



Банк «Санкт-Петербург»

Company
Note

BUY

Upside: 24%
Target Price: \$3.59

ПЕРЕСМОТР РЕКОМЕНДАЦИИ

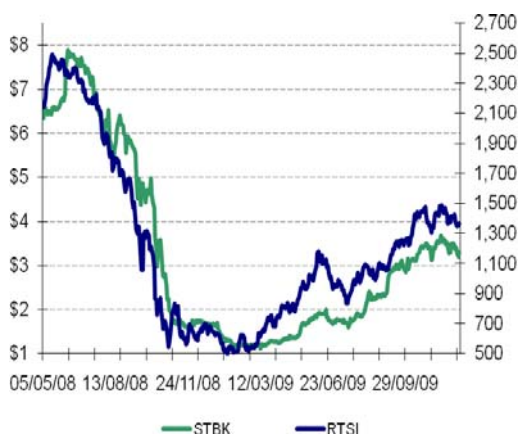
Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	STBK	M.Cap, \$ mn	818
Shares Ords	282,500,000	Free Float, %	16.5%
Shares Prefs	20,100,000	Free Float, \$ mn	135
Shares Prefs A	65,211,000		
Bid Ords, \$	2.86	Offer Ords, \$	2.91
Bid Prefs, \$	0.86	Offer Prefs, \$	0.90
Bid Prefs A, \$	3.11	Offer Prefs A, \$	3.81

Financials, 2009E

Assets, \$ mn	7,848	ROE	1.9%
Book Value, \$ mn	860	P/E	78
Net income, \$ mn	13	P/BV	1.2



Источник: РТС, ММВБ

- Мы пересмотрели справедливую цену и рекомендацию по акциям БСПб в связи с публикацией отчетности 9М09 IFRS и завершением размещения привилегированных акций.

- Банк вышел в прибыль по итогам 3Q09, при этом квартальная прибыль существенно превысила ожидания рынка вследствие увеличения чистой процентной маржи, доходов по финансовым инструментам и жесткого контроля над расходами.

- Мы незначительно корректируем прогноз чистой процентной маржи на 2009 г. – до 5.4% (предыдущий прогноз 5.3%) и сохраняем прежние прогнозы на 2010-2011 гг. – 5.6% и 6.1%. Среднесрочный целевой прогноз менеджмента – 5.5-6%.

- Мы сохраняем прежний прогноз роста кредитного портфеля (gross) в следующем году на 15%, а в 2011 г. – на 18%. Прогноз менеджмента на 2010 г. – рост портфеля на 10-20%.

- Одним из позитивных сюрпризов отчетности стало снижение доли просроченных кредитов в 3Q как результат улучшения платежной дисциплины заемщиков, увеличения объема кредитного портфеля и реструктуризации. Соответственно, наш прогноз доли просроченных кредитов на конец года сокращается с 9.4% до 7.7%. В то же время менеджмент подтверждает прогноз провизий на конец года на уровне 9.5-10%. По его мнению, пик провизий будет достигнут к середине следующего года (около 12%) и его снижение будет происходить в 2010-2011 гг. по мере восстановления «испорченных» активов. Мы корректируем свой прогноз провизий на конец 2009 г. с 9.5% до 9.75%, а на конец 2010 г. – с 11.5% до 11.8%. На конец 2011 г. прогноз остается прежний – 11.2%. Таким образом, отчисления в резервы сократятся с 6.4% в 2009 г. до 3.6% в 2010 и до 1.3% – в 2011 г.

- В модели учтены более высокие, чем ожидалось, результаты 3Q09 по операциям с финансовыми инструментами (прежде всего, трейдинговые доходы по ценным бумагам).

- Банк сохраняет лучшие в российском банковском секторе показатели контроля над расходами. Мы корректируем ожидаемое значение показателя за 2009 г. с 27-28% до 26%, а на 2010-2011 гг. – до 32% и 35%, соответственно. В дальнейшем банк планирует постепенно довести Cost/Income до среднесрочного целевого уровня 35-40%.

- В итоге прогнозы чистой прибыли на 2009-2011 гг. пересмотрены в сторону повышения. Прогноз показателя на 2009 г. повышен на 84%, на 2010 – на 4%, на 2011 г. – на 11%.

