязательства	33 949	179 600	98 200	118 200	248 576	203 135	242 285	255 201	312 699
Всего обязательства	1 872 302	3 305 300	3 105 900	3 712 700	5 457 099	5 087 798	5 397 213	5 741 942	6 162 257
Собственный капитал	405 935	392 100	504 900	578 200	804 005	739 966	791 025	846 880	915 768

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

ВТБ: показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	79 592	129 900	173 200	195 800	240 326	254 864	261 112	277 231	300 594
Чистый процентный доход	65 351	113 600	152 200	171 100	199 612	211 070	213 815	226 622	246 443
Чистый комиссионный доход	14 241	16 300	21 000	24 700	40 713	43 794	47 298	50 609	54 151
Операционные расходы	-49 806	-67 500	-76 400	-95 100	-144 557	-134 983	-140 428	-148 414	-156 947
СЕВРТ	29 786	62 400	96 800	100 700	95 768	119 881	120 684	128 816	143 647
NRI (нерегулярные доходы)	30 042	18 900	-12 200	20 600	31 000	12 000	12 600	13 230	13 892
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	59 828	81 300	84 600	121 300	126 768	131 881	133 284	142 046	157 538
Отчисления в резервы	-13 321	-63 200	-152 900	-50 200	-36 969	-199 891	-71 899	-68 758	-65 558
Прибыль до уплаты налогов	46 507	18 100	-68 300	71 100	89 799	-68 010	61 385	73 288	91 981
Налоги	-7 798	-13 500	8 700	-16 300	-17 960	13 602	-12 277	-14 658	-18 396
Чистая прибыль	38 709	4 600	-59 600	54 800	71 840	-54 408	49 108	58 631	73 584

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

ВТБ: ключевые показатели

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Капитализация									
Коэффициент капитализации	17,8%	10,6%	14,0%	13,5%	12,8%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%
Качество активов									
Отчетная доля NPL (90+ дней)	1,1%	1,9%	9,8%	8,6%					
Покрытие резервами	220%	136%	79%	83%					
Реальная доля NPL (90+ дней)	1,2%	2,9%	15,8%	13,9%					
Расходы по созданию резервов	1,2%	3,1%	5,9%	1,8%	1,1%	5,0%	1,8%	1,6%	1,4%
Рентабельность и эффективность									
RoAA	2,1%	0,2%	-1,6%	1,4%	1,4%	-0,9%	0,8%	0,9%	1,1%
RoAE	13,1%	1,2%	-13,3%	10,1%	10,4%	-7,0%	6,4%	7,2%	8,3%
Доходность СЕВРТ	10,1%	15,6%	21,6%	18,6%	13,9%	15,5%	15,8%	15,7%	16,3%
Доходность NRI	10,2%	4,7%	-2,7%	3,8%	4,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Расходы/Доходы	46%	45%	47%	44%	54%	51%	51%	51%	50%
Чистый процентный спред	3,4%	3,5%	3,8%	4,5%	4,0%	3,7%	3,8%	3,8%	3,7%
Чистая процентная маржа	3,9%	4,1%	4,5%	4,8%	4,3%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%
Ликвидность									
Доля ликвидных активов	17,0%	19,8%	17,4%	15,2%	14,0%	15,6%	15,9%	15,8%	15,4%
Доля квазиликвидных активов	31,6%	26,8%	28,5%	25,7%	31,0%	31,9%	32,3%	32,2%	31,5%
Темпы роста									
Кредиты	87%	77%	-10%	21%	37%	-12%	7%	8%	10%
Активы	65%	62%	-2%	19%	46%	-7%	6%	6%	7%
Депозиты	73%	21%	42%	41%	56%	-14%	6%	6%	7%
Собственный капитал	121%	-3%	29%	15%	39%	-8%	7%	7%	8%
Доходы от основной деятельности	42%	63%	33%	13%	23%	6%	2%	6%	8%
СЕВРТ	58%	109%	55%	4%	-5%	25%	1%	7%	12%
Чистая прибыль	21%	-88%	н/д	н/д	31%	н/д	н/д	19%	26%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

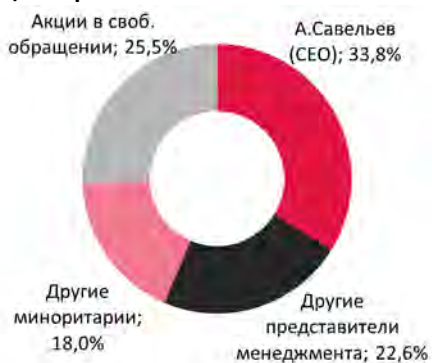
БАНК "САНКТ-ПЕТЕРБУРГ"

