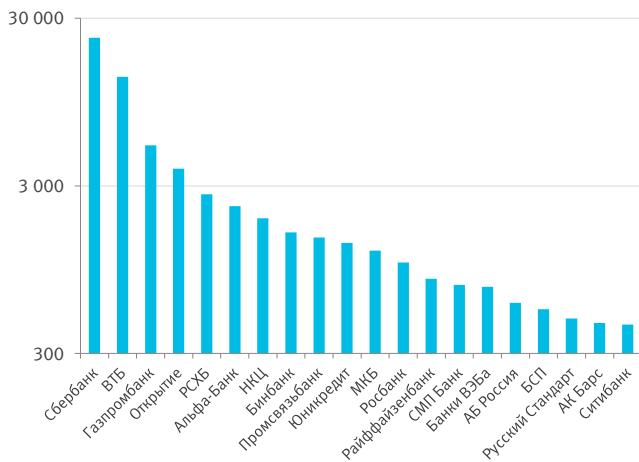


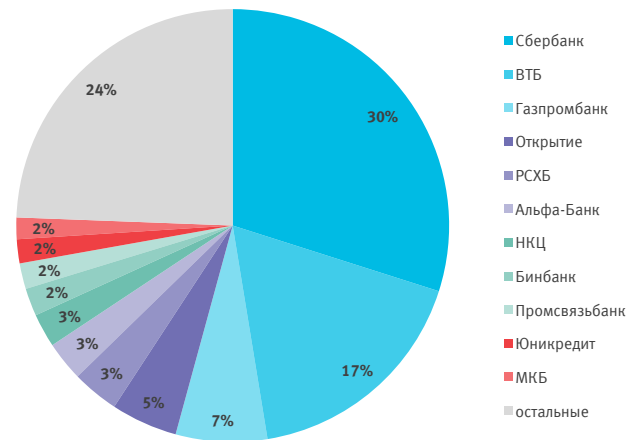
Все последние годы российский банковский сектор находился под сильным давлением. Замедление темпов роста экономики, начавшееся в 2012 году, переросло в рецессию. А падение цен на нефть и финансовые санкции привели к обвалу курса российской национальной валюты. На декабрь 2014 года пришелся пик финансового кризиса в России, во время которого курс USD/RUB показал двукратный рост к летним значениям, а Банку России пришлось резко взвинтить базовую ставку 7-дневного РЕПО до 17,0%.

Между тем, пик кризиса декабря 2014 года стал новой отправной точкой для российской банковской системы. Некоторые банки были санированы, в других прошли слияния/поглощения, а государство запустило программу докапитализации банков посредством внесения в капитал ОФЗ общим объемом 1 трлн рублей (подробнее в нашей стратегии от 01.07.15 «В ожидании ФРС: Россия – тотальная докапитализация»). В сочетании с западными финансовыми санкциями против российских госбанков и госкомпаний это косвенным образом немного усилило позиции на российском рынке частных банков.

Суммарные российские активы банковских групп, млрд рублей (log шкала)



Доли крупнейших банков и банковских групп в активах банковской системы



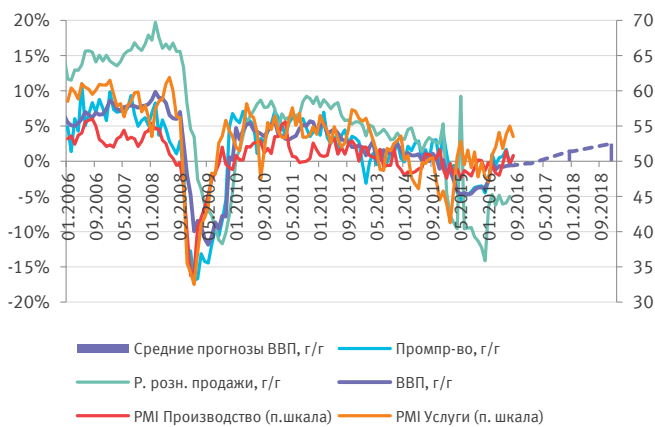
Источники: РА Эксперт, расчеты «Открытие Брокер»

Источники: РА Эксперт, расчеты «Открытие Брокер»

В январе 2015 года Банк России запустил цикл снижения базовой ставки, что стало глотком кислорода для российской промышленности и банковского сектора. Тем самым денежный регулятор дал понять, что худшее в финансах уже пройдено, и не стоит ждать дальнейшего роста инфляции. Действительно, уже в феврале-марте 2015 года инфляция в России показала максимальные годовые темпы роста, после чего началось ее снижение. Уже в начале прошлого года был зафиксирован рост корпоративного кредитования, а также неплохо пережившего кризис рынок ипотечных кредитов.

В то же время российская экономика продолжала падать, достигнув максимальных темпов снижения лишь по итогам 2-го квартала 2015 года. При этом за первой волной падения реальных (за вычетом инфляции) доходов населения весной последовала вторая осенняя волна с падением к концу 2015 года реальных доходов и реальных розничных продаж на 10-15% г/г. Как следствие рынок розничных кредитов начал нащупывать «дно» только в конце прошлого года.

Российская экономика готовится к выходу из рецессии



Источники: Росстат, Markit, расчеты «Открытие Брокер»

Ожидаемое снижение инфляции будет способствовать росту банковского сектора



Источники: Reuters, Банк России, Росстат, расчеты «Открытие Брокер»

Сейчас же уже можно говорить о том, что российская экономика готовится к выходу из рецессии. Настроения менеджеров по закупкам (PMI) в промышленности и сфере услуг демонстрируют максимальные значения за последние годы. Наблюдается хоть пока

и слабый, но рост промышленного производства, стабилизация доходов населения и розничных продаж. Во втором квартале текущего года ВВП снизился лишь на -0,6% г/г при максимальных -4,5% г/г по итогам 2-го квартала 2015 года, и уже во втором полугодии можно надеяться на переход поквартальных значений ВВП к положительным значениям.

В условиях ожидаемого выхода экономики из рецессии, ожидающегося продолжительного снижения инфляции и базовой ставки можно надеяться на заметное улучшение финансовых показателей российских банков. При этом также можно рассчитывать на то, что банки, участвующие в программе докапитализации ОФЗ, в соответствии с требованиями будут ограничивать затраты на оплату труда менеджерам при стабильном усилении кредитной активности.

В настоящее время доля внутренних кредитов в ВВП России составляет лишь около 50% ВВП, в то время как во всех развитых и крупных развивающихся странах эта доля составляет 75-100% и более, дохода до 260% в Японии. В связи с этим можно говорить, что российскому кредитному рынку еще далеко до своих пределов, и сектор может сохранять быстрые темпы роста в ближайшие годы, а ставка инвесторов на динамично растущие банки будет оправданной.

