



SOVLINK

YOUR FIRST CALL – FOR THE SECOND TIER

Апрель 14, 2010

# Банк «Санкт-Петербург»

Company  
Note

**Покупать**

**Потенциал роста: 18.6%**

**Целевая цена: \$4.73**

**Аналитик: Ольга Беленькая**

belenkaya@sovlink.ru

## Stock data

Ticker	STBK, STBKP	M.Cap, \$ mn	1439
Shares Ords	282,150,000	Free Float, %	24.7%
Shares Prefs	20,100,000	Free Float, \$ mn	355
Shares Prefs A	65,211,000		
Bid Ords, \$	3.81	Offer Ords, \$	4.16
Bid Prefs, \$	0.85	Offer Prefs, \$	0.93
Bid Prefs A, \$	4.36	Offer Prefs A, \$	4.57

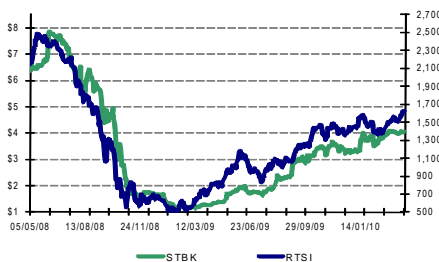
## Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	11.5%	52.2%
Relative to RTSI	Ords	4.1%	36.8%
Price range, \$			
High	Ords	3.99	3.99
Low	Ords	3.45	2.62

## Financials, 2010E

Assets, \$ mn	9,030	ROE	11.4
Book Value, \$ mn	986	P/E	13.7
Net income, \$ mn	104	P/BV	1.4

## Динамика акций БСПб относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

## ПЕРЕСМОТР РЕКОМЕНДАЦИИ

- По итогам отчетности БСПб (2009 г., МСФО) и телеконференции мы скорректировали нашу модель оценки, отразив в ней новые прогнозы в отношении ключевых показателей на 2010-2011 г. Также мы пролонгировали горизонт прогнозирования до 2012 г.
- Повышение чистой процентной маржи (NIM) продолжается уже 2 квартала подряд, вопреки общерыночному тренду. Это объясняется несколькими факторами – успехи банка в наращивании кредитного портфеля, короткая структура пассивов, возврат наиболее дорогостоящих средств ЦБ. Мы сохраняем прогноз NIM в 2010 г. на уровне 5.6%, на 2011-2012 гг. – 5.5-6%. В то же время основной риск 2010 г связан с рыночной тенденцией к досрочному погашению кредитов, в результате чего переоценка кредитных ставок происходит гораздо быстрее, чем можно было бы ожидать по графику. В более отдаленной перспективе риском для NIM при более быстрой переоценке пассивов может стать разворот рыночных процентных ставок в сторону повышения.
- Несмотря на слабую конъюнктуру рынка, мы считаем реалистичным план руководства по увеличению кредитного портфеля в 2010 г. на 15%. С учетом укрепления конкурентных позиций БСПб на региональном рынке и повышения уровня достаточности капитала, опережающий рост бизнеса и повышение рыночной доли вполне вероятны.
- Несмотря на резкое замедление роста просроченных кредитов, банк планирует сохранять отчисления в резервы в ближайшие 2-3 квартала на уровне 2-2.5 млрд руб. Это связано с опасениями, что до 30-40% реструктурированных проблемных кредитов (7.1%) может превратиться в неработающие. Мы полагаем, что в этом году доля провизий достигнет пика (11.3% кредитного портфеля) и будет постепенно снижаться в 2011-2012 гг., в благоприятном случае возможен и роспуск резервов. Основные риски связаны с восстановлением кредитоспособности заемщиков банка и возвратностью реструктурированных кредитов.
- Банк планирует сохранять эффективный контроль над расходами, но не столь жесткий, как в 2009 г. Целевым уровнем Cost/Income на этот год является 30-35% (против 25% в этом году).
- Изменения в модели привели к пересмотру прогноза чистой прибыли – в 2010 г. с 2688 до 3061 млн руб., в 2011 г. с 6955 до 7804 млн руб.
- Наша оценка справедливой стоимости обыкновенных акций БСПб повышена с \$3.59 до \$4.73 за акцию, рекомендация «Покупать». Оценка справедливой стоимости привилегированных акций типа А повышена с \$4.16 до \$5.01, рекомендация «Держать».
- По ожидаемым рыночным мультипликаторам-2010 (P/E 13.7, P/BV 1.4) акции БСПб выглядят достаточно привлекательно по сравнению с рыночными аналогами.