	Обыкн.	Конв. прив.
Рекомендация	ПРОДАЖА	
Теор.цена, руб.	56	69
Потенциал снижения	-44%	-38%

Код Bloomberg	BSPB RX
Код Reuters	BSPB.MM
Цена (обыкн.), руб.	98,7
Цена (конв.прив.), руб.	111
Количество акций на АДР	н/д
Количество обыкн.акций, млн	282
Количество конв.прив. акций, млн	65
Дневной оборот торгов, \$ млн	0,2
Акции в свободном обращении	25,5%
Рыночная капитализация, \$ млн	1 149

Источники: данные банка, Bloomberg

Акционеры



Источники: данные банка, Атон

Динамика акций, руб.



Источник: Bloomberg

Банк "Санкт-Петербург" занимает 14-ое место в России по величине активов, составивших 292 млрд руб. в первом полугодии 2011 г. Это по преимуществу региональный банк – его операции сосредоточены в основном в Санкт-Петербурге и Северо-Западном регионе, хотя московский офис в последнее время тоже успешно привлекает новых клиентов. Банк сфокусирован на корпоративных клиентах (93% его портфеля кредитов приходится на этот сегмент) и пока не демонстрирует заинтересованности в расширении розничной франшизы.

Плюсы:

- Высокий уровень рентабельности основной банковской деятельности: доходность SEBPT Банка "Санкт-Петербург" - одна из самых значительных и наименее волатильных среди пяти анализируемых нами банков (в среднем с конца 2007 г. - 38% против 29% в среднем у аналогов)
- Эффективность расходов - наивысшая в секторе, что поддерживает RoE: в первом полугодии 2011 г. отношение расходы/доходы было минимальным, 29%, против 47% в среднем у других банков
- Банк зависит прежде всего от основного бизнеса, так как доход от торговых и "других" операций сравнительно мал (хотя и довольно волатилен): вклад NRI в RoE самый низкий среди аналогов
- Консервативная политика резервирования: реальная просроченная задолженность на 125% покрыта резервами

Минусы:

- Банк "Санкт-Петербург" – один из банков, которые хуже всего готовы к новому кризису ввиду низкого качества активов (doomsday ratio - отношение собственного капитала и резервов и потенциального сокращения стоимости активов при наихудшем сценарии) - 82%
- Большая зависимость от высокоциклических секторов (40% портфеля кредитов), прежде всего – через компании сектора недвижимости
- Значительная зависимость от рыночных рисков (портфель ценных бумаг - 18% совокупных активов); среднего качества портфель банка составлен по преимуществу из корпоративных облигаций
- Недавний впечатляющий рост RoE неустойчив, так как обусловлен "плохими" нефундаментальными факторами, в то время как "хорошие" фундаментальные факторы сравнительно стабильны
- Низкая капитализация: коэффициент капитала первого уровня по Базельским критериям является самым низким среди аналогов – 9,7%; коэффициент N1 составляет лишь 11,6%
- Значительный потенциал проблем с ликвидностью:
 - Самая низкая в секторе подушка высоколиквидных активов (7% активов и 9% депозитов)
 - Крупная чистая позиция заемщика на межбанковском рынке: 3,3% совокупных активов
 - Сильный дисбаланс активов и пассивов по срокам погашения – «гэп» по срокам погашения меньше 6 месяцев составляет 13% всех активов

Банк "Санкт-Петербург": коэффициенты и ключевые показатели

	2009*	2010*	2011П	2012П	2013П
P/B	0,7	1,2	0,8	0,9	0,8
P/EBPT	1,6	3,1	2,8	3,1	3,3
P/SEBPT	1,9	3,7	3,0	3,2	3,4
RoAE	2,9%	15,3%	19,2%	-4,9%	11,0%
Доходность SEBPT	36,9%	34,5%	30,3%	26,8%	24,9%
Чистый процентный спред	4,9%	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%
Расходы/доходы	25%	30%	35%	38%	40%