Еще одна тенденция, которая, безусловно, будет доминировать в среде банков – продолжение консолидации сектора. Еще в 2002 году тогдашний председатель Банка России Сергей Игнатьев заявил, что банковский сектор будет укрупняться. Этот процесс ускорился после прихода к управлению центральным банком Эльвиры Набиуллиной и активизации борьбы с «серыми» схемами. В результате уже сейчас можно говорить, что почти весь приток и отток капитала в России проходит по легальным каналам. Тем не менее, около 1/5 всех российских малых банков неэффективно используют свой капитал, и можно ожидать, что общее количество банков в России в ближайшие годы продолжит снижаться.

Учитывая все представленные тенденции, мы провели оперативный анализ деятельности крупнейших российских публичных банков, чьи акции и депозитарные расписки торгуются на Московской бирже и Лондонской фондовой бирже (LSE), с тем, чтобы выделить из них наиболее интересные инвестиционные истории.

### Показатели российских публичных банков по итогам 2Q2016 (МСФО)

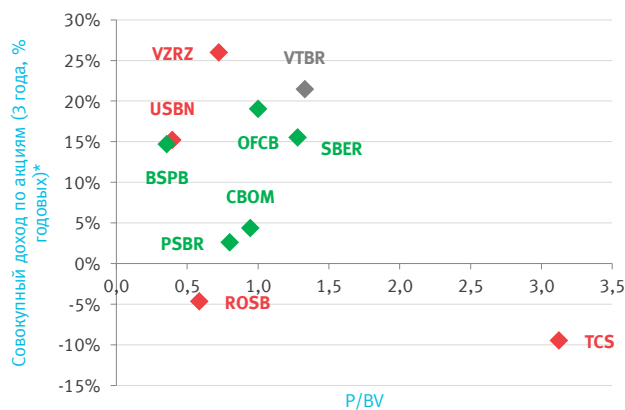
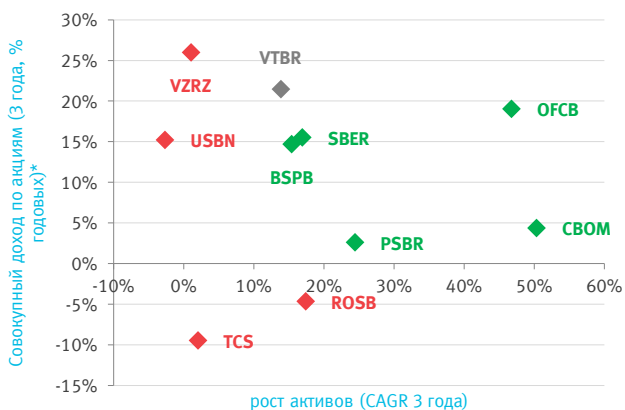
	Капитализация млрд RUB	Активы млрд RUB		Кредитный портфель млрд RUB		ROE	P/B	P/E	NIM	NPL	Дневной оборот ММВБ LSE млн RUB	Индекс	Рекомендация	
		2Q2016	CAGR 3Y	2Q2016	CAGR 3Y								среднесрок	долгосрочная
Сбербанк	3 327	25 794	16,9%	19 221	17,9%	20,2%	1,3	6,3	5,5%	4,9%	14 698	PTC	Держать	Покупать
ВТБ*	967	12 334	13,9%	9 363	18,4%	2,8%	1,3	27,3	3,7%	7,1%	1 598	PTC	Держать	Покупать
ФК Открытие	211	3 088	46,8%	2 368	49,1%	5,7%	1	19,7	4,3%	6,1%	1	---	Покупать	Покупать
МКБ	93	1 222	50,3%	621	47,5%	10,3%	0,9	9,2	3,5%	5,0%	22	PTC	Покупать	Покупать
TCS Group	78	153	24,4%	111	16,1%	36,6%	3,1	8,5	29,3%	10,9%	39	---	Продавать	Покупать
Промсвязьбанк	73	1 185	17,4%	873	18,7%	3,7%	0,8	21,6	2,3%	7,5%	2	---	Покупать	Держать
Росбанк	70	885	2,0%	651	-0,2%	Отр	0,6	Отр	2,6%	12,1%	0	---	Продавать	Продавать
Уралсиб	25	398	-2,7%	183	-13,5%	6,6%	0,4	6,0	3,3%	н/д	1	---	Продавать	Продавать
БСП	21	575	15,4%	369	11,1%	6,8%	0,4	5,3	4,0%	6,5%	8	PTC-2	Покупать	Покупать
Возрождение**	16	223	1,0%	177	0,7%	4,6%	0,7	15,9	4,2%	11,9%	1	PTC-2	Продавать	Продавать

\* – отношение рыночной капитализации к собственному капиталу (P/B) рассчитано с учетом числящихся в собственном капитале вечных облигаций и доли привилегированных акций класса «А»

\*\* – банк публикует данные NPL, исходя из однодневной просрочки по кредитам, в то время как все остальные банки указывают просрочку 90 дней и более

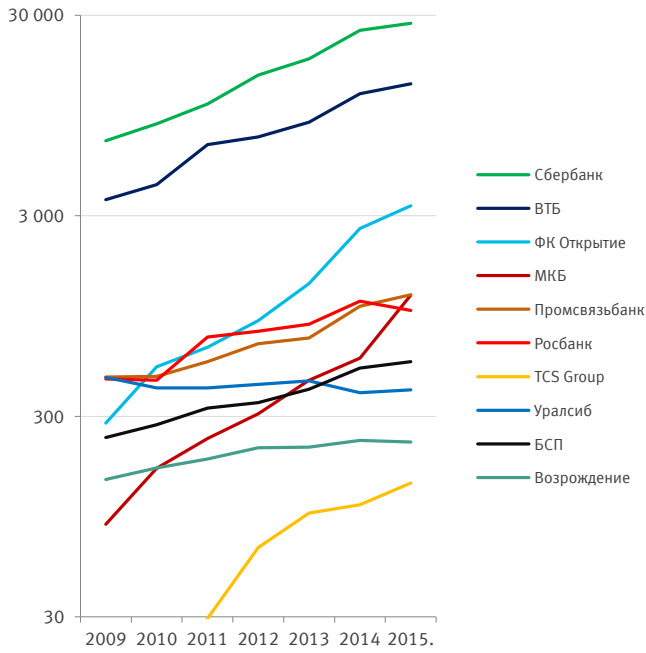
Среди быстрорастущих банков, способных резко расширять свою долю на рынке, наше внимание в первую очередь привлекли депозитарные расписки TCS Group Holding (долгосрочный интерес, среднесрочно дорого), а также акции банков ФК Открытие и МКБ, продемонстрировавших максимальные темпы роста активов за последние 3 года (CAGR 3Y). В среднесрочной перспективе интерес для инвесторов могут также представлять акции Промсвязьбанка. В то же время с позиций консервативных инвесторов, покупающих компании стоимости, наиболее интересными, на наш взгляд, могут являться акции Банка Санкт-Петербург, торгующиеся по отношению рыночной капитализации к собственному капиталу (P/BV) на уровне 0,4. Акции флагмана рынка – Сбербанка – традиционно являются наиболее привлекательными для крупных институциональных инвесторов как в России, так и за рубежом, хотя, на наш взгляд, локально они уже стоят совсем не дешево.