Tel.: +7 495 967 1300

Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru



По итогам отчетности БСПб (2009 г., МСФО) и телеконференции мы скорректировали нашу модель оценки, отразив в ней новые прогнозы в отношении ключевых показателей на 2010-2011 г. Также мы пролонгировали горизонт прогнозирования до 2012 г.

## **Изменения отражают следующие факты:**

### **1. Чистая процентная маржа**

Повышение чистой процентной маржи (NIM) продолжается уже 2 квартала подряд, вопреки общерыночному тренду (Возрождение, Сбербанк). На наш взгляд, это объясняется способностью банка абсорбировать мощный приток клиентских средств в заметное увеличение кредитного портфеля (по итогам года его рост составил 15.5%, что заметно опережает показатели других банков). Соответственно, увеличение в структуре активов наиболее доходной статьи – кредитов – позволяет противостоять давлению снижающихся кредитных ставок. Второй позитивный для чистой процентной маржи фактор – преобладание в структуре обязательств относительно коротких корпоративных средств, что позволяет при общем рыночном снижении процентных ставок переоценивать пассивы быстрее, чем активы.

Банк ожидает сохранения чистой процентной маржи в 1Н10 в диапазоне 5.5-6%, чувствует себя достаточно уверенно в отношении устойчивости этого показателя, несмотря на давление снижающихся кредитных ставок. С начала года снижение кредитных ставок составило 100-200 б.п. и средняя ставка для корпоративных заемщиков составляет сейчас 14-15%. В дальнейшем банк ожидает продолжения снижения кредитных ставок, но считает, что структура баланса с короткими пассивами позволит защитить NIM.

Мы сохраняем прогноз NIM в 2010 г. на уровне 5.6%, на 2011-2012 гг. закладываем консервативный диапазон 5.5-6%. В то же время основной риск 2010 г., на наш взгляд, связан с рыночной тенденцией к досрочному погашению кредитов вследствие быстрого снижения рыночных ставок, в результате чего переоценка кредитных ставок происходит гораздо быстрее, чем можно было бы ожидать по графику. В более отдаленной перспективе риском для NIM при более быстрой переоценке пассивов может стать разворот рыночных процентных ставок в сторону повышения вследствие завершения антикризисных мер поддержки.

### **2. Рост кредитного портфеля.**

Как мы уже показывали, результат 2009 г. оказался весьма впечатляющим. В 2010 г. менеджмент предполагает рост примерно на 15%, причем основной рост ожидается к концу года. Хотя с учетом ожиданий других банков и фактической стагнации кредитных портфелей (единственный позитивный сюрприз – мартовский рост кредитования на 1.5%) этот прогноз представляется нам слишком оптимистичным, мы принимаем его за основу. БСПб и до кризиса рос, значительно опережая рынок. Теперь, с учетом укрепления конкурентных позиций на региональном рынке и повышения уровня достаточности капитала, опережающий рост бизнеса и повышение рыночной доли тем более вероятны.

В 2011-2012 гг. мы ожидаем годовой рост портфеля в районе 15-18%. Рост кредитования будет поддерживаться как притоком клиентских средств (в 2009 г. коэффициент Loans/Deposits упал со 103% до 89%), так и рыночными заимствованиями (13 апреля банк разместил биржевые бонды на 5 млрд руб с переподпиской в 3.7 раза).

Основной риск для роста портфеля – слабый спрос на кредиты со стороны реального сектора, крупные досрочные погашения.

### **3. Провизии и неработающие кредиты**

По итогам 4Q09 у банка резко замедлился рост неработающих кредитов, доля NPL составила 7.4%, что является лучшим результатом для отчитавшихся публичных банков. Однако банк сохранял консервативный подход к резервированию, увеличив долю провизий до 9.1% кредитного портфеля (коэффициент покрытия 123%). В 4Q отчисления в резервы составили 2.7 млрд руб или 6.6% кредитного портфеля.



Банк планирует сохранять отчисления в ближайшие 2-3 квартала на уровне 2-2.5 млрд руб в квартал. Это связано с опасениями, что часть реструктурированных проблемных кредитов (7.1%) может превратиться в неработающие (по мнению менеджмента, до 30-40%).

Мы полагаем, что в этом году доля провизий достигнет пика (11.3% кредитного портфеля) и будет постепенно снижаться в 2011-2012 гг. Отчисления в резервы сократятся с 6.5% в 2009 г. до 3.6% в 2010, и 1-0.7% - в последующие 2 года (в благоприятном случае возможен и роспуск резервов).