* Исторические коэффициенты: использована средняя рыночная капитализация за год

Источники: финансовая отчетность по МСФО, Bloomberg, оценка Атона

Банк "Санкт-Петербург": балансовые показатели, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	4 021	6 239	5 560	5 842	8 401	10 823	10 501	10 117	9 728
Кредиты банкам	13 880	49 991	23 101	21 407	15 815	23 513	17 604	17 583	16 813
Ценные бумаги	13 085	4 994	33 562	45 653	53 501	48 151	52 260	55 577	59 381
Кредиты	91 730	144 883	158 200	182 818	204 941	182 045	190 705	202 684	218 622
Основные средства	3 433	6 946	10 112	11 763	12 586	12 586	12 964	13 612	14 293
Прочие активы	506	2 662	5 071	5 126	7 259	9 578	9 578	8 088	7 126
Всего активы	126 656	215 715	235 606	272 609	302 502	286 697	293 612	307 661	325 961
Задолженность перед банками	677	32 320	16 002	11 326	20 388	40 775	33 436	27 584	22 757
Средства клиентов	88 729	139 824	175 990	191 808	210 021	180 387	190 924	202 339	216 172
Выпущенные обязательства	21 654	23 869	17 471	39 768	36 569	32 555	33 265	38 059	42 839
Другие обязательства	591	897	859	1 142	1 774	1 648	1 915	1 620	1 651
Всего обязательства	111 651	196 911	210 322	244 044	268 751	255 365	259 539	269 602	283 418
Собственный капитал	15 005	18 805	25 285	28 564	33 750	31 332	34 072	38 059	42 543

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Банк "Санкт-Петербург": показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	5 557	10 889	11 911	13 740	14 898	14 157	13 878	14 662	15 384
Чистый процентный доход	4 668	9 503	10 421	12 024	12 918	12 058	11 645	12 305	12 903
Чистый комиссионный доход	889	1 386	1 489	1 715	1 981	2 099	2 233	2 357	2 481
Операционные расходы	-2 429	-3 852	-3 773	-4 450	-5 463	-5 451	-5 739	-6 119	-6 460
СЕВРТ	3 128	7 038	8 138	9 289	9 435	8 706	8 139	8 543	8 924
NRI (нерегулярные доходы)	517	203	3 135	333	610	300	315	331	347
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	3 645	7 241	11 273	9 622	10 045	9 006	8 454	8 873	9 271
Отчисления в резервы	-1 007	-3 396	-10 512	-4 485	-2 572	-11 005	-3 954	-3 840	-3 615
Прибыль до уплаты налогов	2 638	3 845	761	5 137	7 474	-1 999	4 500	5 033	5 656
Налоги	-629	-1 071	-121	-1 022	-1 495	400	-900	-1 007	-1 131
Чистая прибыль	2 009	2 774	640	4 115	5 979	-1 600	3 600	4 027	4 525

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Банк "Санкт-Петербург": ключевые показатели

	2006	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Капитализация										
Коэффициент капитализации		11,8%	8,7%	10,7%	10,5%	11,2%	10,9%	11,6%	12,4%	13,1%
Качество активов										
Отчетная доля NPL (90+ дней)		0,2%	0,3%	6,4%	4,9%					
Покрытие резервами		1124%	1210%	142%	196%					
Реальная доля NPL (90+ дней)		0,8%	2,6%	9,8%	7,7%					
Расходы по созданию резервов		1,5%	2,8%	6,5%	2,4%	1,2%	5,0%	1,8%	1,6%	1,4%
Рентабельность и эффективность										
RoAA		2,1%	1,6%	0,3%	1,6%	2,1%	-0,5%	1,2%	1,3%	1,4%
RoAE		20,6%	16,4%	2,9%	15,3%	19,2%	-4,9%	11,0%	11,2%	11,2%
Доходность СЕВРТ		32,1%	41,6%	36,9%	34,5%	30,3%	26,8%	24,9%	23,7%	22,1%
Доходность NRI		5,3%	1,2%	14,2%	1,2%	2,0%	0,9%	1,0%	0,9%	0,9%
Расходы/Доходы		41%	35%	25%	30%	35%	38%	40%	41%	41%
Чистый процентный спред		5,1%	5,7%	4,9%	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%
Чистая процентная маржа		5,3%	6,0%	5,0%	5,2%	4,9%	4,6%	4,5%	4,6%	4,5%
Ликвидность										
Доля ликвидных активов		14,1%	26,1%	12,2%	10,0%	8,0%	12,0%	9,6%	9,0%	8,1%
Доля квазиликвидных активов		24,5%	28,4%	26,4%	26,7%	25,7%	28,8%	27,4%	27,1%	26,4%
Темпы роста										
Кредиты		131%	58%	9%	16%	12%	-11%	5%	6%	8%
Активы		109%	70%	9%	16%	11%	-5%	2%	5%	6%
Депозиты		98%	58%	26%	9%	9%	-14%	6%	6%	7%
Собственный капитал		233%	25%	34%	13%	18%	-7%	9%	12%	12%
Доходы от основной деятельности		69%	96%	9%	15%	8%	-5%	-2%	6%	5%
СЕВРТ		77%	125%	16%	14%	2%	-8%	-7%	5%	4%
Чистая прибыль		68%	38%	-77%	543%	45%	н/д	н/д	12%	12%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