Ниже мы постарались более подробно остановиться на каждом банке, для того, чтобы в максимально лаконичной форме дать характеристику перспектив его бизнеса и акций.



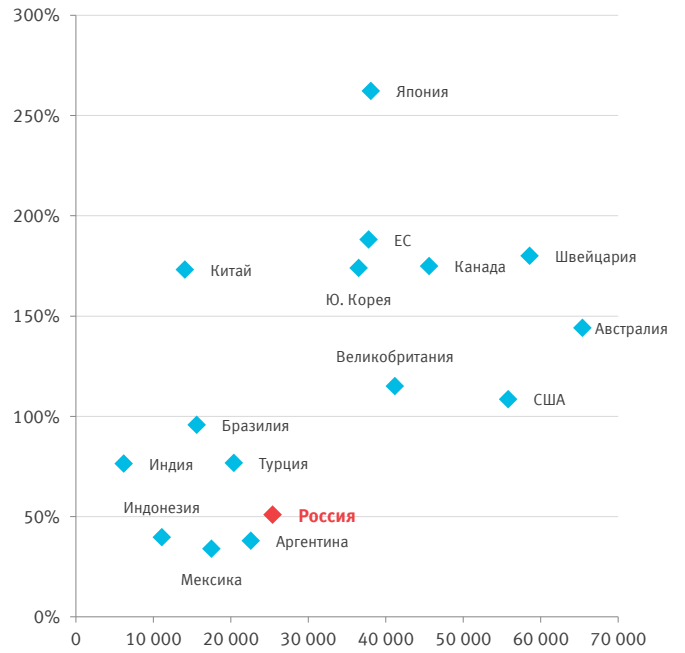
Источники: Данные банков, Reuters, расчеты «Открытие Брокер»; \* – акции Промсвязьбанка и МКБ торгуются на Московской бирже менее 3 лет

Динамика активов публичных банков, млрд рублей (log шкала)



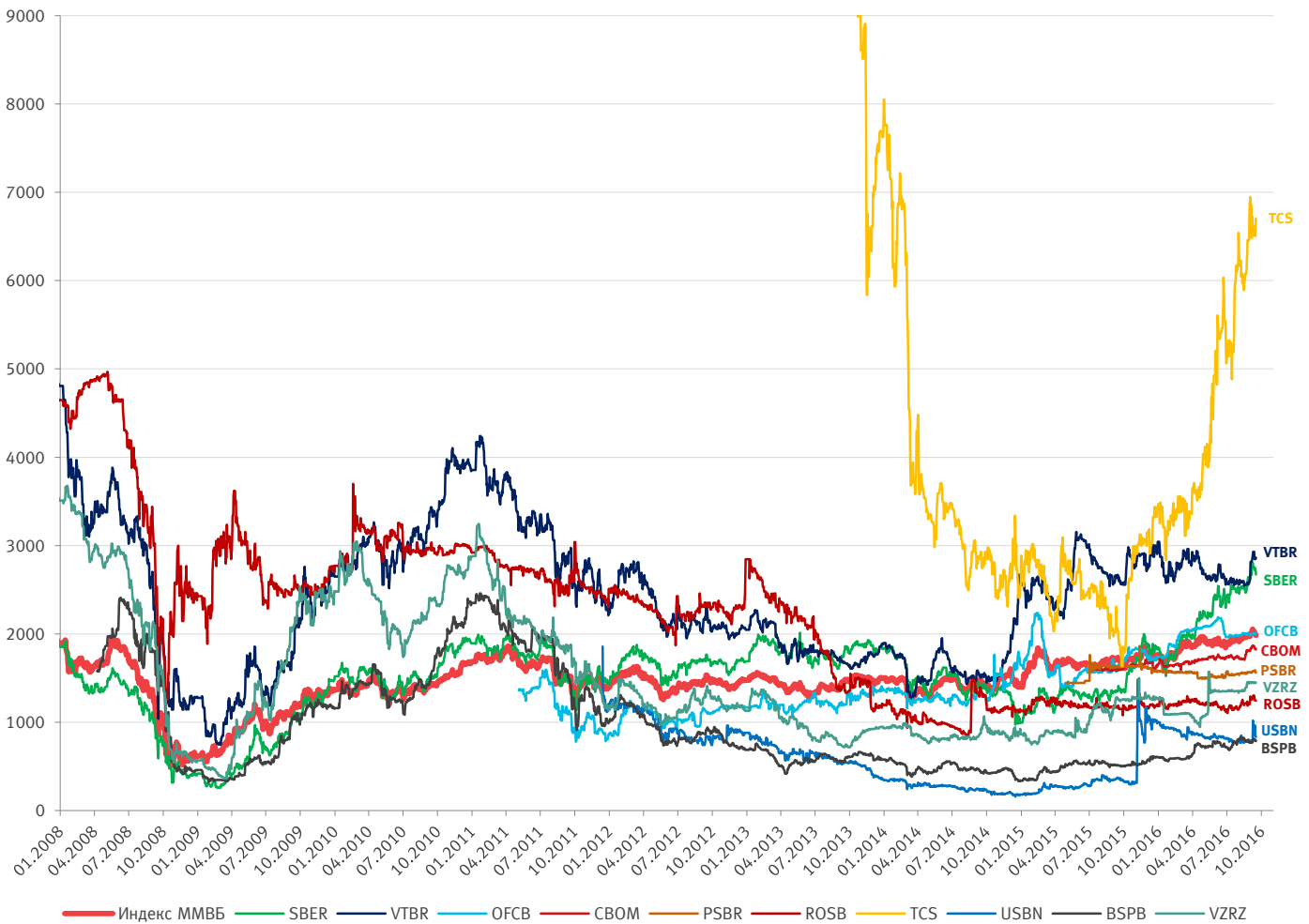
Источники: Данные банков, расчеты «Открытие Брокер»