Основные риски связаны с восстановлением кредитоспособности заемщиков банка. Отраслевая структура кредитного портфеля остается сложной – 22.7% приходится на строительство и недвижимость, 17.8% - на тяжелое машиностроение и судостроение. Поскольку эти сектора испытали наиболее серьезное давление в ходе рецессии, и их восстановление затягивается, это вызывает вопросы в отношении возможности своевременного погашения реструктурированных кредитов.

#### 4. Комиссионные доходы

По итогам 2009 г. чистый комиссионный доход увеличился на 7%. По мере восстановления экономики в 2010-2012 гг. мы ожидаем ускорения роста комиссионных доходов до 10-15%.

#### 5. Доходы от трейдинга

В 2009 г. доходы от операций с валютой и ценными бумагами составили почти 2/3 операционного дохода банка. Это объяснялось как аномально благоприятной конъюнктурой финансовых рынков, так и резким сжатием основных доходов. По мнению менеджмента, стандартная доля доходов от трейдинга – 10-15%.

Наши прогнозы еще консервативнее – в 2010-2012 гг. мы ожидаем, что доля трейдинговых доходов не выйдет за пределы 10%.

#### 6. Операционные расходы

Банк планирует сохранять эффективный контроль над расходами, но не столь жесткий, как в 2009 г. Это связано с необходимостью стратегических инвестиций, с умеренным давлением зарплат (ожидаемый рост в 2010 г. – в пределах инфляции). Целевым уровнем Cost/Income на этот год является 30-35% (против 25% в этом году).

Прогноз менеджмента по расходам совпадает с нашими ожиданиями.

Итак, с учетом изменений, мы корректируем **прогноз чистой прибыли** на ближайшие годы, продлевая его на 2012 г.:

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб
2010F	2688	3061
2011F	6955	7804
2012F	-	9286

В 2010 г., по нашим оценкам, рентабельность капитала составит 11% против 2.9% в 2009 г. В 2011 г. мы предполагаем рентабельность капитала около 24%, с последующим выходом на долгосрочный прогнозный уровень (20%+).

**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 постпрогнозный период рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 20%, темп роста составит 6%, ставку дисконтирования принимаем равной 15.5%.

	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
Акционерный капитал, млн долл	611	640	836	986	1,221	1,509
Чистая прибыль	79	112	20	104	268	312
Стоимость собственного капитала					15.5%	15.5%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2012 равным 1.47. Подставив прогнозное значение BV-2012=\$1509 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2012 г. P-2012=\$2223 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2012	1.47
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	2,223
Ставка дисконтирования	15.5
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн</b>	<b>1,665</b>
Обыкновенные акции после допэмиссии, млн.	282.2
Привилегированные акции, млн.	20.1
Привилегированные акции типа А, млн	65.21
Всего акций, млн.	367
<b>Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$</b>	<b>4.53</b>
<b>Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$</b>	<b>4.73</b>
Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	4.73
Рыночная стоимость 1 об. Акции (12.04.2010 г.)	3.99
Потенциал роста, %	18.6%
Рекомендация	«Покупать»

Таким образом, мы пересматриваем оценку **12-месячной целевой цены обыкновенных акций БСПб с \$3.59 до \$4.73, рекомендация «Покупать».**

**Оценка справедливой стоимости привилегированных акций типа А.**

Мы сохраняем оценку премии за дивидендную доходность по префам типа А на уровне \$1.95 за акцию (при ставке дисконтирования 15.5%). Также сохраняем 25%-ный дисконт привилегированных акций к обыкновенным, учтем характерный для нашего рынка «штраф» за отсутствие голосующих прав по «префам». Для справедливой 12-месячной цены обыкновенной акции в \$4.73 за акцию, таким образом, получим оценку справедливой цены привилегированной акции типа А на уровне \$5.01 за акцию.

Итого, Справедливая цена 1 прив. акции через 12М, \$:	<b>5.01</b>
Рыночная стоимость 1 об. Акции (12.04.2010 г.)	<b>4.53</b>
Потенциал роста, %	<b>10.6%</b>
Рекомендация	<b>«Держать»</b>

Таким образом, мы повышаем **12-месячную целевую цену привилегированных акций БСПб типа А с \$4.16 до \$5.01, рекомендация «Держать».**

Исходя из нашего прогноза, акции БСПб оцениваются рынком по P/E 2010 на уровне 13.7 и по показателю P/BV 2010 на уровне 1.4, что выглядит достаточно привлекательно по отношению к рыночным аналогам. По прогнозным показателям 2011 г. (P/E 5.8, P/BV 1.2) акции банка оценены еще более привлекательно.



## 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)**

©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.