- Наша 12-месячная оценка справедливой стоимости обыкновенных акций повышена с \$3.50 до \$3.59, рекомендация – «Покупать».** Исходя из нашего прогноза, акции БСПб оцениваются рынком по P/E 2010 на уровне 11.7 и по показателю P/BV 2010 на уровне 1.2, что выглядит достаточно привлекательно по отношению к рыночным аналогам. Кроме того, **мы оцениваем 12-мес справедливую стоимость привилегированных акций типа А на уровне \$4.16** с учетом премии за дивидендную доходность и 25%-ного дисконта в стоимости привилегированных акций по отношению к обыкновенным, **рекомендация «Покупать».** Основные риски связаны с отраслевой структурой кредитного портфеля и с восстановлением кредитоспособности реструктурированных ссуд.



Мы пересмотрели справедливую цену и рекомендацию по акциям БСПб в связи с публикацией отчетности 9M09 IFRS и завершением размещения привилегированных акций.

Изменения отражают следующие факты:

1. Банк вышел в прибыль по итогам 3Q09, при этом квартальная прибыль существенно превысила ожидания рынка вследствие увеличения чистой процентной маржи, доходов по финансовым инструментам и жесткого контроля над расходами. Менеджмент считает, что показатель маржи вернулся в среднесрочный устойчивый диапазон – 5.5-6%.

Мы незначительно корректируем прогноз чистой процентной маржи на 2009 г. – до 5.4% (предыдущий прогноз 5.3%) и сохраняем прежние прогнозы на 2010-2011 гг. - 5.6% и 6.1%.

2. Рост кредитного портфеля. Наметившийся рост кредитного портфеля (gross) на 2.6% в 3Q (5.7% с начала года) соответствует нашим ожиданиям 8%-ного роста портфеля в 2009 г. На будущий год менеджмент прогнозирует рост портфеля на 10-20%.

Мы сохраняем прежний прогноз роста кредитного портфеля (gross) в следующем году на 15%, а в 2011 г. – на 18%. Это предполагает использование привлеченного в ходе размещения «префов» собственного капитала (почти \$200 млн), приток клиентских средств и возможные заимствования на долговом рынке.

3. Провизии и просроченные кредиты. Одним из позитивных сюрпризов отчетности стало снижение доли просроченных кредитов в 3Q как результат улучшения платежной дисциплины заемщиков, увеличения объема кредитного портфеля и реструктуризации. Соответственно, наш прогноз доли просроченных кредитов на конец года сокращается с 9.4% до 7.7%. В то же время менеджмент подтверждает прогноз провизий на конец года на уровне 9.5-10% (ранее 9.5%). По его мнению, пик провизий будет достигнут к середине следующего года (около 12%) и его снижение будет происходить в 2010-2011 гг. по мере восстановления «испорченных» активов.

Мы корректируем свой прогноз провизий на конец 2009 г. с 9.5% до 9.75%, а на конец 2010 г. - с 11.5% до 11.8%. На конец 2011 г. прогноз остается прежний – 11.2%. Таким образом, отчисления в резервы сократятся с 6.4% в 2009 г. до 3.6% в 2010 и до 1.3% - в 2011 г.

4. Комиссионные доходы. Несмотря на кризис, банку удастся увеличивать комиссионные доходы, однако темпы роста отстают от наших ожиданий. С учетом данных за 9M09, мы скорректировали их в сторону снижения на 2009-2011 гг.
5. Прочие операционные доходы – в модели учтены более высокие, чем ожидалось, результаты 3Q09 по операциям с финансовыми инструментами (прежде всего, трейдинговые доходы по ценным бумагам).
6. Операционные расходы. Банк сохраняет лучшие в российском банковском секторе показатели контроля над расходами (Cost/Income по итогам 3Q 25.3%, по итогам 9M – 24.1%). Мы корректируем ожидаемое значение показателя за 2009 г. с 27-28% до 26%.

В дальнейшем банк планирует постепенно повышать расходы на персонал, ИТ, развитие сети и довести Cost/Income до среднесрочного целевого уровня 35-40%, что соответствует предположениям нашей модели. Однако на ближайшие 2 года, с учетом данных за 9M09, мы корректируем показатели Cost/Income в сторону снижения, ожидая, что среднесрочные целевые показатели будут достигнуты позже 2011 г. Новые прогнозные значения показателя – 32% в 2010 г. и 35% - в 2011.



