

**Авторы отчета:**

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

# Банковский сектор, пересмотр целевых цен

## SBER - BUY

**Целевая цена: US\$ 3.45**

**Потенциал роста: 48%**

**Stock data**

Ticker	SBER	M.Cap, \$ mn	50513
Shares Ords'000	21586948	Fre Float, %	40
Shares Pref '000	1000000	Free Flo t, \$ mn	20205
Bid Ords, \$	2.34	Offer Ords, \$	2.34

Мы пересмотрели макроэкономические прогнозы для России и справедливую стоимость акций российских банков с учетом резкого усиления турбулентности на мировых финансовых рынках, ухудшения ситуации с ликвидностью и заметного увеличения рисков для мировой экономики. В текущей ситуации прогнозы как для экономики, так и для банковского сектора сейчас характеризуются особенно высокой неопределенностью.

В базовом сценарии мы ожидаем в ближайшие 2 года цены на нефть на уровне \$85-90/барр, замедление роста экономики до 3,5% в 2012 г. и возврат к 4,0% в 2013 г., курс доллара в диапазоне 31-33 руб./\$.

## VTBR (GDR) - BUY

**Целевая цена: US\$ 5.6**

**Потенциал роста: 29%**

**Stock data**

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	22595
Shares Ords mln	10460541	Free Float, %	24.5
Shares Pref mln	-	Free Float, \$ mn	5535
Bid Ords, \$	4.20	Offer Ords, \$	4.36

Краткосрочные последствия резкого ухудшения внешних условий для финансового сектора – ожидаемые текущие убытки по переоценке портфелей ценных бумаг, ухудшение условий доступа к ликвидности и увеличение стоимости фондирования. Однако сейчас ситуация с ликвидностью не является критической, в отличие от осени 2008 г., а у регулятора есть успешно зарекомендовавший себя в период кризиса арсенал инструментов рефинансирования банков.

В связи с существенным увеличением рыночной волатильности мы повысили ставку дисконтирования для Сбербанка и ВТБ с 13% до 14,0%, для банков БСПб и Возрождение, с учетом премии за более низкую ликвидность (1 п.п.), ставка дисконтирования повышается с 14% до 15,0%.

## VZRZ - HOLD

**Целевая цена: US\$ 32**

**Потенциал роста: 25%**

**Stock data**

Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	618
Shares Ords mln	23748694	Free Flo t, %	40
Shares Pref mln	1294505	Free Float, \$ mn	247
Bid Ords, \$	25.5	Offer Ords, \$	25.6

Долгосрочные риски финансово-экономического кризиса для банков – это замедление роста кредитования, сокращение чистой процентной маржи, увеличение доли неработающих кредитов.

Мы незначительно снижаем прогнозные темпы роста кредитных портфелей банковского сектора, ожидая в среднем 15% в 2011 г., 16-17% в 2012 г. и 19% в 2013 г. Мы ожидаем умеренного повышения стоимости фондирования, однако полагаем, что с учетом исторически низких кредитных ставок для предприятий, банки смогут перенести на заемщиков увеличение стоимости фондирования в пределах 1-2 п.п., избежав сжатия чистой процентной маржи.

## STBK - BUY

**Целевая цена: US\$ 4.7**

**Потенциал роста: 32%**

**Stock data**

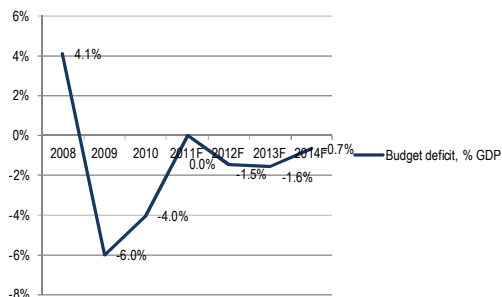
icker	STBK	M.Cap, \$ mn	1285
Shares Ords '000	282 150	Free Float %	26.3%
Shares Pref '000	20 100	Free Float, \$ mn	338
Shares Pref A'000	65 211		
Bid Ords, \$	3.00	Offer Ords, \$	4.25

Мы предполагаем, что доля проблемных кредитов в этом сценарии умеренно вырастет и приблизится к уровням конца 2010 г., а уровень отчисления в резервы (credit costs) для банков увеличатся до 1,3-1,9%, оставаясь существенно ниже показателей 2008-09 гг. (ранее многие банки надеялись на роспуск провизий в этот период). Эти изменения привели к пересмотру прогнозов чистой прибыли банков в 2011-13 гг.

По итогам изменений в моделях мы понизили оценку справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка с \$4.5 до \$3.45 (рекомендация «Покупать»), GDR ВТБ – с \$6.68 до \$5.59 (рекомендация «Покупать»), банка «Возрождение – с \$40 до \$32 (рекомендация «Держать»), банка Санкт-Петербург с \$6.43 до \$4.70 (рекомендация «Покупать»).

## Изменение макропрогнозов

**Рис. 1 Бюджетный профицит/дефицит, % ВВП**



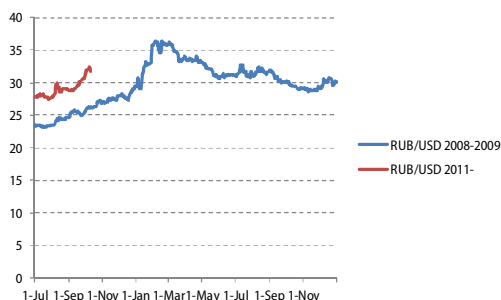
Источник – Минфин

**Рис. 2 Цены на нефть**



Источник – Bloomberg

**Рис. 3 Курс USD/RUB**



Источник – ЦБ РФ

Новая волна «шторма» на мировых финансовых рынках и возрастание рисков рецессии в развитых странах заставляют пересматривать макроэкономические прогнозы для России и справедливую стоимость акций российских банков.

Пока негативный внешний фон локализован для России в финансовом секторе, где отмечается падение фондовых индексов на 19% по индексу ММВБ и на 30% по индексу РТС к уровням конца июля, ослабление рубля к доллару и бивалютной корзине до минимальных значений с 2009 г., ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью для российских банков. Высокие уровни цен на нефть (Brent) пока позволяют избежать негативного воздействия финансовых шоков на реальный сектор российской экономики. Однако компании уже испытывают трудности с привлечением заимствований на долговом рынке, в том числе и для рефинансирования уже существующего долга. Подтверждение прогнозов рецессии в Европе и США, углубление глобального финансового и банковского кризиса, существенное замедление роста спроса Китая на сырье грозит снижением цен на нефть, что уже непосредственно скажется на бюджетных параметрах, доходах экспортеров, темпах роста экономики и платежеспособности нефинансовых компаний и населения.

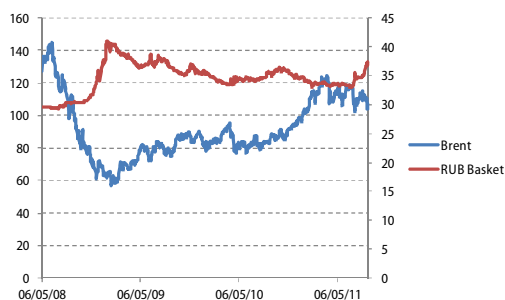
Краткосрочные последствия резкого ухудшения внешних условий для финансового сектора – ожидаемые текущие убытки по переоценке портфелей ценных бумаг, ухудшение условий доступа к ликвидности и увеличение стоимости фондирования. Осенью 2008 г. российский банковский сектор оказался на грани коллапса из-за кризиса ликвидности, массового оттока средств вкладчиков, резкого роста доли плохих кредитов в портфелях. Однако сейчас ситуация с ликвидностью не является критической, и у регулятора накоплен значительный арсенал инструментов для оперативного рефинансирования банков (ломбардный список, беззалоговые аукционы, гарантии по межбанковским кредитам). Паники среди вкладчиков пока также не отмечается – в отличие от осени 2008 г. нет банкротств крупных банков, которые могли бы дестабилизировать рынок, кроме того, успешный опыт работы ЦБ и АСВ в кризис 2008-09 гг. способствовал повышению доверия населения к банковской системе.

Долгосрочные риски финансово-экономического кризиса для банков – это замедление роста кредитования, сокращение чистой процентной маржи, увеличение доли неработающих кредитов.