БАНК "ВОЗРОЖДЕНИЕ"

	Обыкн.	Прив.
Теор.цена	383	153
Потенциал понижения	-51%	-49%

Код Bloomberg	VZRZ RX
Код Reuters	VZRZ.MM
Цена (обыкн.), руб.	776
Цена (прив.), руб.	300
Количество акций на АДР	н/д
Количество обыкн. акций, млн	23,7
Количество прив.акций, млн	1,3
Дневной оборот торгов, \$ млн	0,2
Акции в свободном обращении	46%
Рыночная капитализация, \$ млн	617

Акционеры



Источники: данные банка, оценка Атона

Динамика акций, руб.



Источник: Bloomberg

Банк "Возрождение" занимает 25-ое место в России по величине активов, достигших в первом полугодии 2011 г. 175 млрд руб. Он работает по преимуществу в Москве и Московской области, фокусируясь на кредитовании среднего и малого бизнеса (58% совокупного портфеля кредитов). Банк следует классической банковской модели и сохраняет более консервативный подход к бизнесу по сравнению с другими публичными российскими банками.

Плюсы:

- Среди анализируемых нами эмитентов банк входит в число тех, которые наилучшим образом подготовлены к кризисному сценарию
- Хорошее качество прибыли ввиду более высокой устойчивости чистой прибыли к кризисам и значительной доли прибыльного и стабильного комиссионного бизнеса, хотя "хорошие" фундаментальные факторы весьма волатильны
- Стабильная база роста RoE в будущем: локомотивом роста чистой прибыли в последнее время были "хорошие" фундаментальные факторы
- Весьма консервативный подход к ликвидности с долей высоколиквидных активов на уровне 18%
- Наиболее сбалансированный профиль корпоративного управления среди отобранных нами банков: рейтинг банка составляет 6,7, и ни один из компонентов не опускается ниже важного барьера 5,0.
- Оптимальный баланс иностранных валют

Минусы:

- Низкая общая рентабельность: с конца 2008 г. RoE остается ниже 10%
- Чистый процентный спред резко сократился, упав с наивысшего до наименьшего уровня среди аналогов в период с 2008 г., хотя потенциал его восстановления является более значительным, чем у сопоставимых банков
- Самая низкая эффективность расходов - самое высокое соотношение расходы/доходы среди торгуемых банков (70% против 47% в первом полугодии 2011 г.)
- Сравнительно низкая капитализация: общий коэффициент достаточности капитала по Базельским критериям составляет 13,6% (среднее значение среди аналогов – 15,0%), коэффициент N1 Банка России – 11,7% (что очень близко к минимальным требованиям регулятора, 10%)

Банк "Возрождение": коэффициенты и ключевые показатели

	2009*	2010*	2011П	2012П	2013П
P/B	1,0	1,7	1,0	1,1	1,0
P/EBPT	2,5	5,9	4,9	4,3	4,6
P/SEBPT	2,9	6,9	5,2	4,4	4,7
RoAE	7,8%	3,5%	8,3%	-4,9%	7,0%
Доходность SEBPT	36,6%	13,6%	20,2%	23,5%	21,6%
Чистый процентный спред	6,5%	4,1%	4,5%	4,3%	4,3%
Расходы/Доходы	49%	74%	69%	63%	66%