Итог: Прогнозы чистой прибыли на 2009-2011 гг. пересмотрены в сторону повышения. Прогноз показателя на 2009 г. повышен на 84%, на 2010 – на 4%, на 2011 г. – на 11%.

Табл. 1 Прогнозы чистой прибыли, млн руб.

2009 новый	2009 предыдущий	2010 новый	2010 предыдущий	2011 новый	2011 предыдущий
426	232	2,688	2,588	6,955	6,248

Источник – прогнозы ИК Совлинк

В модели учтены итоги размещения привилегированных акций типа А с фиксированной дивидендной доходностью. Из максимального объема 73.95 млн акций было размещено 65.21 млн. по цене \$3.056 за акцию. Таким образом, банк увеличил собственный капитал на \$199 млн. Привилегированные акции типа А допущены к торгам на ММВБ и в РТС.

Оценка справедливой стоимости обыкновенных акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE-g) / (r-g)$). Параметры модели не изменились - мы прогнозируем, что в постпрогнозном периоде рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 20%, темп роста составит 6%, ставку дисконтирования принимаем равной 15.5%.

	2007	2008	2009п	2010п	2011п
Акционерный капитал, млн долл	611	640	860	880	1,035
Чистая прибыль	79	112	13	89	215
Стоимость собственного капитала				15.5%	15.5%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2011 равным 1.47. Подставив прогнозное значение BV-2011=\$1035 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2011 г. P-2011=\$1525 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2011	1.47
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2011), \$ млн.	1,035
Ставка дисконтирования	15.5
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2009 г., \$ млн	1,143
Обыкновенные акции после допэмиссии, млн.	282.2
Привилегированные акции, млн.	20.1
Привилегированные акции типа А, млн	65.21
Всего акций, млн.	367
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2009, \$	3.11
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	3.59
Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	3.59
Рыночная стоимость 1 об. Акции (28.12.2009 г.)	2.90
Потенциал роста, %	23.8%
Рекомендация	«Покупать»



Таким образом, мы пересматриваем оценку **12-месячной целевой цены обыкновенных акций БСПб с \$3.5 до \$3.6, рекомендация «Покупать».**

Основные риски связаны с отраслевой структурой кредитного портфеля (высокая доля недвижимости, торговли, тяжелого машиностроения) и с восстановлением кредитоспособности реструктурированных ссуд.

Оценка справедливой стоимости привилегированных акций типа А.

Исходя из параметров акций (цена размещения \$3.056 за акцию, ежегодный дивиденд по ставке 13.5% от цены размещения в долларах в течение 2009-2012 гг.) и предстоящей конвертации по курсу 1:1 в мае 2013 г., мы предполагаем, что верхняя граница стоимости привилегированных акций должна превышать стоимость обыкновенных на дисконтированный объем дивидендных выплат за 4 года (2009-2012 гг.). Таким образом, премия за дивидендную доходность при ставке дисконтирования 15.5% составит \$1.95 за акцию. Применяя 25%-ный дисконт привилегированных акций к обыкновенным, учтем характерный для нашего рынка «штраф» за отсутствие голосующих прав по «префам». Дополнительный дисконт за неликвидность привилегированных акций в данном случае вряд ли уместен, поскольку объем выпуска составляет почти 18% всего уставного капитала, мажоритарные акционеры в размещении практически не участвовали, выпуск размещен среди институциональных инвесторов и торгуется на двух крупнейших российских фондовых биржах.

Для справедливой 12-месячной цены обыкновенной акции в \$3.59 за акцию, таким образом, получим оценку справедливой цены привилегированной акции типа А на уровне \$4.16 за акцию.

Итого, Справедливая цена 1 прив. акции через 12М, \$:	4.16
Рыночная стоимость 1 об. Акции (28.12.2009 г.)	3.49
Потенциал роста, %	19.1%
Рекомендация	«Покупать»

Таким образом, мы оцениваем **12-месячную целевую цену привилегированных акций БСПб типа А на уровне \$4.16, рекомендация «Покупать».**

Риски инвестирования в привилегированные акции состоят в отсутствии у эмитента явных обязательств по начислению дивидендов (в этом случае акции приобретают право голоса).

