

Авторы отчета:

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

БСПб, пересмотр прогнозов

ПОКУПАТЬ
Целевая цена: US\$ 4.96
Потенциал роста: 22%
Stock data

Ticker	STBK	M.Cap, \$ mn	1466
Shares Ords '000	282 150	Free Float, %	24.7
Shares Pref '000	20 100	Free Float, \$ mn	362
Shares Pref A'000	65 211		
Bid Ords, \$	4.02	Offer Ords, \$	4.15

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	24.2%	17.1%
Relative to RTSI	Ords	19.8%	21.4%
Price range, \$			
High	Ords	4.08	4.13
Low	Ords	3.26	2.48

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	8948	P/E	14.1
Book value, \$ mn	958	P/BV	1.5
Net income, \$ mn	104	ROE	11.6%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

STBK

- Мы скорректировали прогнозные показатели и оценку справедливой стоимости акций БСПб на основе финансовых результатов за 1H10 МСФО и телеконференции.

- Основные изменения связаны с сокращением прогнозных отчислений в провизии в 2010 г. с 4.2% до 3.5% кредитного портфеля. Поводом для пересмотра стало улучшение качества кредитного портфеля во 2Q, позволившее банку резко сократить затраты на резервирование. Менеджмент считает, что пик проблемных кредитов пройден и возврата к прежним уровням резервирования уже не будет.

- Мы закладываем в модель более жесткие предположения по чистой процентной марже, ожидая ее сохранения в диапазоне 5-5.5% в 2010-11 гг. и выход на уровень 5.6% в 2012. Это достаточно комфортный диапазон для банка, в то же время прежний прогноз предполагал уровень не ниже 5.5%.

- Прогноз роста кредитного портфеля на 13% по итогам 2010 г. предполагает существенное ускорение динамики во 2H10, что подтверждается предварительными данными менеджмента за 3Q.

- Прогноз роста операционных расходов в 2010-12 гг. повышен, наиболее существенное повышение ожидается в 2010 г. (с 11% до 17%). В то же время ожидаемый показатель эффективности расходов Cost/Income ожидается в прогнозном периоде на уровне 30-35%, что является очень хорошим результатом для российских банков.

- Наши прогнозы подтверждают предположения менеджмента о достижимости ROE > 10% в 2010 г. и более 20% в 2011 г. Из 4 крупнейших публичных банков это лучший результат после Сбербанка. Основа успеха – способность сохранить стабильный уровень чистой процентной маржи и контроль над расходами.

- Мы повышаем оценку 12-месячной справедливой стоимости обыкновенных акций БСПб с **\$4.74 до \$4.96**, сохраняем рекомендацию «**Покупать**». Для привилегированных акций типа А оценка справедливой стоимости повышается с **\$5.02 до \$5.49 с сохранением рекомендации «Покупать»**. Основным фактором повышения справедливой стоимости стало сокращение ставки дисконтирования с 15.5% до 15%, что отражает увеличение рыночной ликвидности акций банка и сокращение специфических кредитных рисков.

- По прогнозным рыночным мультипликаторам 2011 г. (P/BV 1.3, P/E 6.0) БСПб остается наиболее привлекательным среди 4 крупнейших публичных российских банков. В то же время за последний месяц его акции стали лидерами роста в секторе (+24%), отражая позитивную реакцию рынка на финансовые результаты по МСФО.

Изменения в модели

1. Рост кредитного портфеля

Несмотря на стагнацию портфеля в 1H10 (рост +1.8%), оценки менеджмента ситуации во 2H10 подтверждают возможность роста портфеля на 10-15% в 2010 г. Так, в 3Q менеджмент ожидает увеличение кредитного портфеля на 5-6%, а в 4Q надеется на сезонное ускорение роста.

Мы незначительно повышаем прогноз роста кредитного портфеля в 2010 г. – с 12% до 13%. В 2011-12 гг. прогнозные темпы роста повышаются с 15-17% до 16-18%.

2. Качество кредитного портфеля и провизии

Основные изменения в модели связаны с неожиданным улучшением качества кредитного портфеля во 2Q (снижение доли просроченных кредитов с 8.6% до 7.1%, сокращение доли проблемных кредитов с 15% до 14%). Менеджмент считает, что пик проблемных кредитов уже пройден. Это позволило кардинально пересмотреть оценку необходимых отчислений на резервирование. Так, во 2Q отчисления были снижены с 6.3% кредитного портфеля до 2.7%, и руководство банка не ожидает возврата к прежним уровням резервирования.