*Исторические коэффициенты: использована средняя рыночная капитализация за год

Источники: финансовая отчетность по МСФО, Bloomberg, оценка Атона

Банк “Возрождение”: балансовые показатели, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	7 546	9 123	10 510	11 864	9 434	8 238	8 728	8 619	8 552
Кредиты банкам	14 228	21 554	30 822	27 219	18 714	19 649	20 632	21 663	22 747
Ценные бумаги	7 346	11 401	11 068	14 225	16 359	14 723	15 979	16 994	18 157
Кредиты	78 149	94 575	85 205	104 046	126 516	112 090	118 153	127 365	139 506
Основные средства	2 992	3 234	3 102	3 132	3 132	3 132	3 195	3 290	3 389
Прочие активы	1 143	1 324	4 896	5 672	5 672	7 657	7 657	7 121	6 623
Всего активы	111 404	141 211	145 603	166 158	179 826	165 489	174 344	185 052	198 973
Задолженность перед банками	4 845	21 360	4 368	7 772	10 104	15 155	14 398	14 398	14 830
Средства клиентов	81 612	90 336	113 129	130 334	137 677	119 693	126 265	133 782	143 196
Выпущенные обязательства	12 527	13 714	10 942	10 087	11 975	11 214	11 999	12 599	13 229
Другие обязательства	530	736	878	1 105	1 757	2 011	3 026	3 886	5 339
Всего обязательства	99 514	126 146	129 317	149 298	161 512	148 074	155 688	164 665	176 594
Собственный капитал	11 890	15 065	16 286	16 860	18 314	17 415	18 657	20 388	22 379

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Банк “Возрождение”: показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	8 581	12 622	12 055	9 426	11 477	11 534	11 588	12 351	13 071
Чистый процентный доход	5 570	8 494	8 326	5 491	6 815	6 665	6 476	6 982	7 434
Чистый комиссионный доход	3 011	4 128	3 729	3 935	4 663	4 869	5 113	5 368	5 637
Операционные расходы	-5 732	-7 043	-6 325	-7 180	-7 922	-7 335	-7 697	-8 038	-8 485
СЕВРТ	2 849	5 579	5 730	2 246	3 555	4 199	3 892	4 313	4 586
NRI (нерегулярные доходы)	566	722	941	352	182	100	105	110	116
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	3 415	6 301	6 671	2 598	3 737	4 299	3 997	4 423	4 702
Отчисления в резервы	-885	-2 199	-4 752	-1 872	-1 911	-5 404	-2 427	-2 241	-2 194
Прибыль до уплаты налогов	2 530	4 102	1 919	726	1 826	-1 105	1 570	2 182	2 508
Налоги	-626	-965	-702	-145	-365	221	-314	-436	-502
Чистая прибыль	1 904	3 137	1 217	581	1 460	-884	1 256	1 746	2 006

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Банк “Возрождение”: ключевые показатели

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Капитализация									
Коэффициент капитализации	10,7%	10,7%	11,2%	10,1%	10,2%	10,5%	10,7%	11,0%	11,2%
Качество активов									
Отчетная доля NPL (90+ дней)	2,1%	2,1%	7,2%	7,4%					
Покрытие резервами	168%	225%	138%	132%					
Реальная доля NPL (90+ дней)	4,2%	2,9%	8,9%	10,7%					
Расходы по созданию резервов	1,3%	2,4%	4,9%	1,8%	1,5%	4,0%	1,8%	1,6%	1,4%
Рентабельность и эффективность									
RoAA	2,1%	2,5%	0,8%	0,4%	0,8%	-0,5%	0,7%	1,0%	1,0%
RoAE	21,9%	23,3%	7,8%	3,5%	8,3%	-4,9%	7,0%	8,9%	9,4%
Доходность СЕВРТ	32,7%	41,4%	36,6%	13,6%	20,2%	23,5%	21,6%	22,1%	21,4%
Доходность NRI	6,5%	5,4%	6,0%	2,1%	1,0%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Расходы/Доходы	64%	53%	49%	74%	69%	63%	66%	65%	64%
Чистый процентный спред	6,8%	7,4%	6,5%	4,1%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%
Чистая процентная маржа	6,8%	7,5%	6,5%	4,0%	4,4%	4,3%	4,3%	4,4%	4,3%
Ликвидность									
Доля ликвидных активов	19,5%	21,7%	28,4%	23,5%	15,7%	16,9%	16,8%	16,4%	15,7%
Доля квазиликвидных активов	26,1%	29,8%	36,0%	32,1%	24,7%	25,7%	26,0%	25,5%	24,9%
Темпы роста									
Кредиты	49%	21%	-10%	22%	22%	-11%	5%	8%	10%
Активы	52%	27%	3%	14%	8%	-8%	5%	6%	8%
Депозиты	35%	11%	25%	15%	6%	-13%	5%	6%	7%
Собственный капитал	116%	27%	8%	4%	9%	-5%	7%	9%	10%
Доходы от основной деятельности	55%	47%	-4%	-22%	22%	0%	0%	7%	6%
СЕВРТ	118%	96%	3%	-61%	58%	18%	-7%	11%	6%
Чистая прибыль	138%	65%	-61%	-52%	151%	н/д	н/д	39%	15%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