Опыт 2008 г. показывает, что девальвация рубля, с одной стороны, помогает банкам зарабатывать на валютных операциях, с другой – может спровоцировать отток рублевых депозитов, вынудив банки существенно повысить депозитные ставки по рублевым инструментам (после стабилизации на исторических минимумах летом этого года, в первые 2 декады сентября наметился их небольшой рост). В условиях сжатия до минимумов чистой процентной маржи банков в 2010-1 кв. 2011 г., возможность переложить рост стоимости фондирования на заемщиков будет иметь существенное значение для финансовых результатов банков.

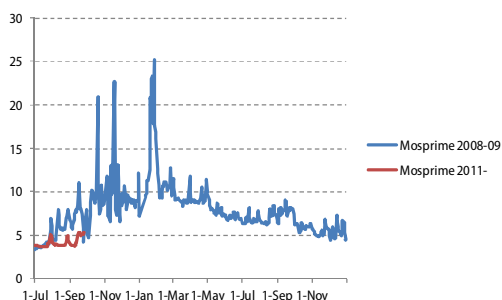
Закрывание долговых рынков для заемщиков может временно увеличить спрос на банковские кредиты (аналогичная ситуация была осенью 2007 г.). Однако нынешняя ситуация заметно отличается – темпы роста экономики замедлились с 7-8% до 3,7-4%, существенно замедлился рост инвестиционного и потребительского спроса. Соответственно, спрос на

Рис. 4 Цены на нефть и бивалютная корзина



Источник – Bloomberg

Рис. 5 Ставка Mosprime



Источник – ЦБ РФ

кредиты со стороны компаний пока еще слаб, и несколько оживить его смогли только рекордно низкие процентные ставки. Ухудшение экономических перспектив и повышение кредитных ставок может привести к замедлению роста спроса на кредит. Это ограничит и возможности банков по переносу роста стоимости фондирования на заемщиков, заставляя банки жертвовать темпами роста кредитного портфеля и/или чистой процентной маржой. В то же время, с учетом исторически низких кредитных ставок для предприятий, повышение их на 1-2 п.п. представляется вполне возможным.

Ухудшение кредитоспособности заемщиков и снижение их доступа к фондированию может привести к возобновлению роста доли NPL, снижающейся с середины 2010 г. Для банков это будет означать необходимость формирования дополнительных отчислений в резервы, что негативно скажется на прибыли. Масштаб кредитных рисков будет зависеть от макроэкономических сценариев, однако сейчас ситуация более благоприятна для банков, чем в 2008 г. – в ходе кризиса накоплены достаточно большие провизии, к заемщикам при кредитовании предъявлялись более жесткие требования, умеренные темпы роста кредитования не способствовали формированию «кредитных пузырей».

**Осень 2008/2011 – основные отличия для экономики**

Усиление позиций	Ослабление позиций
Сокращение отношения внешнего корпоративного долга по отношению к ВВП (с 26% ВВП в 2008 г. до примерно 18% ВВП в 2011 г.) при небольшом увеличении абсолютного значения.	Из-за опережающего увеличения госрасходов в последние годы (плановые расходы 2011 г. на 45% превышают уровень 2008 г., а доходы – на 18,6%) зависимость бюджета от нефтяных цен существенно выросла. Цена нефти, при которой балансируются бюджетные доходы и расходы, возросла с \$65 в 2008 г. до 114-125 долл/барр. в 2012 г.
Блокирующие / контрольные пакеты крупнейших российских компаний не заложены в иностранных банках – нет рисков потери контроля над активами в результате маржин-коллов и необходимости экстренного рефинансирования долга.	Сокращение госрезервов – резервный фонд сократился со 142 млрд долл на 01.09.08 до 26 млрд долл на 01.08.11, что частично компенсируется ростом фонда национального благосостояния с 32 до 93 млрд долл.
Опыт прохождения кризиса 2008-09 гг. показал способность государства достаточно эффективно поддержать экономику и банковский сектор	Значительный отток капитала еще в предкризисный период (с сентября 2010 г. по август 2011 г. чистый отток капитала частного сектора составил почти 60 млрд долл., с начала 2011 г. – около 35 млрд долл).

При текущих ценах на нефть ситуация в российской экономике является достаточно стабильной – профицит счета торговых операций в 1П11, по оценкам ЦБ, составляет \$57,6 млрд, профицит бюджета за 8М11 составил 759 млрд руб (2,3% ВВП). На этом фоне ослабление рубля до текущих уровней представляется избыточным. В то же время ухудшение ситуации в мировой экономике может привести к снижению до сих пор весьма устойчивых нефтяных цен и/или к сокращению спреда Brent к WTI, где цены сейчас колеблются в районе \$80/барр. По данным S&P GSCI, снижение цен на энергоресурсы с начала года составляет лишь 2,6%, в то время как промышленные металлы рухнули за тот же период почти на 19%, с опережением отыгрывая ухудшение прогнозов мирового спроса на сырье.

**Осень 2008 / 2011 – основные отличия для банковского сектора**

Усиление позиций	Ослабление позиций
Уровень капитализации банков – по данным ЦБ, уровень достаточности капитала банковского сектора на 01.08.2011 составляет 16,1% против 14,6% на 01.08.2008. Предоставленная государством поддержка в форме субординированных кредитов почти на 1 трлн руб учитывается в капитале банков.	Наличие на балансах значительной доли проблемных кредитов (по оценкам S&P на конец 2011 г. доля проблемных ссуд - 22% кредитного портфеля, по данным ЦБ на 01.08.11 доля проблемных и безнадежных ссуд – 7,8%, доля реструктурированных ссуд – 16%).
Лучшая ситуация с ликвидностью – отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам составляет 87% против 73% на начало 2008 г., соотношение кредиты/средства клиентов сократилось со 105% до 95%	Значительные рыночные риски – увеличение отношения рыночных рисков к совокупному капиталу с 38,7% на начало 2008 г. до 50,7% на 01.08.2011 г. – прежде всего, за счет роста процентных рисков
Менее агрессивное поведение банков на фондовом рынке перед кризисом, в том числе по объемам репо	Сокращение уровня чистой процентной маржи (для Сбербанка – с 7,3% за 9М08 до 6,6% за 1П11)
Менее агрессивный рост кредитного портфеля, более жесткий подход к платежеспособности заемщиков и качеству обеспечения	
Внешний долг банков – сокращение в абсолютном выражении (с 198 до 157 млрд долл) и в отношении к обязательствам – с 19% до 15%. Отрицательная международная инвестиционная позиция банковского сектора составляла на 01.04.2011 \$29 млрд против \$130 млрд на 01.07.2008 г.	

Мы обновляем макроэкономические прогнозы на 2011-13 гг. В целом прогнозы как для экономики, так и для банковского сектора сейчас характеризуются особенно высокой неопределенностью, поскольку непонятно, какой будет глубина и продолжительность падения на финансовых рынках, как это скажется на мировой экономике, войдут ли в рецессию развитые страны и в какой мере удастся сохранить относительно высокие темпы роста развивающимся экономикам. Это будет иметь существенное значение для динамики сырьевых цен, и для понимания, как отреагирует на новые вызовы российская экономика.

В базовом сценарии мы ожидаем в ближайшие 2 года цены на нефть на уровне \$85-90/барр, замедление роста экономики до 3,5% в 2012 г. и возврат к 4,0% в 2013 г., курс доллара в диапазоне 31-33 руб./\$. Мы предполагаем, что, несмотря на замедление экономики, темпы роста кредитования в базовом сценарии будут выше, чем в 2010 г. благодаря более жестким условиям привлечения заимствований на долговых рынках (компании будут вынуждены замещать облигационные займы и внешние заимствования внутренним кредитованием) и поддержке государством инвестиционного спроса. Мы предполагаем, что доля проблемных кредитов в этом сценарии умеренно вырастет и приблизится к уровням конца 2010 г.

В неблагоприятном сценарии (падение цен на нефть ниже \$80/барр и длительное сохранение на этом уровне) параметры будут существенно хуже. Если же цены на нефть сохранятся вблизи \$100/барр., ситуация в российской экономике будет близка к нашим предыдущим прогнозам.