ВВП на душу населения (ППС, долларов США) и доля внутренних кредитов в ВВП

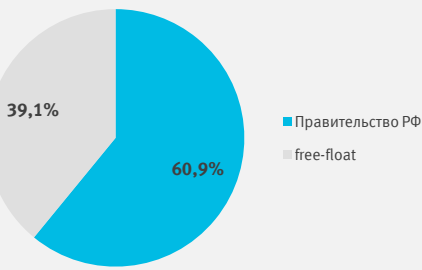
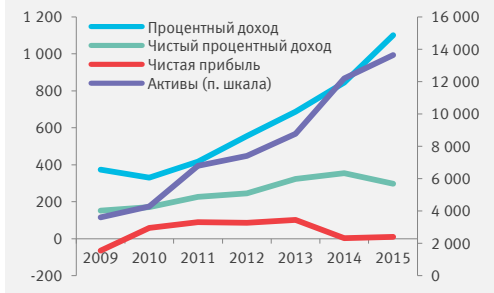
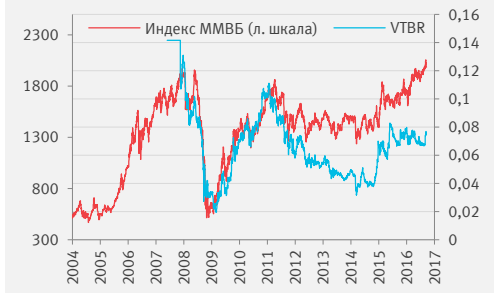
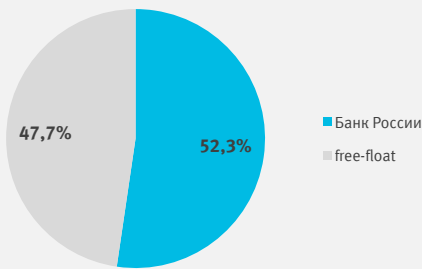
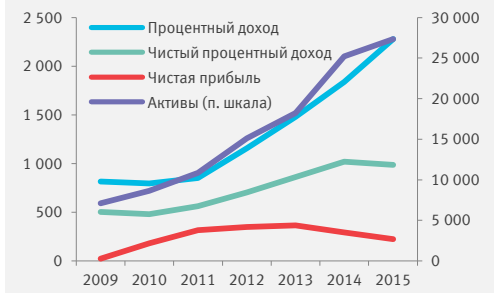
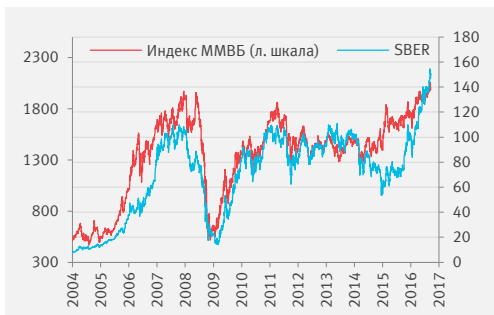


Источники: CIA, расчеты «Открытие Брокер»

Цены акций банков приведенные к индексу ММВБ по последнему P/VV (рублевый базис)



Источники: Reuters, данные банков, расчеты «Открытие Брокер»



### Сбербанк

Цена: RUB147,0	Капитализация: RUB3,3 трлн	Активы: RUB25,8 трлн
МОЕХ: SBER	Рекомендации: Среднесрочная – Держать; Долгосрочная – Покупать	

Сбербанк России – крупнейший российский банк с государственным участием. На банк приходится около 30% активов банковской системы, 46% частных вкладов, 39% всех выданных населению кредитов. Размер, близость к государству, охват филиальной сети населения и надежная история позволяют Сбербанку работать с более высоким уровнем чистой процентной маржи (NIM=5,5%). При этом депозит в Сбербанке пусть и под более низкий процент считается наиболее надежным вложением средств массовых инвесторов. Кроме того, банк под руководством Германа Грефа динамично развивает новые технологичные направления (например, Яндекс.Деньги). В то же время размер банка и участие государства могут являться также и ограничительными факторами – антимонопольные органы могут быть вполне закономерно недовольны в случае усиления и без того высокой доли Сбербанка на рынке, а введенные против российских госбанков санкции ограничивают внешнее финансирование.

Акции Сбербанка торгуются на Московской бирже и LSE. Из-за крупного размера эмитента и большого free-float (47,7%) акции Сбербанк АО занимают максимальные веса в индексах ММВБ/РТС наряду с Газпромом и ЛУКОЙЛОМ.

В октябре прошлого года Сбербанк заявил, что прошел пик формирования резервов на возможные потери по кредитам, и начал их постепенное расформирование. В результате прибыль банка начала расти более активными темпами, позволив закрыть первое полугодие с рентабельностью капитала ROE на уровне 20,2%.

Банковский бизнес Сбербанка традиционно выглядит сильно. Уже по итогам 2016 года банк может получить рекордную чистую прибыль в рублях. Проблема в том, что рынок уже оценил все эти вещи, а потому в моменте акции Сбербанка стоят не дешево, если не сказать, что дорого.

### ВТБ

Цена: RUB0,075	Капитализация: RUB967,6 млрд	Активы: RUB12,3 трлн
МОЕХ: VTBR	Рекомендации: Среднесрочная – Держать; Долгосрочная – Покупать	

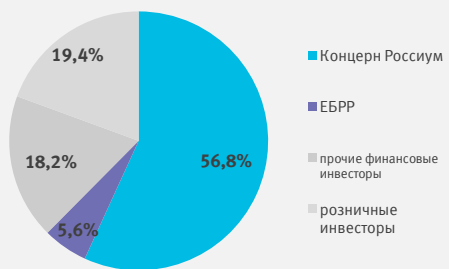
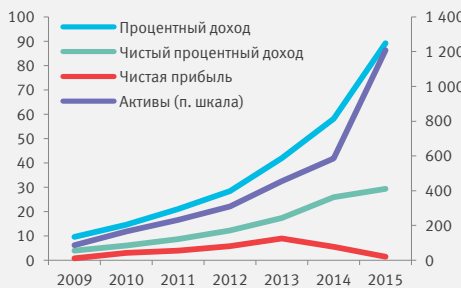
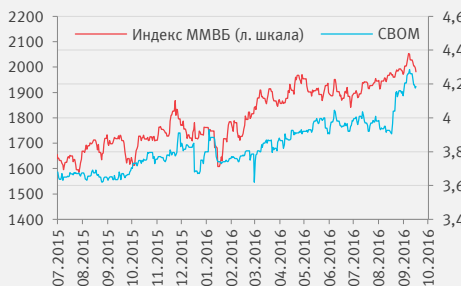
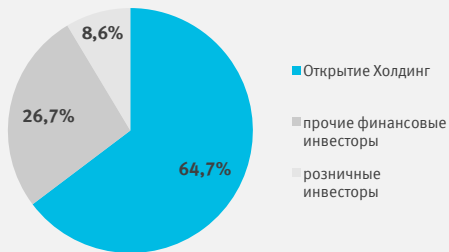
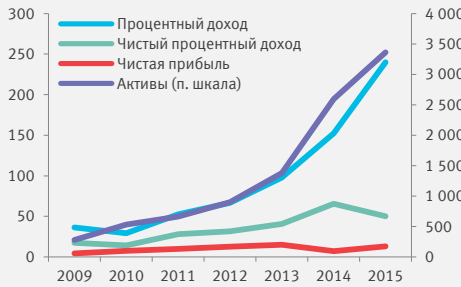
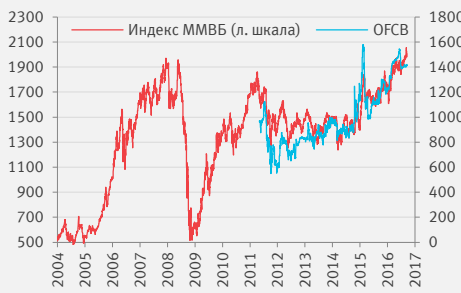
Второй по размеру после Сбербанка госбанк, также ведущий свою историю из советского прошлого (Внешторгбанк РСФСР). С начала 2000-х годов банк прошел сильную трансформацию. В результате сейчас ВТБ является финансовой группой, включающей более 20 кредитных и финансовых компаний, работающих во всех основных сегментах финансового рынка.