С учетом этих изменений, мы пересмотрели прогноз по резервам на 2010 г. (ожидаем сохранения cost of risk до конца года на уровне 2Q). Это означает снижение прогноза отчислений в резервы с 4.2% кредитного портфеля (7.8 млрд руб) до 3.5% (6.5 млрд руб). На 2011-12 гг. мы сохраняем базовый прогноз cost of risk на уровне 1.2-1.3% кредитного портфеля, допуская в более благоприятном варианте возможность чистого роспуска резервов.

3. Чистая процентная маржа

Чистая процентная маржа (NIM) банка оказалась достаточно устойчива к резкому снижению кредитных ставок, поскольку банку удавалось достаточно быстро переоценивать и стоимость фондирования. По состоянию на середину 2010 г. процентные ставки по кредитам и депозитам банка в целом вернулись на докризисный уровень. Менеджмент ожидает, что, хотя возможно дальнейшее умеренное снижение кредитных ставок в 3Q10, маржа будет оставаться стабильной (по нашим расчетам, 5.5% во 2Q10). Снижение кредитных ставок должно компенсироваться ростом кредитного портфеля и продолжающимся замещением дорогих депозитов более дешевыми. Кроме того, сейчас соотношение кредиты/депозиты у банка составляет лишь 92%, что позволяет увеличить объем рыночных заимствований по относительно низким ставкам (зарегистрированы выпуски биржевых облигаций на общую сумму в 15 млрд руб, из них выпуск на 5 млрд руб размещен 27 сентября по ставке 7.5%).

Тем не менее, учитывая продолжающееся давление банковской конкуренции на кредитные ставки (в том числе августовское снижение Сбербанком ставок по кредитам), мы закладываем в модель более жесткие предположения по чистой процентной марже, ожидая ее сохранения в диапазоне 5-5.5% в 2010-11 гг. и выход на уровень 5.6% в 2012. Это достаточно комфортный диапазон для банка, в то же время прежний прогноз предполагал уровень не ниже 5.5%. Мы предполагаем, что минимальный уровень маржи будет пройден во 2H10, однако при возможном развороте процентных ставок вверх влияние этого процесса

Основные изменения в модели связаны с пересмотром уровня отчислений в резервы в 2010 г., исходя из улучшения качества кредитного портфеля во 2Q и предположений о прохождении пика проблемных кредитов.

Новый прогноз чистой процентной маржи в 2010-11 гг. (5-5.5%) несколько жестче предыдущего, но достаточно комфортен для банка

на NIM может быть менее благоприятным, чем для банков, у которых стоимость фондирования переоценивается медленнее (Сбербанк, Возрождение).

4. Операционные расходы

С учетом значительного ускорения роста операционных расходов во 2Q10 (+28% r 2Q09 и 16.5% 1H10/1H09) мы повысили годовой прогноз по расходам. Ранее менеджмент предполагал рост расходов по итогам года на 10%, однако в ходе телеконференции признал, что стоит ожидать более активного повышения (15-20%). Ускорение роста операционных расходов главным образом связано с завершением периода кризисного сжатия расходов и перехода к стадии инвестирования (IT, поддержание филиальной сети). В 4Q можно ожидать сезонного пика операционных расходов, в том числе и вследствие бонусов сотрудникам, привязанных к показателям прибыли. В будущем году планируется переезд головного офиса банка, что также потребует увеличения инвестиций.

Прогноз роста операционных расходов в 2010 г. повышен с 11% до 17%, в 2010-12 гг. мы ожидаем Cost/Income в диапазоне 30-35%, что является очень хорошим уровнем для российских банков

Мы повышаем годовой прогноз операционных расходов в 2010 г. с 11% до 17%, незначительно повышаем прогноз на 2011-12 гг. Мы ожидаем Cost/Income на уровне 30-35% в 2010-12 гг. По показателю эффективности расходов БСПб остается далеко впереди других публичных российских банков.

5. Прогноз роста кредитного портфеля

Наш прогноз роста кредитного портфеля в 2010 г. повышен с 12% до 13%, несмотря на слабый рост в 1H10 (1.8%) и сокращение на 0.5% во 2Q. Оптимистичный прогноз на 2H10 связан с высказываниями менеджмента на телеконференции об ожидаемом росте портфеля на 5-6% в 3Q и вероятном сезонном ускорении спроса на кредиты в 4Q.