<b>Макроэкономика и банковский сектор, млрд руб</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Цены на нефть Urals, \$/барр.	69	94	61	78	105	85	90
ВВП	32,989	41,668	38,76	44,939	53,331	59,972	67,329
темпы роста, %	8.1%	5.6%	-7.9%	4.0%	4.1%	3.5%	4.0%
Кредиты предприятиям	9,316	12,510	12,547	14,063	6172	18760	22324
темпы роста, %	56%	34%	0%	12%	15%	16%	19%
Кредиты частным лицам	2,971	4,017	3,574	4,085	5,025	5,929	7,115
темпы роста, %	58%	35%	-11%	14%	23%	18	20%
Депозиты частных лиц	5,159	5,907	7,485	9,818	11,193	12,983	15,32
темпы роста, %	36%	14%	27	31%	14%	16%	18%
Средства юридических лиц	7,053	8,775	9,557	11,127	12,240	13,586	14,945
темпы роста, %	47%	24%	9%	16%	10%	11%	10%
Отчисления в резервы на потери по ссудам (credit costs)	-1,3%	-2,5%	-5,6%	-1,0%	-0,3%	-1,3%	-1,9%
					7.5%	7.8%	7.2%
Инфляция	11.9%	13.3%	8.8%	8.8%	(8.7%)	(7.6%)	(7.1%)
Курс Rub/USD на конец года	24.55	29.38	30.24	30.48	31.50	32.70	32.0
					(28.60)	(29.40)	(29.80)
Курс Rub/USD среднегодовой	25.57	24.81	31.68	30.31	29.24	32.10	32.3
					(29.54)	(29.00)	(29.60)

Источник – ЦБ РФ, Росстат, МЭР, прогнозы СОВЛИНК

В связи с существенным увеличением рыночной волатильности мы повысили ставку дисконтирования для Сбербанка и ВТБ с 13% до 14,0%, что отражает увеличение безрисковой ставки с 5,4% до 6,0% (текущее значение доходности Россия-28 - 6,2%), и увеличения коэффициента «бета» для банков с 0,95 до 1,0. Для банков БСПб и Возрождение, с учетом премии за более низкую ликвидность (1 п.п.), ставка дисконтирования повышается с 14% до 15,0%.

<b>безрисковая ставка в России</b>	<b>6.0%</b>	Ориентир - доходность Россия-28
премия за риск инвестирования на рынке акций в США	5.0%	Оценка Дамодарана, январь 2009 г.
суверенная премия за риск российских акций	3.0%	Исходя из суверенного рейтинга России (200 б.п.) и поправки на избыточный риск инвестирования в акции по сравнению с еврооблигациями (1.5)
<b>премия за риск инвестиций в российские акции</b>	<b>8.0%</b>	
Бета	1.0	
<b>Премия за риск инвестиций в компании</b>	<b>8.0%</b>	
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>14.0%</b>	

1H11 IFRS	Sber	VTB	VZRZ	STBK
<b>Profitability</b>				
ROE (return on equity)	33.2%	18.2%	8.3%	29.6%
ROA (return on assets)	4.0%	2.4%	0.8%	3.2%
NIM (Net interest margin)	6.4%	4.8%	4.5%	5.1%
Cost/Income	45.6%	44.4%	68.2%	29.2%
<b>Financial position</b>				
Loans/Deposits	87.0%	113.7%	89.0%	98.0%
Loans/Assets	67.0%	63.0%	69.0%	68.0%
Securities/Assets	17.0%	13.0%	8.8%	18.8%
Cash/Assets	10%	4.80%	16.30%	4.80%
<b>Capital position</b>				
Tier 1	13.3%	12.0%	11.8%	9.7%
Total BIS ratio	17.9%	14.1%	13.6%	12.5%
<b>Credit risk</b>				
NPL (Non-performing loans)/Gross Loans	6.6%	7.7%	8.3%	4.6%
Allowance for loan impairment/Gross loans	9.8%	8.6%	9.1%	9.0%
Allowance for loan impairment / NPL	148.5%	111.7%	109.5%	195.7%
Provision charge/Average loan portfolio	0.7%	-1.1%	-1.5%	-0.9%
Renegotiated loans/Gross loans	9.9%	7.8%	6.1%	6.2%
<b>Securities structure</b>				
<b>by type of portfolio</b>				
At fair value through P&L	10.3%	86.0%	83.0%	84.0%
Investment securities available-for-sale	62.6%	8.1%	15.2%	6.5%
Investment securities held for maturity	27.1%	5.1%	1.3%	0.3%
<b>Total</b>	<b>1508.8</b>	<b>636.2</b>	<b>15.3</b>	<b>54.9</b>
<b>by type</b>				
Debt	92.5%	69.9%	96.9%	94.4%
Equity	7.5%	21.8%	3.1%	5.6%
Derivative		7.7%	0.0%	0.0%
Debt of foreign issuers	1.5%	13.1%	0.0%	0.0%
<b>Growth YTD, %</b>				
Loans (gross)	8.30%	7.10%	15.00%	7.80%
Customer deposits	4.90%	19.10%	3.80%	5.30%

**Сопоставление крупнейших публичных российских банков** по результатам 1H11 IFRS показывает, что **Сбербанк** обладает наибольшим запасом прочности по позициям ликвидности, капитала, провизий по неработающим кредитам, чистой процентной маржи. Несмотря на значительный портфель ценных бумаг у Сбербанка, лишь малая его часть (около 10%) переоценивается по текущей рыночной стоимости через отчет о прибылях и убытках, поэтому размер убытков от падения котировок рыночных инструментов существенно ограничен. Почти 50% всего портфеля ценных бумаг Сбербанка приходится на гособлигации.

**ВТБ** в большей степени уязвим к обесценению рыночных ценных бумаг – почти все они переоцениваются по рынку. Дополнительные риски связаны с наличием в портфеле деривативов и облигаций иностранных эмитентов. В то же время менеджмент пояснял ранее, что значительная часть портфеля ценных бумаг банка по экономической сути является портфелем клиентов, сделки структурированы так, чтобы ограничить рыночные риски банка и большую часть доходов получать в виде комиссионных. Соотношение Кредиты/Депозиты у банка традиционно выше 100%, что означает более высокий уровень зависимости от рыночного фондирования и конъюнктуры долговых рынков. У банка небольшой запас прочности и по капиталу (особенно с учетом приобретения 75%, а затем и 100% акций Банка Москвы), и по провизиям в случае ухудшения качества кредитного портфеля. В то же время, как показал кризис 2008-09 гг., существенным преимуществом ВТБ является возможность привлечения поддержки от государства, которое является владельцем более 75% акций банка.

**Банк Возрождение** во 2Q11 продемонстрировал успешный рост кредитного портфеля, улучшение ситуации с чистой процентной маржой, которая пока является самой низкой среди публичных банков. Этот факт, в сочетании с высоким уровнем операционных расходов, предопределяет и невысокую рентабельность капитала и активов. Банк хорошо защищен от проблем с ликвидностью (очень высокая доля денежных средств и эквивалентов, кредитный портфель финансируется полностью за счет клиентских средств), менее других подвержен рискам убытков от переоценки ценных бумаг. Уровень провизий по кредитам достаточно высок и перекрывает объем «классических» (90 дней+) NPL в 1.4 раза, политика банка в отношении требований к заемщикам оставалась весьма консервативной весь послекризисный период, учитывая относительно слабое восстановление платежеспособности клиентов. Однако ключевой клиентской группой банка является малый и средний бизнес, наиболее чувствительный к ухудшению экономической конъюнктуры и наименее защищенный господдержкой. Поэтому банк «Возрождение» более уязвим к рискам замедления роста кредитного портфеля и ему будет труднее переложить возросшие издержки фондирования на заемщиков, а потенциальное ухудшение качества кредитов потребует увеличения затрат на резервирование.

**Банк Санкт-Петербург** в 2010-1H11 демонстрировал очень сильные показатели рентабельности, обусловленные лучшим в банковском секторе уровне контроля над расходами и относительно стабильным уровнем чистой процентной маржи. Во 2Q рост операционных расходов резко ускорился, частично за счет разовых факторов, что компенсировалось one-offs (879 млн руб от переоценки 3% акций ММВБ, принадлежащих банку). Без учета этих доходов показатель Cost/Income составил бы 39%, что существенно выше целевого диапазона банка 30-35%. Относительно невысокий уровень достаточности капитала должен увеличиться до более комфортных значений после завершения SPO, основным приобретателем которой будет ЕБРР – по оценкам банка, общий уровень достаточности капитала увеличится до 13.1-13.4%, Tier 1 – до 11.1-11.4%. У банка достаточно высока доля торговых ценных бумаг в активах, что повышает вероятность текущих убытков, однако качество долговых бумаг является высоким, а средняя дюрация портфеля составляет 1,5 года.