В настоящее время ВТБ – крупнейший российский банк, осуществляющий корпоративно-инвестиционные операции. Подразделение ВТБ – Холдинг ВТБ Капитал – является доминирующим на российском рынке инвестиционным банком, который в условиях финансовых санкций служит основным агентом государства по приватизации и размещению внешних государственных займов. Ведущим направлением банка также являются казначейские операции.

Группа ВТБ обладает сетью международных представительств, которые позволяют, в том числе обслуживать межправительственные сделки. Между тем, обслуживание интересов государства зачастую оборачивается для банка дополнительными расходами. Также как и Сбербанк, ВТБ проводил «народное» IPO на максимумах 2007 года. В результате для поддержания социальной стабильности в период выборов 2012 года банк был вынужден выкупать в свои акции у физических лиц по цене в 2 раза выше рынка. Также как и Сбербанк, ВТБ находится под западными санкциями.

В 2010 году ВТБ принял на санацию терпящий бедствие Банк Москвы. Размер «дыры» в активах последнего оказалсякратно выше изначально виденного, в результате чего пострадала прибыльность санатора. В середине 2016 года ВТБ заявил, что сделал, все, что мог, для спасения перспективных активов, и выделил оставшиеся «токсичные» активы бывшего Банка Москвы в новый БМ-Банк.

Банковский бизнес ВТБ традиционно выглядит куда слабее, чем у Сбербанка, поэтому и финансовые результаты ВТБ пока относительно слабые. Мультипликатор P/BV у ВТБ сейчас на уровне Сбербанка, что может быть не совсем оправдано.



### ФК Открытие

Цена: RUB1420	Капитализация: RUB211,7 млрд	Активы: RUB3,1 трлн
МОЕХ: OFCB	Рекомендации: Среднесрочная – Покупать; Долгосрочная – Покупать	

Банковский бизнес группы «Открытие» является крупнейшим частным банковским бизнесом в России и занимает 4-е место по размеру активов среди российских банковских групп. Универсальный банк ФК Открытие является ядром и самым большим активом Группы. Традиционно сильные стороны ФК Открытие – корпоративный и инвестиционный банкинг, розничный банкинг и работа с малым бизнесом. Подразделение банка по работе с драгоценными металлами является одним из крупнейших в России.

Благодаря успешному управлению и политике слияний активы ФК Открытие выросли за последние 5 лет в 8 раз. ЦБ признал банк системно значимым. По итогам 2015 года БФКО стал одним из немногих банков, заметно нарастивших кредитный портфель при сохранении наименьшей доли «плохих» кредитов. За последние 5 лет банк показал лучшие результаты роста, а акции БФКО являются наиболее привлекательными по показателю совокупного дохода среди сопоставимых банков.

В условиях финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков ФК Открытие уже успешно продемонстрировало возможности по рефинансированию внешних займов крупных российских компаний. Банк готов выступать агентом для привлечения в Россию зарубежных средств, в том числе азиатских кредиторов и инвесторов.

В пик финансового кризиса декабря 2014 года Открытие Холдинг взял на санацию банк Траст (около 5% активов группы). В августе 2016 года банк ФК Открытие присоединил к себе розничный банк ХМБ Открытие. Это оптимизирует расходы универсального банка, увеличив его эффективность, и даст эффект синергии.

Из-за низкой оборачиваемости на бирже акции ФК Открытие не входят в индексы ММВБ/РТС. Между тем, при расширении ликвидности акции банка имеют все шансы стать одной из «голубых фишек» российского рынка.

### Московский Кредитный Банк

Цена: RUB4,185	Капитализация: RUB93,0 млрд	Активы: RUB1,2 трлн
МОЕХ: СВОМ	Рекомендации: Среднесрочная – Покупать; Долгосрочная – Покупать	

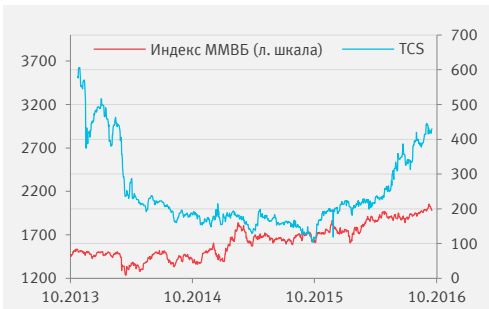
Московский кредитный банк — крупный универсальный коммерческий банк, основным акционером которого выступает глава многоотраслевого концерна «Россиум» Роман Авдеев. МКБ позиционирует себя как универсальный банк и успешно действует во всех секторах финансового рынка России, предоставляет широкий спектр банковских услуг корпоративным клиентам и частным лицам.

В июле 2012 года Европейский банк реконструкции и развития (Великобритания) и Международная финансовая корпорация (США) в результате дополнительной эмиссии акций МКБ получили по 7,5% в уставном капитале кредитной организации. В настоящее время МФК вышла из капитала банка, а доля ЕБРР сократилась до 5,6%.

В июне 2015 года банк разместил свои акции на Московской бирже в рамках IPO на 13,2 млрд рублей, а уже в декабре провел SPO объемом 16,5 млрд рублей. В результате сейчас доля розничных инвесторов в акциях банка составляет около 19,4%. За счет роста free-float, капитализации и оборачиваемости акции МКБ в июне 2016 года вошли в индексы ММВБ/РТС.

За последние 5 лет рублевые активы Московского кредитного банка взлетели на +660%, показав вторые после ФК Открытие темпы роста активов из всех крупнейших российских банков. Кредитный портфель МКБ за 1П2016 вырос в долларовом выражении на +17,2% г/г при относительно низком уровне «плохих» кредитов. В 1-м полугодии 2016 года банк показал сильную прибыль. Хотя по итогам 2015 года банк не был признан системообразующим, он может стать таковым по итогам текущего года.