Исходя из нашего прогноза, акции БСПб оцениваются рынком по P/E 2010 на уровне 11.7 и по показателю P/BV 2010 на уровне 1.2, что выглядит достаточно привлекательно по отношению к рыночным аналогам.



Приложение 1.

Прогнозы финансовых показателей Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

	2006	2007	2008	2009П	2010П	2011П
Процентный доход	4,365	9,176	19,130	25,495	26,353	28,932
Расходы на выплату процентов	(1,650)	(4,508)	(9,627)	(15,279)	(14,269)	(13,782)
Чистый процентный доход	2,715	4,668	9,503	10,215	12,084	15,150
Резервы на покрытие убытков по кредитам	(484)	(1,007)	(3,249)	(10,029)	(6,218)	(2,651)
Чистый процентный доход после создания резервов	2,231	3,661	6,254	186	5,866	12,500
Чистый комиссионный доход	575	889	1,386	1,532	1,769	2,078
Операционный доход	3,097	5,067	7,697	4,244	7,871	14,814
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	(1,528)	(2,429)	(3,852)	(3,711)	(4,509)	(6,113)
Прибыль до налогообложения	1,569	2,638	3,845	533	3,363	8,701
Налог на прибыль	(376)	(629)	(1,071)	(107)	(673)	(1,740)
Чистая прибыль	1,193	2,009	2,774	426	2,690	6,961

Источник – данные компании, прогнозы Совлинка

Прогнозный баланс, млн руб

	2006	2007	2008	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и эквиваленты	8,757	9,612	36,841	27,311	19,664	19,443
Обязательные резервы	773	1,552	213	1,593	1,966	2,222
Ценные бумаги	7,525	13,240	5,155	25,035	25,072	24,998
Кредиты, предоставленные другим банкам	1,854	6,737	19,176	13,656	19,664	19,443
Кредиты и авансы клиентам	39,705	91,730	144,883	146,911	165,110	196,155
Основные средства	1,618	3,434	6,947	9,559	9,832	10,277
Долгосрочные активы, удерживаемые до погашения			2,138	2,138	5,198	4,159
Прочие активы	423	350	363	3,529	4,493	5,218
Итого активы	60,655	126,656	215,715	227,595	245,802	277,756
Средства банков	768	677	32,320	30,397	24,005	21,895
Средства клиентов	44,752	88,729	139,824	153,117	173,942	199,513
Собственные долговые инструменты	7,025	14,013	14,270	5,247	6,547	7,298
Прочие заимствования	3,267	7,699	9,599	13,217	13,093	13,624
Прочие обязательства	261	534	897	667	638	948
Итого обязательства	56,073	111,651	196,911	202,646	218,224	243,278
Итого акционерный капитал	4,507	15,005	18,805	24,949	27,578	34,478

Источник – данные компании, прогнозы Совлинка

Прогноз финансовых коэффициентов

	2006	2007	2008	2009П	2010П	2011П
P/E	18.6	10.4	7.3	77.9	11.7	4.9
P/BV	4.8	1.3	1.3	1.2	1.2	1.0
ROE	30.5%	20.6%	16.4%	1.9%	10.2%	22.4%
ROA	2.6%	2.1%	1.6%	0.2%	1.1%	2.7%
Cost/Income	43%	40%	35%	26%	32%	35%
Провизии / Кредиты	3.9%	2.7%	3.9%	9.8%	11.8%	11.2%
Рентабельность доходных активов	11.8%	11.1%	13.2%	13.5%	12.2%	11.6%
Стоимость привлечения пассивов	-3.9%	-5.4%	-6.3%	-7.7%	-6.8%	-6.0%
Чистый процентный спред	7.9%	5.7%	7.0%	5.9%	5.4%	5.6%
Чистая процентная маржа	7.1%	5.7%	6.6%	5.4%	5.6%	6.1%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Рекомендации по ценным бумагам

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

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300
Факс: + 7 495 967 1311

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия**
www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2010г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке 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. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов 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 силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. 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.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, 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 эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.