Основные риски банка связаны с высокой концентрацией кредитного портфеля, где преобладают крупные корпоративные заемщики (ухудшение качества одного из них существенно влияет на общие показатели кредитного портфеля), высокая доля инвестиционных кредитов (26,7%). Недавняя смена руководства в Санкт-Петербурге и заявление нового губернатора Г. Полтавченко о пересмотре нескольких крупных инвестиционных проектов, начатых при прежнем губернаторе В. Матвиенко (ее сын С. Матвиенко является бенефициаром 4,12% акций банка) также вызывает вопросы относительно возможного влияния перемен в администрации на бизнес некоторых крупных клиентов БСПб, хотя сам банк, как неоднократно заявляло его руководство, работал с городом на общих, рыночных условиях. Давление на акции могут оказывать и публикации в СМИ со ссылкой на анонимные источники о переговорах владельца крупнейшего пакета акций банка А. Савельева о продаже своей доли (в числе потенциальных кандидатов на покупку в «Коммерсантъ» назывался банк «Россия»).

## SBER - BUY

**Целевая цена: US\$ 3.45**

**Потенциал роста: 48%**

### Stock data

Ticker	SBER	M.Cap, \$ mn	50513
Shares Ords'000	21586948	Fre Float, %	40
Shares Pref '000	1000000	Free Flo t, \$ mn	20205
Bid Ords, \$	2.34	Offer Ords, \$	2.34

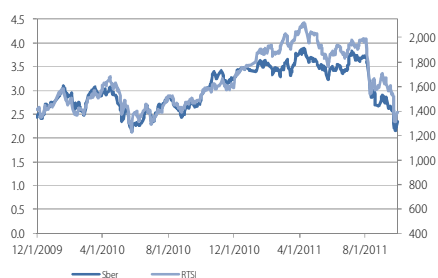
### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-18.2%	-38.8%
Relative to RTSI	Ords	-1.8%	-5.7%
Price range, \$			
High	Ords	2.91	3.88
Low	Ords	2.14	2.14

### Financials, 2011E

Assets, \$ mn	306,792	P/E	5.1
Book value, \$ mn	39,599	P/BV	1.3
Net income, \$ mn	9,899	ROE	25.8%

### Динамика стоимости акций



Источник: РТС

## Сбербанк

Основные изменения в модели:

- Кредитный портфель.** С учетом результатов банка за 1Н11 IFRS и результатов за 8М11 по РСБУ, мы повышаем прогноз роста кредитного портфеля с 16% до 18%, в том числе корпоративного сегмента – с 15% до 16,4%, розничного – с 20% до 24%. В то же время на 2012 г. мы понижаем прогноз роста портфеля с 19% до 16%, а на 2013 г. – с 22% до 19%. По-прежнему предполагается опережающий рост кредитования в розничном сегменте.
- Депозиты.** С учетом заметного ослабления темпов прироста частных вкладов, мы снижаем прогноз их роста в 2011 г. с 17% до 13%, и в 2012-13 гг. с 16-17% до 14-16%.
- Чистая процентная маржа.** Во 2Q11 банку удалось добиться повышения чистой процентной маржи на 0,3 п.п. – в основном за счет остаточного эффекта от снижения стоимости заемных средств. В будущем мы ожидаем разворота вверх стоимости фондирования, и полагаем, что с учетом крайне низких ставок по корпоративным кредитам в 1П11 и ухудшения условий на долговом рынке у Сбербанка будет возможность добиться адекватного или даже несколько большего увеличения кредитных ставок. Мы повышаем прогноз чистой процентной маржи на 2011 г. с 6,3% до 6,5%, а в 2012-13 гг. – с 6,4% до 6,6%-6,7%.
- Основные изменения в модели связаны с предположениями по **резервам**. В 1П11 банк показал чистый роспуск резервов на 22 млрд руб. (0,7% кредитного портфеля) в связи со снижением доли неработающих активов. По итогам отчетности за 1П11 (конец августа) руководство банка не видело признаков ухудшения качества кредитного портфеля, а существующие провизии перекрывают NPL почти в 1,5 раза. В то же время, применяя консервативный подход к оценке кредитных рисков в условиях возрастания макроэкономических рисков и рисков снижения рыночной стоимости залогов, мы закладываем в модель возвращение банка к более жесткой политике резервирования (это предположение может не оправдаться, если ситуация в экономике останется стабильной).  
  
С учетом итогов 1Н11 мы сокращаем прогноз отчислений в резервы в текущем году с 0,6% до 0,2% кредитного портфеля в 2011 г. Одновременно мы увеличиваем прогноз credit costs в 2012 г. с 0,4% до 1,2% и в 2013 г. – с 0,6% до 1,6% (что существенно ниже credit costs 2009 г. – 7,3% и 2010 г. – 2,6%).
- Чистый комиссионный доход** – с учетом результатов 1Н11 и прогнозов замедления экономического роста, мы понижаем прогноз роста показателя в 2011 г. с 20% до 15% и в 2012 г. – с 20% до 18%.
- Операционные расходы** – по итогам 1Н11 рост расходов

составил 28,4% к 1Н10. Мы сохраняем прогноз роста показателя на 27% по итогам 2011 г. и в последующие 2 года предполагаем их рост на 14-16% (14-17% в предыдущей модели). Показатель Cost/Income в прогнозном периоде ожидается в диапазоне 45-50% (при целевом диапазоне банка в 40-45%).

Таким образом, **прогноз чистой прибыли** Сбербанка в 2011 г. повышен на 6% (до 287 млрд руб.), на 2012 г. снижен на 19% (до 259 млрд руб.), на 2013 г. снижен на 20% (до 292 млрд руб.). Эти прогнозы основаны на весьма консервативных допущениях, и могут быть скорректированы после того, как прогноз ситуации в мировой и российской экономике станет более определенным.

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб	Изменение, %
2011F	271	288	6%
2012 F	318	259	-19%
2013F	363	22	-20%

7. Мы **повысили прогноз дивидендных выплат** в соответствии с новой дивидендной политикой банка, одобренной 1 августа, предполагающей увеличение коэффициента дивидендных выплат в течение 3-х лет с 12% чистой прибыли по РСБУ (2010 г.) до 20% чистой прибыли по МСФО, а также с заявлением CFO Сбербанка А. Карамзина, что по итогам 2011 г. дивиденды могут составить 15% чистой прибыли банка.

#### Оценка стоимости акций.

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 6%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 20%. Ставка дисконтирования повышена с 13% до 14,0%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	25,959	25,533	25 758	32,391	39,599	44,719	52,416
Чистая прибыль, \$ млн	4,165	3,940	770	5,992	9,899	8,067	9,016
Стоимость капитала, %						14.0%	14.0%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.8. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$52 416 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$91 727млн.

Доходность капитала будущих периодов	20%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.7
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	91,727
Ставка дисконтирования	14,0%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	70,581

Обыкновенные акции, млн.	21,587
Привилегированные акции, млн.	1,0
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	3.12
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	3.45

Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	3.45
Рыночная стоимость 1 об. Акции (29.09.2011 г.)	2.34
Потенциал роста, %	48%
Рекомендация	«По упать»

Таким образом, мы снижаем оценку справедливой стоимости акций Сбербанка с \$4.50 до \$3.45 и подтверждаем рекомендацию «Покупать». Привилегированные акции мы оцениваем с 25%-ным целевым дисконтом к обыкновенным, таким образом, оценка их справедливой стоимости составляет \$2.57, что предполагает 24%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене, рекомендация «Покупать»

По рыночным мультипликаторам (P/E 11E 5.0, P/BV 11E 1.3) акции Сбербанка выглядят привлекательно по отношению к мировым аналогам (для EM среднее значение P/E 11E = 8.5, P/BV 11E = 1.2). На наш взгляд, акции Сбербанка – по-прежнему лучшая комбинация доходности и рисков в российском банковском секторе.