НОМОС-БАНК

Рекомендация **ГДР ПРОДАЖА**
Теоретическая цена **6,86**
Потенциал понижения **-44%**

Код Bloomberg	NMOS LI
Код Reuters	NMOSq.L
Цена (ГДР), \$	12,4
Количество акций на ГДР	1:2

Количество обыкн.акций, млн	92,4
Дневной оборот торгов, \$ млн	1,4
Акции в свободном обращении	18%
Рыночная капитализация, \$ млн	2 283

Акционеры



Источники: данные банка, Атон

Динамика акций, \$



Источник: Bloomberg

НОМОС-Банк – девятая по величине российская банковская группа (и вторая по величине частная банковская группа), активы которой по МСФО составили в первом полугодии 2011 г. 572 млрд руб. В эту группу входят НОМОС-Банк и Ханты-Мансийский банк, а также несколько менее крупных банков. НОМОС управляет одной из крупнейших розничных сетей в России, включающей 232 офиса в Москве и Тюменской области (его базовых регионах).

Плюсы:

- Высокие стандарты корпоративного управления (рейтинг CGS = 6,8), хотя учет Ханты-Мансийского банка может привести к снижению рейтинга
- Хорошая доходность по статьям нерегулируемых доходов ввиду большой доли стабильных операций с драгоценными металлами
- Низкое бремя непрофильных активов – меньше 0,6% общих активов

Минусы:

- Слабая способность противостоять эффектам глубокой рецессии ввиду низкого качества активов
 - Большое количество низкокачественных ценных бумаг (15% активов, по преимуществу корпоративные бонды и неликвидные векселя)
 - Самая большая зависимость от заемщиков в высокоциклических секторах (46% портфеля кредитов), представленных прежде всего сектором недвижимости (22%) и финансовой отраслью (20%)
 - Значительный объем скрытых проблемных кредитов (NPL) в форме реструктуризированных кредитов
- Качество прибыли ниже среднего ввиду волатильного компонента “хороших” фундаментальных факторов (с малым потенциалом роста) и упора на нерегулярные доходы, а не стабильные статьи комиссионного дохода. Локомотивом RoE в последнее время были волатильные “плохие” фундаментальные факторы, а перспективы будущего роста нестабильны
- Эффективность операций коммерческого банкинга ниже средней: доходность SEBPT в среднем на 10% меньше, чем у других публичных банков (не включая ВТБ)
- Реальное покрытие резервами недостаточно – лишь 68%
- Капитализация ниже средней: Н1 = 11,2%, что очень близко к минимальным требованиям регулятора (10%)
- Наиболее хрупкая структура фондирования среди аналогов, иллюстрацией чему является большая доля фондирования с межбанковского рынка (17% активов) и чистая позиция заемщика на этом рынке (разница – 8,5% активов)
- Изъяны корпоративного управления, включая качество финансовой отчетности
- Сильный дисбаланс активов и пассивов по срокам погашения – «гэп» по срокам погашения меньше 6 месяцев составляет 7% всех активов

НОМОС-Банк: коэффициенты и ключевые показатели

	2009	2010	2011П	2012П	2013П
P/B	н/д	н/д	0,9	1,0	0,8
P/EBPT	н/д	н/д	4,6	4,1	4,2
P/SEBPT	н/д	н/д	4,8	4,5	4,6
RoAE	12,3%	16,8%	13,3%	-1,6%	10,4%
Доходность SEBPT	34,5%	23,4%	21,9%	21,2%	19,5%
Чистый процентный спред	6,4%	5,1%	4,8%	4,6%	4,7%
Расходы/Доходы	29%	44%	53%	49%	51%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, Bloomberg, оценка Атона