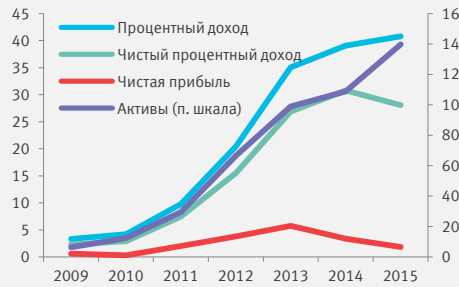
На наш взгляд, МКБ – интересный и качественный банк, который также всегда может рассчитывать на поддержку основного акционера. По итогам 2014 и 2015 года МКБ признавался лучшим банком года по многим версиям. В случае роста ликвидности акций на Московской бирже можно рассчитывать на рост долгосрочного спроса со стороны инвесторов. Мы рекомендуем покупать акции банка.



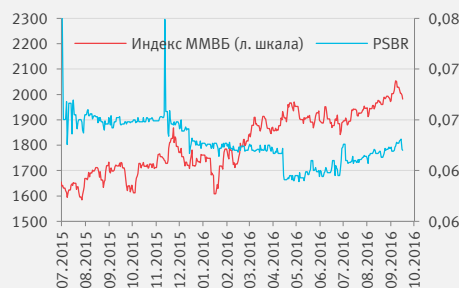
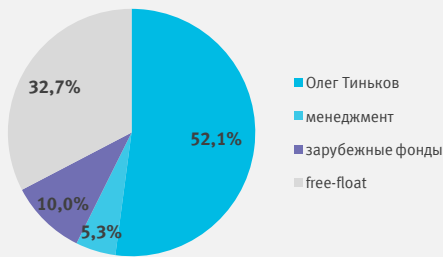
### TCS Group

Цена: USD6,5255	Капитализация: RUB78,3 млрд	Активы: RUB153,4 млрд
LSE: TCS	Рекомендации: Среднесрочная – <b>Продавать</b> ; Долгосрочная – <b>Покупать</b>	

Кипрская компания TCS Group Holding PLC владеет 100% акций Банка Тинькофф и компанией Тинькофф Страхование. Очередное детище известного российского венчурного предпринимателя Олега Тинькова вновь показывает чудеса развития. Бизнесмен прославился своим умением нащупывать новые ниши на уже существующих рынках и выдвигать на них новые инновационные продукты, выстреливающие по спросу. Бизнес Банка Тинькофф – первый, который предприниматель продал не сразу целиком, а только его половину. При этом в октябре 2013 года на Лондонской фондовой бирже LSE были размещены депозитарные расписки TCS Group Holding на уровнях выше 4 капиталов (P/BV) банка, что в тот момент считалось крайне завышенным показателем. Тогда Тиньков объяснял высокую стоимость размещения тем, что ТКС является не банком, а IT-компанией с крайне высокими темпами роста. В результате кризис расставил все по своим местам, а GDR TCS Group в долларах потеряли к сентябрю 2015 года 90% своей стоимости от уровней IPO. Впрочем, после прохождения нижней точки падения реальных доходов россиян спрос на GDR TCS Holding вновь резко активизировался.



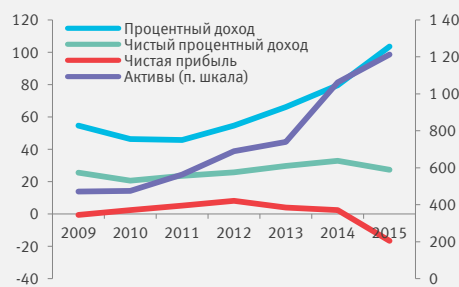
Бизнес ТКС является по-своему уникальным. Пока что банк занимается почти исключительно розничным бизнесом, при этом продвигая услуги только дистанционного обслуживания – бизнес кредитных карт и интернет-банкинг. Основные продукты банка – кредитная карта Tinkoff Platinum, дебетовая кэшбэк-карта Tinkoff Black, кредитная карта ALL Airlines с возможностью накопления бонусных миль авиакомпаний, а также вклады. За счет оптовой технологичной работы с розничными клиентами и экономии на офисной сети чистая процентная маржа ТКС (NIM) составляет умопомрачительные 29,3% при росте рублевых активов за 5 лет почти в 11 раз. ТКС очень быстро вернулся к прибыльности в 2015 году и уже начал наращивать кредитный портфель. Акции банка являются отличным вложением для долгосрочных инвесторов, хотя на текущих уровнях они выглядят очень дорогими.



### Промсвязьбанк

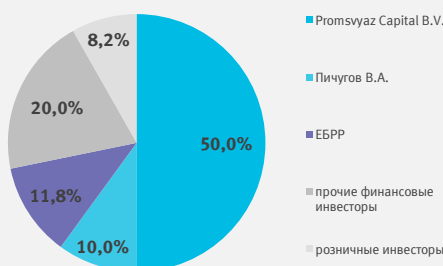
Цена: RUB0,067	Капитализация: RUB73,9 млрд	Активы: RUB1,18 трлн
МОЕХ: PSBR	Рекомендации: Среднесрочная – <b>Покупать</b> ; Долгосрочная – <b>Держать</b>	

Банк Алексея и Дмитрия Ананьевых позиционирует себя как универсальный банк. При этом ПСБ занимает традиционно сильные позиции в корпоративном банкинге, а заметная доля кредитного портфеля банка приходится на кредиты среднему бизнесу. С 2005 года банк развивает розничный бизнес, также банк давно присутствует на рынке инвестиционных операций.

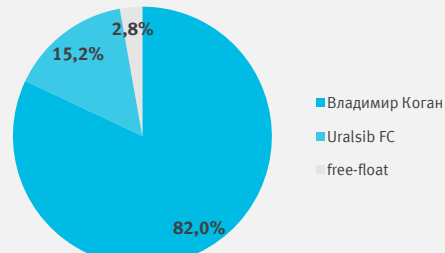
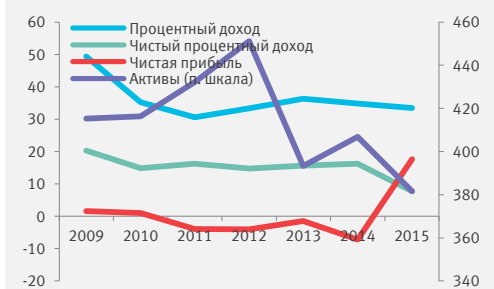
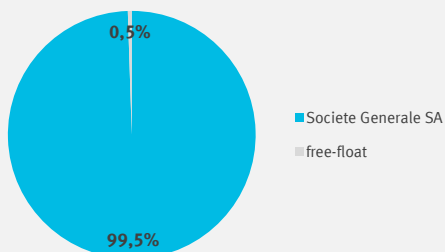
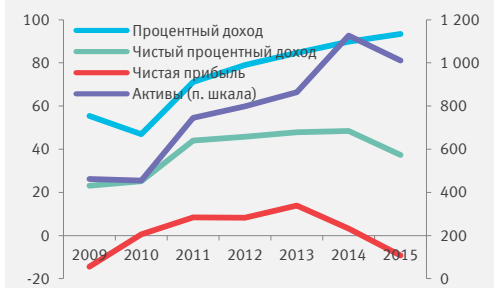
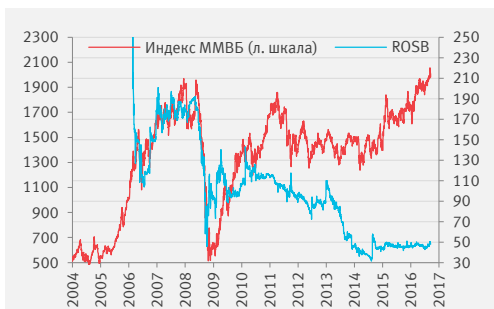