### Прогнозный баланс, млн руб

Баланс, млн. руб.	2008	2009	2010	2011F	2012	2013F
Денежные средства и эквиваленты	803,749	725,521	719,601	773,116	819,020	879,081
Обязательные резервы	7,643	40,72	50,32	96,640	109,203	125,583
Ценные бумаги	493,678	1,064,135	1,823,648	1,642,872	1,638,040	1,758,162
Кредиты, предоставленные другим банкам	2,756	10,219	13,035	28,992	32,61	25,117
Кредиты и авансы клиентам	5,077,882	4,864,031	5,489,387	6 654,330	7,733,108	9,210,803
Основные средства	2 1,478	249,881	283,756	294,750	316,688	339,074
Прочие активы	99,296	150,707	248,568	173,251	271,445	220,483
<b>Итого активы</b>	<b>6,736,482</b>	<b>7,105,066</b>	<b>8,628,527</b>	<b>9,663,950</b>	<b>10,920,264</b>	<b>12,558,303</b>
Банковские кредиты и депозиты	302,539	53,947	188,431	126,249	132,411	152,077
Депозиты частных лиц	3,112,102	3,787,312	4,834,459	5,511,283	6,337,976	7,415,432
Депозиты юрли	1,683,130	1,651,559	1,816,672	1,980,172	2,178,190	2,39,009
Собственные долговые инструменты	138,902	124,599	119,426	277,747	283,739	304,155
Прочие заимствования	159,080	115,23	270,765	185,165	189,159	217,253
Субординированные займы	536,221	519,061	303,513	313,115	313,115	313,115
Прочие обязательства	54,346	74,439	1 8,094	22,849	23,361	64,621
<b>Итого обязательства</b>	<b>5,986,320</b>	<b>6,326,130</b>	<b>7,641,360</b>	<b>8,416,580</b>	<b>9,457,951</b>	<b>10,862,661</b>
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>750,162</b>	<b>778,936</b>	<b>987,167</b>	<b>1,247,370</b>	<b>1,462,313</b>	<b>1,695,642</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб**

	2007	2008	2009	2010	2011 F	201 F	2013F
Процентный доход	428,66	619,952	814,962	795,646	835,894	992,124	1,177,702
Расходы на выплату процентов	-175,905	-241,795	-312,245	-299,825	-285,808	-363,805	-439,774
Чистый процентный доход	252,761	378,157	502,717	495,821	550,086	628,319	737,928
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-17,633	-97,881	-388,932	-153,809	-13,509	-97,614	-144,507
Чистый процентный доход после создания резервов	235,128	280,276	113,85	342,012	536,577	530,704	593,421
Комиссионный доход	65,875	86,194	101,089	23,57	141,818	167,345	200,814
Операционная прибыль	335,513	360,524	259,141	512,754	718,894	740,049	839,235
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-195,764	-221,739	229,277	-282,619	-358,926	-416,354	-474,644
Прибыль до налогообложения	139,79	138,785	29,864	230,135	359,968	323,695	364,591
Налог на прибыль	-33,260	-32,175	-5,468	-48,487	-71,994	-64,739	-72,918
Чистая прибыль	106,489	97,746	24,396	181,648	287,975	2,8956	291,673

**Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы**

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Доходность работающих активов	11.2%	12.0%	13.3%	10.9%	9.8%	10.4%	10.7%
Стоимость фондирования	-4.8%	-4.7%	-5.1%	-4.4%	-3.6%	-4.1%	-4.3%
Чистый процентный спред	6.4%	7.3%	8.1%	6.6%	6.2%	6.3%	6.4%
Чистая процентная маржа	6.6%	7.3%	8.2%	6.8%	6.5%	6.6%	6.7%
ROE	22.1%	15.3%	3.0%	20.6%	25.8%	19.1%	18.5%
ROA	2.5%	1.8%	0.3%	2.3%	3.4%	2.5%	1.9%
Cost/Income	55.4%	48.4%	35.4%	42.4%	49.0%	49.7%	48.2%
P/E	18.5	19.5	99.8	8.4	5.1	6.3	5.6
P/BV	3.0	3.0	3.0	1.6	1.3	1.1	1.0

Источник: данные компании, оценки Совалинк

## VTBR – BUY

**Целевая цена: US\$ 5.6**

**Потенциал роста: 29%**

### Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	22595
Shares Ords mln	10460541	Free Fl at, %	24.5
Shares Pref mln	-	Free Float, \$ mn	5535
Bid Ords, \$	4.20	Of er Ords, \$	4.36

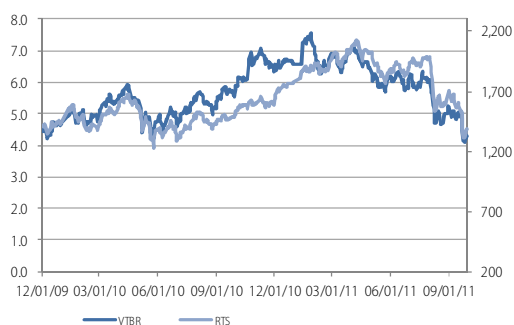
### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	GDR	-17.7%	-39.2%
Relative to RTSI	GDR	-1.3%	-6.1%
Price range, \$			
High	GDR	5.23	6.98
Low	GDR	4.08	4.08

### Financials, 2011E

Assets, \$ mn	156 652	P/E	6.9
Book value, \$ mn	19 082	P/BV	1.2
Net income, \$ mn	3 258	ROE	16.1%

### Динамика стоимости акций (GDR)



Источник: РТС

## ВТБ

Основные изменения в модели:

- Учет консолидации Банка Москвы.** 29 сентября группа ВТБ увеличила долю в капитале банка с 46.48% до 80.51%, что является условием получения кредита на 295 млрд руб от АСВ для санации банка. Таким образом, ВТБ должен будет консолидировать Банк Москвы в финансовой отчетности за 3Q2011 г. (ранее пакет акций Банка Москвы учитывался ВТБ как инвестиции в ассоциированную компанию).

На следующем этапе ВТБ предоставит Банку Москвы дополнительный капитал в размере около 100 млрд рублей, что приведет к консолидации 100% акций Банка Москвы. По плану это должно произойти до конца 2012 г., однако ВТБ выражал намерение завершить этот процесс еще до конца 2011 г.

Получение кредита на 295 млрд руб на 10 лет по льготной ставке 0,51% позволит Банку Москвы отразить в финансовой отчетности за 2011 г. экономический эффект по МСФО в размере 150 млрд руб (примерно на эту же сумму планируется увеличить резервы на выявленные в ходе проверки наиболее проблемные кредиты структурам, связанным с прежним менеджментом БМ, требующие 100% резервирования).

ВТБ оценивал затраты на приобретение 100% Банка Москвы в размере 258 млрд руб, включая уже выплаченные за долю города в БМ 92.8 млрд руб.

По нашим оценкам, приобретение Банка Москвы, а также завершение сделки по приобретению Транскредитбанка в 2013 г. (сейчас ВТБ принадлежит 74,48% банка) позволят ВТБ в среднесрочной перспективе получить синергетический эффект от заметного увеличения рыночной доли, в том числе в весьма привлекательном Московском регионе, расширения клиентской базы и возможностей кросс-продаж, доступа к бюджетным средствам правительства Москвы и участия в инвестиционных программах города.

### 2. Чистая процентная маржа

Мы ожидаем, что чистая процентная маржа банка в 2011-13 гг. будет колебаться в диапазоне 4,5-5% (базовый прогноз 4,7-4,8%).

### 3. Резервирование

Консолидация Банка Москвы будет происходить на основе присоединения кредитного портфеля после формирования провизий (net). Мы ожидаем, что чистый эффект от формирования провизий по проблемным кредитам Банка

Москвы будет близок к нулю с учетом «бумажной» прибыли банка от привлеченного по льготной ставке кредита АСВ (см. выше).

Мы применяем к прогнозированию credit costs общий консервативный подход, предполагая, что в 2011 г. они составят 1,1%, в 2012 г. – 1,4% и в 2013 г. – 1,7%. Этот прогноз предполагает замедление роста экономики и умеренное ухудшение качества кредитных портфелей банковского сектора.

#### 4. **Операционные расходы**

По итогам 1Н11 рост операционных расходов YoY составил 53%, что отражает и эффект от консолидации ТКБ. Мы ожидаем по итогам года рост показателя на 44% (с учетом консолидации Банка Москвы). В последующие 2 года предполагаем замедления роста расходов до 15-18%, однако есть риск превышения этих прогнозов в связи с затратами на интеграцию двух банков.

#### 5. **Чистая прибыль**

Мы прогнозируем чистую прибыль в 2011 г. на уровне 95 млрд руб (прогноз менеджмента был повышен до 100 млрд руб), с постепенным повышением до 121 млрд руб в 2013 г. Эта оценка основана на консервативных допущениях – в случае, если ситуация в российской экономике останется стабильной, банк имеет возможность показать значительно более высокие результаты по прибыли.

#### 6. **Достаточность капитала**

По нашим оценкам, консолидация Банка Москвы позволит ВТБ сохранить достаточность основного капитала не ниже 10% на конец 2011 г.