НОМОС-Банк: балансовые показатели, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	4 353	4 087	6 102	13 896	16 924	17 122	16 598	15 749	15 303
Кредиты банкам	21 150	29 444	35 980	70 988	74 570	77 676	78 724	79 786	82 474
Ценные бумаги	34 323	38 857	59 203	82 137	93 200	80 617	87 498	93 051	99 419
Кредиты	132 162	187 721	162 650	339 302	416 119	369 003	388 552	415 119	450 019
Основные средства	4 388	5 198	6 021	10 976	10 976	10 976	11 305	11 644	11 994
Прочие активы	2 624	12 488	7 156	12 918	16 905	21 212	21 727	21 587	21 519
Всего активы	199 000	277 795	277 111	530 217	628 693	576 606	604 405	636 936	680 728
Задолженность перед банками	50 696	68 297	48 397	59 839	119 677	131 645	127 696	125 142	128 896
Средства клиентов	85 230	116 071	134 204	313 376	338 481	285 374	301 783	321 399	343 897
Выпущенные обязательства	35 851	56 704	55 115	94 670	92 527	83 217	89 303	94 735	100 503
Другие обязательства	2 741	4 219	2 783	4 397	3 745	3 504	2 892	2 185	1 599
Всего обязательства	174 518	245 290	240 499	472 282	554 430	503 741	521 674	543 461	574 894
Собственный капитал	24 482	32 505	36 612	57 935	74 263	72 866	82 731	93 475	105 834

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

НОМОС-Банк: показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Доходы от основной деятельности	8 745	14 802	19 272	24 316	31 860	31 917	32 317	33 745	36 290
Чистый процентный доход	7 441	13 195	17 520	20 446	26 417	26 202	26 202	27 263	29 484
Чистый комиссионный доход	1 304	1 606	1 753	3 870	5 443	5 715	6 115	6 482	6 806
Операционные расходы	-4 231	-5 558	-7 356	-13 251	-17 356	-16 330	-17 119	-18 169	-19 131
СЕВРТ	4 515	9 243	11 917	11 065	14 504	15 587	15 198	15 576	17 159
NRI (нерегулярные доходы)	2 408	291	5 172	5 903	685	1 500	1 575	1 654	1 720
ЕВРТ (прибыль до резервов и налогов)	6 923	9 535	17 089	16 968	15 189	17 087	16 773	17 230	18 879
Отчисления в резервы	-2 365	-5 090	-11 549	-3 977	-4 162	-18 520	-6 657	-6 211	-6 206
Прибыль до уплаты налогов	4 557	4 444	5 540	12 991	11 026	-1 433	10 116	11 018	12 673
Налоги	-1 138	-957	-1 279	-2 546	-2 205	287	-2 023	-2 204	-2 535
Чистая прибыль	3 419	3 487	4 261	10 445	8 821	-1 146	8 093	8 815	10 139

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

НОМОС-Банк: ключевые показатели

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Капитализация									
Коэффициент капитализации	12,3%	11,7%	13,2%	10,9%	11,8%	12,6%	13,7%	14,7%	15,5%
Качество активов									
Отчетная доля NPL (90+ дней)	0,1%	1,6%	6,8%	2,7%					
Покрытие резервами	0%	371%	153%	182%					
Реальная доля NPL (90+ дней)	2,8%	4,0%	14,7%	7,3%					
Расходы по созданию резервов	2,2%	3,0%	6,4%	1,7%	1,2%	5,0%	1,8%	1,6%	1,4%
Рентабельность и эффективность									
RoAA	2,2%	1,5%	1,5%	2,2%	1,5%	-0,2%	1,4%	1,4%	1,5%
RoAE	17,2%	12,2%	12,3%	16,8%	13,3%	-1,6%	10,4%	10,0%	10,2%
Доходность СЕВРТ	22,7%	32,4%	34,5%	23,4%	21,9%	21,2%	19,5%	17,7%	17,2%
Доходность NRI	12,1%	1,0%	15,0%	12,5%	1,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,7%
Расходы/Доходы	38%	36%	29%	44%	53%	49%	51%	51%	50%
Чистый процентный спред	4,7%	5,7%	6,4%	5,1%	4,8%	4,6%	4,7%	4,6%	4,6%
Чистая процентная маржа	5,2%	6,0%	6,9%	5,5%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
Ликвидность									
Доля ликвидных активов	13,4%	13,3%	16,9%	16,9%	14,9%	16,9%	16,2%	15,5%	15,0%
Доля квазиликвидных активов	30,6%	27,2%	38,2%	32,4%	29,7%	30,8%	30,7%	30,1%	29,6%
Темпы роста									
Кредиты	80%	42%	-22%	104%	73%	-12%	5%	7%	9%
Активы	82%	40%	0%	91%	68%	-8%	5%	5%	7%
Депозиты	76%	36%	16%	134%	61%	-16%	6%	7%	7%
Собственный капитал	59%	33%	13%	58%	58%	-2%	14%	13%	13%
Доходы от основной деятельности	73%	69%	30%	26%	31%	0%	1%	4%	8%
СЕВРТ	90%	105%	29%	-7%	31%	7%	-2%	2%	10%
Чистая прибыль	58%	2%	22%	145%	19%	н/д	н/д	9%	15%