По данным РСБУ, рост кредитного портфеля с 1.07.10 по 1.09.10 составил 6.9%, в сентябре банк также ожидает умеренный прирост портфеля. Менеджмент сохраняет годовой прогноз роста кредитного портфеля на 10-15%.

В 2011-12 гг. мы ожидаем рост портфеля в среднем на 16-18% в год.

6. Рентабельность капитала

Менеджмент ожидает двузначной рентабельности капитала во 2H10 (1P10: 8.9%) и возврата ROE в диапазон 20-25% уже с 2011 г. Наш прогноз предполагает, что в 2010 г. банк может получить ROE на уровне 11.6%, а в 2011-12 гг. – более 20%. Из четверки крупнейших банков, по которым у нас есть рекомендации, это лучший результат после Сбербанка (по «Возрождению» рентабельность выше 20% ожидается не ранее 2012 г., по ВТБ – за пределами 2012 г.). Преимуществами БСПб, как ожидается, станут стабильный уровень чистой процентной маржи и лучшие в секторе показатели контроля над расходами.

Наши прогнозы подтверждают предположения менеджмента о достижимости ROE > 10% в 2010 г. и более 20% в 2011 г. Из 4 крупнейших публичных банков это лучший результат после Сбербанка.

Чистая прибыль

Таким образом, мы незначительно пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка на 2010-2012 гг. Прогноз прибыли 2010 г. повышен на 2% (с 2985 млн руб до 3050 млн руб). Положительный эффект от сокращения отчислений в провизии частично компенсирован повышением прогноза операционных расходов и сокращением

прогноза доходов по операциям с финансовыми инструментами.

Прогноз прибыли на 2011 г. снижен на 4% (до 7006 млн руб), прогноз на 2012 г. снижен на 5% до 8230 млн руб). Снижение прогнозов прибыли в 2011-12 гг. объясняется повышением прогноза операционных расходов и более жесткими предположениями по чистой процентной марже.

Прогноз чистой прибыли в 2010 г. повышен на 2%. Положительный эффект от сокращения отчислений в провизии частично компенсирован повышением прогноза операционных расходов и сокращением прогноза доходов по операциям с финансовыми инструментами. Прогнозы прибыли в 2011-12 гг. снижены на 4-5%.

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб	Изменение, %
2010F	2,985	3,050	2%
2011F	7,331	7,006	-4%
2012F	8,646	8,230	-5%

Оценка стоимости акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE - g) / (r - g)$). Как и прежде, мы прогнозируем, что в постпрогнозном периоде рентабельность акционерного капитала (ROE) составит 20%, темп роста составит 6%. В то же время мы снижаем ставку дисконтирования с 15.5% до 15% (для банка «Возрождение» ставка дисконтирования составляет 14%). На наш взгляд, снижение ставки дисконтирования логично с учетом увеличения ликвидности акций банка и сокращения специфических рисков эмитента (в частности, несмотря на высокую концентрацию кредитного портфеля, банк прошел пик кредитного кризиса с относительно неплохими результатами).

Ставка дисконтирования снижена с 15.5% до 15%, отражая увеличение рыночной ликвидности акций банка и сокращение специфических кредитных рисков

	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
Акционерный капитал, \$млн	611	640	836	958	1,142	1,395
Чистая прибыль, \$ млн	79	112	20	104	241	277
Стоимость капитала, %					15%	15%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2012 равным 1.56. Подставив прогнозное значение BV-2012=\$1395 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2012 г. P-2012=\$2170 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2012	1.56
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	2,170
Ставка дисконтирования	15%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010 г., \$ млн	1,641

Обыкновенные акции, млн.	282
Привилегированные акции, млн.	20
Привилегированные акции типа А, млн.	65
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010, \$	4.47
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	4.96

Итого, Справедливая цена 1 об акции через 12М, \$:	4.96
Рыночная стоимость 1 акции (28.09.2010 г.)	4.08
Потенциал роста, %	22%
Рекомендация	«Покупать»

Мы оцениваем премию за дивидендную доходность по префам типа А на уровне \$1.13 за акцию (при ставке дисконтирования 15.0%). При этом мы сокращаем оценку дисконта привилегированных акций к обыкновенным с 25% (оценка на момент их размещения) до 10% (на сентябрь 2011 г.), учитывая приближение срока конвертации «префов» в «обычку» с коэффициентом 1:1 (май 2013). Для справедливой 12-месячной цены обыкновенной акции в \$4.96 за акцию, таким образом, получим оценку справедливой цены привилегированной акции типа А на уровне \$5.49 за акцию.