#### **Оценка стоимости акций.**

Мы оцениваем справедливую стоимость акций ВТБ на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV)  $(P/BV = (ROE - g) / (r - g))$ . При этом мы прогнозируем, что в постпрогнозируемом периоде темп роста (g) составит 6%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 17%. Ставка дисконтирования повышена с 13% до 14,0%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	16,501	13,347	16,96	18,972	19,082	21,371	24,973
Чистая прибыль, \$ млн	1,514	212	-1,881	1,805	3,258	3,570	3,660
Стоимость капитала, %						14.0%	14.0%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.37. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$24 973 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$34 448 млн.

Доходность капитала будущих периодов	17%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.37
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	34,448
Ставка дисконтирования	14%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	26,506

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	0.0025
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	0.0028
Справедливая цена 1 GDR (2000 акций) через 12М, \$	5.59

Итого, Справедливая цена 1 GDR через 12М, \$:	5.59
Рыночная стоимость 1 GDR (28.09.2011 г.)	4.32
Потенциал роста, %	29%
Рекомендация	«Покупать»

**Таким образом, мы снижаем оценку справедливой стоимости GDR ВТБ с \$6.68 до \$5.59, но присваиваем рекомендацию «Покупать».**

В целом мы ожидаем, что активность ВТБ в сфере M&A, так же как и успешное выполнение стратегических планов по развитию инвестбанковского и розничного сегментов приведут к значительному усилению рыночных позиций банка и улучшению финансовых результатов в среднесрочной перспективе. Однако, несмотря на усилия менеджмента по снижению волатильности доходов, бизнес-модель ВТБ ориентирована на существенно больший уровень зависимости от финансовых рынков, чем Сбербанк. К тому же интеграция двух банков из топ-15 означает дополнительные риски в среднесрочном периоде, а в текущих условиях инвесторы предпочитают минимизацию рисков. Поэтому с учетом соотношения ожидаемого потенциала роста и рисков, акции Сбербанка для консервативного инвестора, на наш взгляд, более предпочтительны.

### Прогнозный баланс, млрд руб

Баланс, млрд руб	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Денежные средства и краткосрочные активы	416	260	276	201	337	395
Обязательные резервы	8	24	26	54	74	87
Средства в банках	308	346	350	425	405	434
Кредиты и авансы клиентам	2,556	2,310	2,785	3,696	4,364	5,176
Ценные бумаги	260	401	452	1,022	1,012	1,106
Инвестиции в ассоциированные компании	4	14	16	44	47	50
Основные средства	61	66	113	123	132	150
Инвестиционная недвижимость	4	80	102	124	182	197
Нематериальные активы	11	12	31	30	35	40
Прочие активы	69	99	141	151	160	262
<b>Итого активы</b>	<b>3,697</b>	<b>3,611</b>	<b>4,291</b>	<b>5,869</b>	<b>6,749</b>	<b>7,897</b>
Средства банков	389	287	397	529	787	922
Средства клиентов	1,102	1,569	2,213	3,192	3,675	4,271
Прочие заемные средства	849	471	186	420	444	492
Выпущенные долговые ценные бумаги	560	486	593	668	787	880
Субординированная задолженность	226	195	206	206	206	206
Прочие обязательства	180	98	118	253	152	324
Итого обязательства	3,305	3,106	3,713	5,268	6,050	7,095
<b>Собственные средства</b>	<b>389</b>	<b>505</b>	<b>578</b>	<b>601</b>	<b>699</b>	<b>802</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млрд руб**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Процентные доходы	138	229	374	331	375	518	624
Процентные расходы	-72	-138	-224	-159	-183	-240	-299
Чистый процентный доход	65	113	152	171	198	278	325
Расходы на создание резервов под обесценение кредитного портфеля	-13	-62	-155	-52	-36	-52	-87
Чистый процентный доход после создания резервов	52	52	-3	120	162	226	238
Доходы за вычетом расходов по операциям с ценными бумагами	6	10	-20	15	6	10	17
Комиссионные доходы	16	19	26	29	42	54	68
Комиссионные расходы	-2	-3	-5	-4	-6	-7	-9
Чистый комиссионный доход	14	16	21	25	39	47	59
Доходы за вычетом расходов от переоценки валютных статей и операций с валютой	17	3	14	5	15	10	10
Прочие операционные доходы	6	6	4	6	16	12	12
Чистые непроцентные доходы	44	35	14	48	91	79	98
Операционный доход	95	87	12	167	253	305	336
Расходы на содержание персонала и административные расходы	-50	-67	-76	-95	-137	-162	-184
Прибыль до налогообложения	47	18	-68	71	118	143	152
Налог на прибыль	-8	-13	9	-16	-24	-29	-30
Чистая прибыль	39	5	-60	55	95	115	121

**Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы**

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Доходность работающих активов	8.8%	9.8%	11.5%	9.2%	8.9%	8.9%	9.4%
Стоимость фондирования	-5.7%	-6.1%	-7.3%	-4.8%	-4.2%	-4.4%	-4.7%
Чистый процентный спред	3.2%	3.7%	4.2%	4.4%	4.7%	4.5%	4.7%
Чистая процентная маржа	3.5%	4.9%	4.7%	4.8%	4.7%	4.8%	4.9%
ROE	9.6%	1.4%	-13.3%	10.1%	16.1%	17.6%	16.2%
ROA	1.4%	0.2%	-1.6%	1.4%	1.9%	1.8%	1.7%
Cost/Income	48.4%	45.2%	45.9%	43.4%	47.5%	45.3%	43.6%
P/E	9.3	66.6	n/a	12.2	6.7	6.2	5.9
P/BV	0.9	1.1	1.3	1.2	1.2	1.0	0.9

## VZRZ - Hold

**Целевая цена: US\$ 32**  
**Потенциал роста: 25%**

### Stock data

Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	618
Shares Ords mln	23748694	Free Float, %	40
Shares Pref mln	1294505	Free Float, \$ mn	247
Bid Ords, \$	25.5	Offer Ords, \$	25.6

### Market performance

		1 month	6 months
Abso ute	Ord	-15.9%	-30.8%
Relative to RTSI	Ords	0.5%	2.3%
Price range, \$			
High	Ords	30.9	39.9
Low	Ords	23.8	23.8

### Financials, 2011E

Assets, \$ mn	5802	P/E	11.7
Book value, \$ mn	583	P/BV	1.1
Net income, \$ mn	52	ROE	8.7

### Динамика стоимости акций



Источник: РТС

## Банк «Возрождение»

### Основные изменения в модели:

- Кредитный портфель.** Мы учли сильный рост кредитования в 1H11 (+15%), скорректировав годовой прогноз с 17% до 23% (банк сохраняет консервативный прогноз – до 20%). В то же время рост кредитного портфеля банка носит неравномерный характер и существенно зависит от спроса или погашений кредитов крупными заемщиками. Как показал опыт 2008-10 гг., экономический кризис весьма негативно повлиял на финансовое положение и кредитный спрос со стороны предприятий малого и среднего бизнеса, который является основной клиентской нишей банка. Поэтому, ожидая умеренного ухудшения экономических условий, мы предполагаем замедление роста кредитования до 15% в 2012 г. (прежний прогноз 18%) и до 19% в 2013 г. (прежний прогноз 20%).
- Рост клиентских средств** существенно отстает от наших прежних прогнозов – в условиях сжатия чистой процентной маржи банк старался максимально снизить процентные расходы, резко опуская ставки по депозитам. Это было оправдано при слабом росте кредитования, до тех пор, пока рост кредитного портфеля не позволял довести Loans/Deposits до оптимального уровня. Теперь на фоне рекордно низких депозитных ставок, наблюдается стагнация клиентских средств. Ухудшение ситуации с ликвидностью в сентябре позволяет предположить, что банку для привлечения клиентских средств придется вскоре начать повышение депозитных ставок до более привлекательных уровней. Мы учли это в снижении прогноза роста клиентских средств и повышении стоимости фондирования в 2012-13 гг.
- Чистая процентная маржа.** По итогам 2Q11 банку удалось заметно улучшить показатель чистой процентной маржи, превысив уровень 5%. Мы ожидаем, что с учетом ожидаемого разворота вверх ставок по кредитам и депозитам, банку удастся сохранить чистую процентную маржу вблизи уровня 5% (4,9% в 2011 г., 5-5,2% в 2012-13 гг.). Это значительно ниже, чем в 2007-2009 гг. (7-8%), но существенно лучше, чем в 2010 г. (2,5%). Однако если спрос на кредиты со стороны SME будет слабым, то процентная маржа вновь может оказаться под давлением, поскольку в сегменте крупных заемщиков уровень кредитных ставок определяются крупнейшими банками, для которых фондирование обходится намного дешевле.
- Резервирование.** Политика банка в отношении резервирования отличается высоким консерватизмом – целью является создание провизий, перекрывающих NPL (1d+) на 120-140% (сейчас 109%), в то время как просроченные кредиты, относимые к NPL по стандартной

международной терминологии (90d+), уже перекрываются провизиями более чем на 140%. Качество кредитного портфеля банка в последнее время стабилизировалось – уровень NPL (8,3%) выше, чем у госбанков, и снижение происходило умеренными темпами, поскольку благодаря поддержке государства финансовое положение крупных заемщиков в ходе кризиса пострадало меньше и восстанавливалось быстрее, чем для предприятий SME. На наш взгляд, банк в ближайшие годы сохранит консервативный подход к резервированию, создавая страховку для ухудшения макроситуации и роста доли NPL. В 2011 г. мы ожидаем credit costs на уровне 1,5%, в 2012-13 г. повышаем прогноз показателя с 0,6-0,7% до 1,4-1,8%.