Источники: финансовая отчетность по МСФО, оценка Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получателю настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побуждения причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Простые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876
АТОН <GO> (Bloomberg)
www.aton.ru www.atonbroker.com
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

Atonline Limited

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ; 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр
Офис: 20, Кириаκος Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр (лицензия № C1F 104/09)

Департамент торговли

Павел Грёнбьерг
+7 (495) 287 8650
pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций
зарубежным клиентам**

Мартин Голлнер
+44 20 7011 9662
martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций
российским клиентам**

Антон Снобков
+7 (495) 287 9280
anton.snobkov@aton.ru

Аналитический департамент

Алексей Языков
+7 (495) 213 0340
alexei.yazikov@aton.ru

**Управление по работе
с долговыми инструментами**

Павел Душин
+7(495) 705-99-42
pavel.dushin@aton.ru

АНАЛИТИКИ АТОНА**Стратегия и экономика**

Питер Вестин
+7 (495) 213 0341
peter.westin@aton.ru

Эндрю Риск
+7 (495) 777 9090 x2641
andrew.risk@aton.ru

Сергей Колоколов
+7 (495) 777 9090 x2671
sergey.kokolov@aton.ru

Электроэнергетика

Илья Купреев
+7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

Алексей Евстратенков
+7 (495) 777 9090 x2679
alexey.evstratenkov@aton.ru

Павел Ластовкин
+7 (495) 777 6677 x2683
pavel.lastovkin@aton.ru

Металлургия

Диннур Галиханов
+7 (495) 213 0338
dinnur.galikhonov@aton.ru

Илья Макаров
+7 (495) 777 9090 x2644
ilya.makarov@aton.ru

Специальные ситуации

Михаил Пак
+7 (495) 213 0337
mikhail.pak@aton.ru

Никита Мельников
+7 (495) 213 0336
nikita.melnikov@aton.ru

Телекоммуникации и медиа

Станислав Юдин
+7 (495) 213 0339
stanislav.yudin@aton.ru

Ирина Скворцова
+7 (495) 777 9090 x2675
irina.skvortsova@aton.ru

Нефть и газ

Елена Савчик
+7 (495) 213 0343
elena.savchik@aton.ru

Вячеслав Буньков
+7 (495) 213 0344
slava.bunkov@aton.ru

Анна Лакейчук
+7 (495) 777 9090 x2661
anna.lakeychuk@aton.ru

Потребительский сектор

Иван Николаев
+7 (495) 213 0334
ivan.nikolaev@aton.ru

Марина Гутнева
+7 (495) 777 9090 x2645
marina.gutneva@aton.ru

Банки

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Иван Качковский
+7 (495) 705 9232
ivan.kachkovski@aton.ru

Сергей Казарян
+7 (495) 777 9090 x2674
sergey.kazaryan@aton.ru

Редакционно-издательский отдел

Лорен Мэнди
+7 (495) 777 9090 x2648
lauren.mandy@aton.ru

Томас Лавракас
+7 (495) 777 9090 x2686
thomas.lavrakas@aton.ru

Анна Богданова
+7 (495) 777 9090 x2657
anna.bogdanova@aton.ru

Анна Мартынова
+7 (495) 777 9090 x2678
anna.martynova@aton.ru

Долговые инструменты: аналитика

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Андрей Бобовников
+7 (495) 287 8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Юрий Нефедов
+7 (495) 777 6677 x2643
yury.nefedov@aton.ru

Долговые инструменты: продажи

Михаил Авербах
+7 (495) 287 8649
mikhail.averbakh@aton.ru

Максим Бевза
+7 (495) 287 8652
maxim.bevza@aton.ru

Долговые инструменты: трейдинг

Мурат Берсеков
+7 (495) 777 6677 x2333
murat.bersekov@aton.ru

Илья Кузнецов
+7 (495) 777 6677 x2304
ilya.kuznetsov@aton.ru

Рынки капитала

Мансур Гусейнов
+7 (495) 777 6677 x2332
mansur.guseynov@aton.ru

Технический анализ

Елена Кожухова
+7 (495) 777 9090 x2672
elena.kozhukhova@aton.ru