В отличие от ФК Открытие и МКБ Промсвязьбанк не может похвастаться быстрым ростом в последние годы – активы банка росли на уровне рынка в целом. С весны 2015 года ПСБ начал скупать акции банка Возрождение, который сейчас почти полностью контролируется Промсвязьбанком и активно интегрируется в его систему. Схожесть бизнесов двух банков определяет успешность этой сделки, банки уже объединили сеть банкоматов и интернет-сервисы. В июле прошлого года ПСБ взял на себя миссию по санации проблемного Автовазбанка.

По итогам 2015 года банк признан Банком России системно значимым. В настоящее время ЕБРР является акционером банка с долей в 11,8%. В 2012 году ПСБ планировал выйти на IPO, но отложил его из-за плохой рыночной конъюнктуры.



Качество активов ПСБ можно оценивать хуже, чем у МКБ. Уровень чистой процентной маржи (NIM) по итогам 1П2016 оказался на низких уровнях (2,3%), и банк получил слабую прибыль. Средние долгосрочные темпы роста бизнеса также не дают ПСБ каких-либо преимуществ. Между тем, текущие оценочные мультипликаторы по банку могут указывать на некоторую недооценку акций банка рынка в среднесрочной перспективе, даже несмотря на низкую ликвидность его бумаг, что позволяет рекомендовать его акции к покупке.



### Росбанк

Цена: RUB48,1	Капитализация: RUB70,1 млрд	Активы: RUB885,3 млрд
МОЕХ: ROSB	Рекомендации: Среднесрочная – <b>Продавать</b> ; Долгосрочная – <b>Продавать</b>	

С 1998 года Росбанк активно развивался в качестве основного банка холдинга Интеррос Владимира Потанина. При этом банк занимал ведущие позиции среди российских банков, став в 2005 году лидером в области потребительского кредитования.

В 2006 году банк начал этапами продаваться французской группе Societe Generale. 20% акций Росбанка было продано французам уже в 2006 году, а еще 30% – в 2008 году. В настоящее время Societe Generale контролирует 99,5% акций банка, а free-float составляет лишь 0,5%. В феврале 2010 года Bank Societe Generale Vostok и Росбанк были объединены. Также группе Societe Generale в России принадлежат банки Дельтакредит и Русфинанс Банк.

Хотя по итогам 2015 года банк был признан системно значимым, бизнес банка в последние 6 лет развивается крайне медленно, существенно отставая от рынка. Ориентируясь преимущественно на розничный бизнес, Росбанк получил по итогам 2015 года заметные убытки, падение кредитного портфеля на -26,6% в долларовом выражении и рост доли «плохих» кредитов до 12,1%. Слабые показатели банка все последние годы, крайне низкая ликвидность и риск принудительной оферты заставляют нас рекомендовать акции Росбанка к продаже.

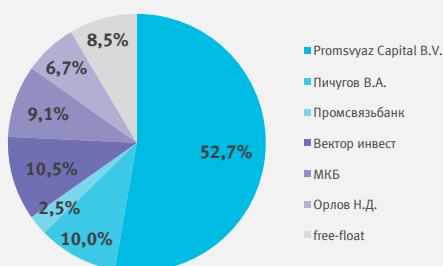
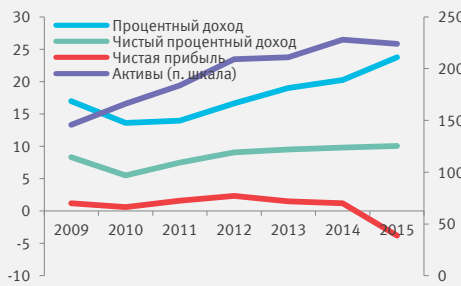
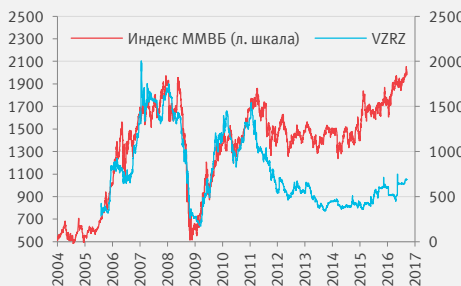
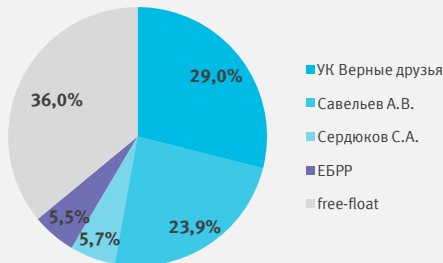
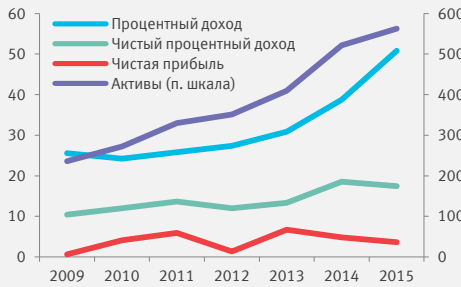
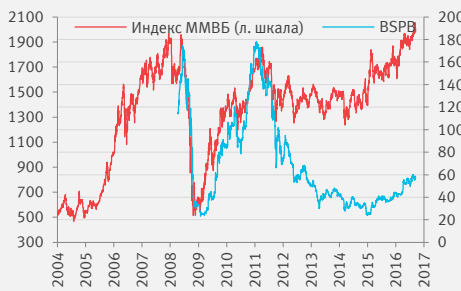
### Уралсиб

Цена: RUB0,0896	Капитализация: RUB25,2 млрд	Активы: RUB398,6 млрд
МОЕХ: USBN	Рекомендации: Среднесрочная – <b>Продавать</b> ; Долгосрочная – <b>Продавать</b>	

До недавнего времени Банк Уралсиб был главным активом финансовой империи экс-менеджера ЛУКОЙЛа Николая Цветкова. Развивая с середины 90-х годов бизнес инвестиционной компании НИКОЙЛ, он добился, что в кризис 1998 года компания поглотила остатки инвестиционной группы Ринако+, а уже в начале 2000-х ИБГ НИКОЙЛ занимала лидирующие позиции в российском инвестиционном банкинге. Между тем, амбиции г-на Цветкова и необходимость изменений привели к тому, что инвестиционный банк начал трансформироваться в универсальный. За основу был взят Башкредитбанк, который позже был переименован в Банк Уралсиб, и к которому были присоединены более 10 российских финансовых организаций, в том числе Автобанк-НИКОЙЛ. После объединения Уралсиб стал одним из крупнейших банков России, входя в топ-10 банковского рынка, а бренд Уралсиб попал в пятерку самых узнаваемых российских банковских брендов.