5. **Операционные расходы** – с учетом роста расходов в 1H11 на 21%, мы повышаем годовой прогноз на 2011 г. с 16% до 20%, а в 2012-13 гг. сохраняем его на уровне 14-15%. . Банк продолжает проект повышения операционной эффективности в сотрудничестве с одной из консалтинговых компаний Big 4 (PwC), политика расходов остаются в центре внимания. Существенные результаты ожидаются лишь в следующем году.
6. В результате изменений модели **прогноз чистой прибыли** банка в 2011 г. повышен на 9% (до 1531 млрд руб), прогнозы на 2012-13 гг. снижены на 30-35%. Напомним, новые прогнозы предполагают умеренное ухудшение экономических условий.

	Предьдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб	Изменение, %
2011F	1,402	1,531	9%
2012F	2,962	2,061	-30%
2013F	3,832	2,484	-35%

#### Оценка стоимости акций.

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ( $P/BV = (ROE - g) / (r - g)$ ). Предположения о постпрогнозной рентабельности капитала на уровне 18% и темпе роста в постпрогнозном периоде на уровне 6% сохраняются. Ставка дисконтирования повышается с 14% до 15%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	484	513	539	553	583	625	715
Чистая прибыль, \$ млн	74	126	38	19	53	64	77
Стоимость капитала, %						15.0%	15.0%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.3. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$715 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$954 млн.

Доходность капитала будущих периодов	18%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.3
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	954
Ставка дисконтирования	15%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	721

Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	28.8
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	32.0

Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	32.0
Рыночная стоимость 1 об. Акции (29.09.2011 г.)	25.6
Потенциал роста, %	25%
Рекомендация	Покупать

**Таким образом, мы снижаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций банка «Возрождение» с \$40 до \$32, и 25%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене предполагает рекомендацию «Покупать».** В то же время инвестирование в акции банка можно рекомендовать после снижения уровня неопределенности в отношении экономических прогнозов. Банк сейчас оценивается рынком в 1.1x прогнозного собственного капитала на конец 2011г., однако инвестиционная привлекательность ограничивается низким уровнем рентабельности собственного капитала. При благоприятном экономическом сценарии вполне вероятно его восстановление до 15-20%, при котором справедливая стоимость акций будет заметно выше. Однако в относительно неблагоприятном сценарии, рассмотренном нами, рентабельность в среднесрочном периоде будет оставаться ниже среднего уровня для банковского сектора, **поэтому мы ставим итоговую рекомендацию «Держать».**

**Прогнозный баланс, млн руб**

<b>Баланс, млн руб.</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Денежные средства и эквиваленты	28,490	34,101	32,151	29,244	24,565	23,439
Обязательные резервы	155	868	1,072	2,011	2,252	2,578
Ценные бумаги	11,401	11,068	15,869	16,450	18,424	18,751
Кредиты, предоставленные другим банкам	2,032	6,363	5,860	1,828	4,094	4,688
Кредиты и авансы клиентам	94,575	85,205	104,046	128,629	149,210	177,462
Основные средства	3,234	3,102	3,132	3,290	3,275	3,516
Прочие активы	1,324	4,896	4,028	1,323	2,887	3,955
<b>Итого активы</b>	<b>141,211</b>	<b>145,603</b>	<b>166,158</b>	<b>182,774</b>	<b>204,707</b>	<b>234,389</b>
Банковские кредиты и депозиты	21,360	4,368	7,772	8,220	8,846	9,094
Депозиты частных лиц	51,837	68,564	85,251	88,661	100,187	118,221
Депозиты юрлиц	38,499	44,565	45,083	51,395	56,534	62,753
Собственные долговые инструменты	5,913	6,364	5,794	7,959	8,293	8,671
Прочие заимствования						
Субординированные займы	4,464	4,578	4,293	3,912	3,912	3,912
Синдицированные кредиты	3,337	-	-	-	-	-
Прочие обязательства	736	878	1,105	4,251	6,512	8,845
<b>Итого обязательства</b>	<b>126,146</b>	<b>129,317</b>	<b>149,298</b>	<b>164,398</b>	<b>184,284</b>	<b>211,496</b>
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>15,065</b>	<b>16,286</b>	<b>16,860</b>	<b>18,376</b>	<b>20,423</b>	<b>22,893</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб**

<b>Прибыли и убытки, млн руб.</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Процентный доход	9,745	14,511	16,954	14,138	14,278	17,612	21,213
Расходы на выплату процентов	-4,175	-6,017	-8,628	-8,109	-6,990	-8,886	-10,632
Чистый процентный доход	5,570	8,494	8,326	3,075	7,288	8,726	10,581
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-885	-2,199	-4,752	-1,872	-1,921	-2,098	-2,987
Чистый процентный доход после создания резервов	4,685	6,295	3,574	1,203	5,367	6,628	7,594
Чистый комиссионный доход	3,011	4,128	3,729	3,935	4,663	5,356	6,307
Операционный доход	8,262	11,131	8,244	8,027	10,530	12,485	14,400
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-5,732	-7,029	-6,325	-7,180	-8,616	-9,908	-11,296
Прибыль до налогообложения	2,530	4,102	1,919	726	1,914	2,576	3,105
Налог на прибыль	-626	-965	-702	-145	-383	-515	-621
Чистая прибыль	1,904	3,137	1,217	581	1,531	2,061	2,484

**Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Доходность работающих активов	12.2%	13.9%	15.1%	4.9%	9.6%	10.2%	10.4%
Стоимость фондирования	-5.0%	-5.4%	-6.9%	-5.9%	-4.5%	-5.3%	-5.6%
Чистый процентный спред	7.2%	8.5%	8.2%	-0.9%	5.1%	4.9%	4.9%
Чистая процентная маржа	7.0%	8.1%	7.4%	2.5%	4.9%	5.0%	5.2%
ROE	21.9%	23.3%	7.8%	3.5%	8.7%	10.6%	11.5%
ROA	2.1%	2.5%	0.8%	0.4%	0.9%	1.1%	1.1%
Cost/Income	62.7%	52.7%	48.7%	72.5%	69.2%	67.9%	55.5%
P/E	8.2	5.4	16.1	32.3	11.7	9.6	8.1
P/BV	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

Источник: данные компании, оценки Совалинк

## STBK - BUY

**Целевая цена: US\$ 4.7**

**Потенциал роста: 32%**

### Stock data

Ticker	STBK	M.Cap, \$ mn	1285
Shares Ords '000	282 150	Free Float %	26.3%
Shares Pref '000	20 100	Free Float, \$ mn	338
Shares Pref A'000	65 211		
Bid Ords, \$	3.00	Offer Ords, \$	4.25

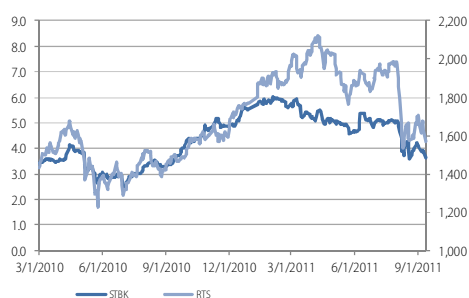
### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-15.3%	-30.8%
Relative to RTSI	Ords	1.2%	2.3%
Price range, \$			
High	Ords	4.21	5.52
Low	Ords	3.57	3.57

### Financials, 2011E

Assets, \$ mn	9804	P/E	5.6
Book value, \$ mn	1090	P/BV	1.2
Net income, \$ mn	227	ROE	20.6%