Итого, Справедливая цена 1 прив. акции типа А через 12М, \$:	5.49
Рыночная стоимость 1 об. Акции (28.09.2010 г.)	4.66
Потенциал роста, %	18%
Рекомендация	«Покупать»

Мы повышаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций с \$4.74 до \$4.96, рекомендация «Покупать»

Таким образом, мы повышаем **оценку справедливой стоимости обыкновенных акций через 12 месяцев с \$4.74 до \$4.96 за акцию** и сохраняем рекомендацию «Покупать».

Оценка справедливой стоимости **привилегированных акций типа А повышается с \$5.02 до \$5.49 за акцию, с сохранением рекомендации «Покупать».**

По прогнозным рыночным мультипликаторам 2011 г. P/BV 1.3 и P/E 6.0 БСПб по-прежнему выглядит наиболее инвестиционно привлекательным среди четверки крупнейших публичных российских банков. В то же время за последний месяц акции БСПб стали лидерами роста (+24%), отражая позитивную реакцию рынка на финансовые результаты по МСФО.

Прогнозный баланс, млн руб

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Денежные средства и эквиваленты	9,612	36,841	21,419	23,113	20,134	22,953
Обязательные резервы	1,552	213	1,374	1,541	2,301	2,951
Ценные бумаги	13,240	5,155	33,711	38,522	40,268	36,069
Кредиты, предоставленные другим банкам	6,737	19,176	5,867	5,907	8,629	9,837
Кредиты и авансы клиентам	91,730	144,883	158,200	174,643	203,346	241,565
Основные средства	3,434	6,947	10,112	11,942	11,505	12,460
Долгосрочные активы, удерживаемые до погашения	-	2,138	2,138	1,924	1,924	1,924
Прочие активы	350	363	784	1,144	1,445	2,062
Итого активы	126,656	215,715	235,606	256,811	287,628	327,896
Средства других банков	677	32,320	16,002	19,493	22,342	25,111
Средства клиентов	88,729	139,824	175,990	176,821	198,785	225,617
Собственные долговые инструменты	14,013	14,270	8,264	22,316	29,316	32,316
Прочие заимствования	7,699	9,599	9,621	10,319	2,826	1,656
Прочие обязательства	534	897	444	383	619	648
Итого обязательства	111,651	196,911	210,322	229,333	253,888	285,348
Итого акционерный капитал	15,005	18,805	25,285	27,478	33,740	42,548

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

Прибыли и убытки, млн руб	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Процентные доходы	9,176	19,130	25,598	24,761	28,048	32,501
Расходы на выплату процентов	-4,508	-9,627	-15,177	-12,764	-14,058	-15,998
Чистый процентный доход	4,668	9,503	10,421	11,996	13,991	16,504
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-1,007	-3,249	-10,512	-6,483	-2,776	-2,862
Чистый процентный доход после создания резервов	3,661	6,254	-90	5,514	11,215	13,642
Чистый комиссионный доход	889	1,386	1,489	1,634	1,840	2,109
Операционный доход	5,067	7,697	4,534	8,227	14,055	16,751
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-2,429	-3,852	-3,773	-4,415	-5,298	-6,463
Прибыль до налогообложения	2,638	3,845	761	3,813	8,758	10,288
Налог на прибыль	-629	-1,071	-121	-763	-1,752	-2,058
Чистая прибыль	2,009	2,774	640	3,050	7,006	8,230

Прогнозные финансовые коэффициенты

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Доходность работающих активов	11.1%	13.2%	13.2%	10.9%	10.8%	11.0%
Стоимость привлечения пассивов	5.4%	6.3%	7.5%	5.8%	6.0%	6.5%
Чистый процентный спред	5.7%	7.0%	5.7%	5.1%	4.8%	4.5%
Чистая процентная маржа	5.7%	6.6%	5.4%	5.3%	5.4%	5.6%
ROE	20.6%	16.4%	2.9%	11.6%	22.9%	21.8%
ROA	2.1%	1.6%	0.3%	1.2%	2.6%	2.7%
Cost/Income	40%	35%	25%	30%	31%	33%
P/E	14.7	10.3	72.0	14.1	6.0	5.3
P/BV	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	1.0

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

©2008г., 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.