Между тем, после объединения банк начал терять свои изначально сильные позиции в корпоративном кредитовании и инвестиционно-банковском бизнесе, расширяясь в направлениях розничного бизнеса и сегменте казначейских операций. Хотя корпорация пережила кризис 2008 года без сильных потерь, позже она столкнулась со снижением динамики бизнеса, оттоком талантливых специалистов и ростом неэффективности. В результате все последние годы Уралсиб испытывал эффект финансовых «ножниц» – падения активов и финансовых результатов банка при одновременном росте административных расходов. Следствием такой политики стало превращения банка в «зомби» после кризиса 2014 года. По итогам 1-го квартала 2016 года кредитный портфель банка обвалился на -31,8% г/г в долларовом выражении.

В ноябре 2015 года банкир, глава группы Нефтегазиндустрия Владимир Коган заключил соглашение с Николаем Цветковым о приобретении 82% акций банка, и сейчас проводятся мероприятия по оздоровлению Уралсиба. Учитывая заметно снизившуюся долю банка на рынке, неопределенности в его будущей судьбе, мизерный free-float и нерыночность ценных бумаг мы рекомендуем продавать акции банка.



### Банк Санкт-Петербург

Цена: RUB56,9	Капитализация: RUB21,9 млрд	Активы: RUB575,5 млрд
МОЕХ: BSPB	Рекомендации: Среднесрочная – Покупать; Долгосрочная – Покупать	

Банк Санкт-Петербург (экс-Ленбанк) сохраняет позиции одного из ведущих банков северной столицы. БСП осуществляет свою деятельность на территории Санкт-Петербурга, Ленинградской области, Москвы, Калининграда. Осенью 2007 года БСП одним из первых частных банков России провёл IPO на Московской бирже.

Приоритетные направления деятельности Банка — кредитование, расчетно-кассовое обслуживание, обслуживание юридических и физических лиц, операции на валютном рынке, рынке межбанковских кредитов, операции с ценными бумагами. При этом на долю корпоративного кредитования и финансовых операций с ценными бумагами традиционно приходится львиная доля всех операций БСП, что делает его акции наиболее привлекательными в условиях перехода экономики от рецессии к росту, когда оба этих сегмента бизнеса дают максимальную прибыльность.

Контроль над банком принадлежит менеджменту БСП, при этом в собственности у ЕБРР находится 5,5% акций банка. Хотя из-за недостаточно большого размера активов банка его акции находятся только в индексах ММВБ Small Caps/PTC-2, высокий free-float и ликвидность акций делают ценные бумаги БСП привлекательными для искушенных инвесторов. В то же время относительно слабый рост активов банка (+108% за 5 лет в рублях) создает угрозу, что со временем доля БСП на рынке будет снижаться вследствие действий более агрессивных конкурентов.

Среди публичных российских банков Банк Санкт-Петербург однозначно самый недооцененный финансовый институт без видимых проблем (P/BV=0,4). Ликвидность акций БСП не самая низкая, к тому же банк обещает платить хорошие дивиденды (до 20% чистой прибыли). Хотя банк нельзя рассматривать как быстрорастущий бизнес, его акции придутся по душе любителям компаний стоимости, поэтому мы рекомендуем покупать акции БСП в условиях разворота экономики от рецессии к росту.

### Банк Возрождение

Цена: RUB689	Капитализация: RUB16,1 млрд	Активы: RUB223,8 млрд
МОЕХ: VZRZ	Рекомендации: Среднесрочная – Продавать; Долгосрочная – Продавать	

Один из старейших частных банков новой России, основанный в 1991 году. С момента основания по июнь 2012 года банк возглавлял Дмитрий Орлов. Пик популярности банка пришелся на 90-е годы и начало 2000-х. В 1992 году банк одним из первых стал участником валютных торгов ММВБ, его акции начали торговаться на биржах, а в 1997 году была запущена программа ADR. В начале 2000-х банк активно расширил сеть офисов и банкоматов.

Традиционно сильными сторонами Возрождения всегда были относительно консервативный подход и ставка на кредитование крупного и среднего бизнеса с повышенным уровнем маржинальности. В результате кризис 2008 года банк пережил без существенных потерь. Но позже консервативный подход скорее стал препятствием для роста бизнеса, в то время как более активные коллеги по банковскому цеху с 2009 года смогли вытеснить банк из топ-30. За последние 5 лет активы Возрождения выросли в рублях лишь на +35%. Как следствие сейчас по размеру активов банк находится ближе к четвертому десятку.

В 2012 году Дмитрий Орлов ушел от управления банком, а в разгар финансового кризиса декабря 2014 года умер. Наследники Орлова решили, что не смогут далее успешно развивать бизнес, и выставили актив на продажу. В сентябре 2015 года 80% акций банка за 200 млн долларов купили братья Алексей и Дмитрий Ананьевы (Промсвязьбанк). В настоящее время Возрождение активно встраивается в структуру ПСБ, а на долю сына Дмитрия Орлова – Николая – приходится лишь 6,7% акций банка.

После смены собственников не понятно будущее банка и его дальнейшая стратегия. Банк до сих пор не выбрался из убытков, когда многие конкуренты показывают очень хорошую прибыль. Ликвидность акций банка стала сильно хуже, а по текущему рынку Возрождение оценено вдвое дороже Банка Санкт-Петербург. На наш взгляд, в текущих условиях консервативным инвесторам имеет смысл продавать акции банка. Спекулятивно настроенные инвесторы могут попытаться поймать в акциях банка возможные оферты, щедрость которых будет зависеть от средств ПСБ.



**УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Ближайший офис:** <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>  
 +7 (495) 232-99-66  
 8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

**Отдел продаж г. Москва**  
 +7 (495) 223-02-02  
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам  
[salesoffice@open.ru](mailto:salesoffice@open.ru)

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ****Отдел персонального  
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин  
Начальник отдела

Руслан Ситдеков  
Диск облигаций

+7 (495) 777-34-87  
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**Отдел анализа рынков**

Константин Бушуев, PhD  
Начальник отдела, макроэкономика,  
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик, акции, облигации

Николай Кужлев  
Аналитик, технический анализ

**Специальные проекты**

Андрей Кочетков  
Пульс рынка

Оксана Лукичева  
Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин  
Аналитик, международные рынки

Дмитрий Данилин, CFA  
Аналитик, международные рынки

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2016

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.