### Динамика стоимости акций



Источник: РТС

## Банк Санкт-Петербург

### Основные изменения в модели:

1. Рост кредитного портфеля – мы ожидаем в 2011 г. рост на 16%, снижаем прогноз на 2012 г. с 18% до 16%, а на 2013 г. – с 20% до 19%.
2. Чистая процентная маржа – по итогам 1Н11 банку удалось увеличить значение чистой процентной маржи до 5,1% за счет рекордно низкой стоимости фондирования и увеличения доли работающих активов. Мы ожидаем, что во 2Н11 стоимость фондирования начнет расти из-за ухудшения ситуации с ликвидностью и слабого притока клиентских средств, и по итогам года чистая процентная маржа может незначительно снизиться. Однако в 2012-13 гг. это будет компенсировано ростом кредитных ставок, поскольку кредитный портфель банка носит преимущественно краткосрочный характер и его доходность переоценивается относительно быстро. Соответственно, мы ожидаем чистую процентную маржу в районе 5-5,2% в 2012-13 гг.
3. Резервирование – в прежней модели мы предполагали credit costs в 2011 г. на уровне 0,8%, а в 2012-13 гг. – 0,9-1%. Сейчас, с учетом ожиданий более консервативных прогнозов по банковскому сектору в целом, высокой концентрации кредитного портфеля банка и возможного ухудшения ситуации у ряда крупных заемщиков банка в связи с возможным изменением инвестиционных приоритетов новой администрации города, мы повышаем прогноз credit costs на 2011 г. до 1%, а в 2012-13 гг. – до 1,5-1,7%.
4. Операционные расходы – в 1Н11 банк показал неожиданно высокий рост операционных расходов (38% YoY), что частично было обусловлено одновременными факторами. По итогам года мы повышаем прогноз роста расходов с 25% до 30%, что согласуется с ожиданиями менеджмента. В последующие 2 года мы сохраняем прогноз роста расходов на 17-19%.
5. В результате прогноз чистой прибыли на 2011 г. снижается на 2% - до 6,6 млрд руб., в 2012 г. – на 8%, в 2013 г. – на 13%. Ожидаемая рентабельность капитала в 2011 г. превысит 20%, в последующие годы составит 17-18%.

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб	Изменение, %
2011F	6,789	6,654	-2%
2012F	7,450	6,820	-8%
2013F	8,651	7,547	-13%

### 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 снижается с 20% до 19%, темп роста в постпрогножном периоде предполагается на уровне 6%. Ставка дисконтирования повышается с 14% до 15%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	611	640	836	937	1,090	1,222	1,515
Чистая прибыль, \$ млн	79	112	20	136	229	212	233
Стоимость капитала, %						15%	15%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.4 Подставив прогнозное значение BV-2013=\$1515 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$2187 млн.

Доходность капитала будущих периодов	19%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.44
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	2,187
Ставка дисконтирования	15%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	1,654

Обыкновенные акции, млн.	282
Привилегированные акции, млн.	20
Привилегированные акции типа А, млн.	65
Обыкновенные акции допэмиссии, млн	24
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	4.23
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	4.70

Итого, Справедливая цена 1 об акции через 12М, \$:	4.70
Рыночная стоимость 1 акции (15.09.2011 г.)	3.57
Потенциал роста, %	30%
Рекомендация	«Покупать»

Мы оцениваем премию за фиксированную дивидендную доходность по префам типа А на уровне \$0.7 за акцию (при ставке дисконтирования 15.0%). Для справедливой 12-месячной цены обыкновенной акции в \$4.70 за акцию, таким образом, получим оценку справедливой цены привилегированной акции типа А на уровне \$5.41 за акцию.

Итого, Справедливая цена 1 прив. акции типа А через 12М, \$:	5.41
Рыночная стоимость 1 об. Акции (29.09.2011 г.)	4.13
Потенциал роста, %	31%
Рекомендация	«Покупать»

**Таким образом, мы понижаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций БСПб с \$6.43 до \$4.70 за акцию, а для привилегированных акций типа А – с \$6.61 до \$5.41 за акцию, для обоих типов акций рекомендация «Покупать». Дивидендная доходность по привилегированным акциям типа А составляет сейчас около 10% в долларах США, что представляется достаточно привлекательным уровнем.**

По информации «Ведомостей», в ближайшие полгода менеджмент не планирует размещения GDR с листингом в Лондоне (планы разместить 10-15% пакет на 200-250 млн долл озвучивались ранее). Если размещение произойдет в будущем, это повысит ликвидность и free float акций.

Анализ показывает, что рентабельность банка достаточно устойчива к ухудшению внешних условий. Прояснение ситуации с влиянием изменений в региональной администрации на бизнес банка и его основных клиентов могло бы снизить инвестиционные риски и позитивно отразиться на цене акций.

**Прогнозный баланс, млн руб**

<b>Баланс, млн руб.</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Денежные средства и эквиваленты	9,612	36,841	21,419	13,180	15,442	17,450	20,241
Обязательные резервы	1,552	213	1,374	1,671	3,088	3,839	4,453
Ценные бумаги	13,240	5,155	33,711	45,653	52,503	48,859	48,580
Кредиты, предоставленные другим банкам	6,737	19,176	5,867	12,398	9,265	13,960	16,193
Кредиты и авансы клиентам	91,730	144,883	158,200	182,818	213,030	246,843	293,419
Основные средства	3,434	6,947	10,112	11,763	12,354	13,262	14,979
Долгосрочные активы, удерживаемые до погашения	-	2,138	2,138	-	-	-	-
Прочие активы	350	363	784	5,126	3,159	4,779	6,964
<b>Итого активы</b>	<b>126,656</b>	<b>215,715</b>	<b>235,606</b>	<b>272,609</b>	<b>308,842</b>	<b>348,991</b>	<b>404,830</b>
Средства других банков	677	32,320	16,002	11,326	19,764	21,632	28,509
Средства клиентов	88,729	139,824	175,990	191,808	209,755	235,109	266,173
Собственные долговые инструменты	14,013	14,270	8,264	26,647	27,326	31,326	36,326
Прочие заимствования	7,699	9,599	9,621	13,121	12,759	16,759	20,759
Прочие обязательства	534	897	444	1,136	4,897	4,200	4,593
<b>Итого обязательства</b>	<b>111,651</b>	<b>196,911</b>	<b>210,322</b>	<b>244,039</b>	<b>274,501</b>	<b>309,025</b>	<b>356,359</b>
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>15,005</b>	<b>18,805</b>	<b>25,285</b>	<b>28,570</b>	<b>34,341</b>	<b>39,966</b>	<b>48,471</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб**

<b>Прибыли и убытки, млн руб</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Процентные доходы	9,176	19,130	25,598	24,260	25,395	30,677	36,516
Расходы на выплату процентов	-4,508	-9,627	-15,177	-12,235	-12,092	-14,756	-17,569
Чистый процентный доход	4,668	9,503	10,421	12,024	13,303	15,920	18,946
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-1,007	-3,249	-10,512	-5,010	-2,149	-3,726	-5,133
Чистый процентный доход после создания резервов	3,661	6,254	-90	7,014	11,155	12,195	13,814
Чистый комиссионный доход	889	1,386	1,489	1,715	2,047	2,416	2,875
Операционный доход	5,067	7,697	4,534	9,587	14,102	15,410	17,489
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-2,429	-3,852	-3,773	-4,450	-5,785	-6,884	-8,055
Прибыль до налогообложения	2,638	3,845	761	5,137	8,317	8,526	9,434
Налог на прибыль	-629	-1,071	-121	-1,022	-1,663	-1,705	-1,887
Чистая прибыль	2,009	2,774	640	4,115	6,654	6,821	7,547

**Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Доходность работающих активов	11.1%	13.2%	13.2%	10.2%	9.1%	9.7%	10.1%
Стоимость привлечения пассивов	5.4%	6.3%	7.5%	5.4%	4.7%	5.1%	5.4%
Чистый процентный спред	5.7%	7.0%	5.7%	4.8%	4.4%	4.6%	4.7%
Чистая процентная маржа	5.7%	6.6%	5.4%	5.1%	4.8%	5.0%	5.2%
ROE	20.6%	16.4%	2.9%	15.3%	21.2%	18.4%	17.1%
ROA	2.1%	1.6%	0.3%	1.6%	2.3%	2.1%	2.0%
Cost/Income	40%	35%	25%	30%	36%	36%	36%
P/E	12.8	9.0	63.1	9.4	5.6	6.0	5.5
P/BV	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0	0.8

Источник: данные компании, оценки Совлинк

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“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](http://www.sovlink.ru)  
[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

© ООО «СОВЛИНК» 2011.

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.