

Авторы отчета:

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

Банковский сектор – итоги 9М10 и рыночные ориентиры

Stock data

	Market price, \$	Target price, \$	Fair indicative price, \$
SBER	3.1	3.4	3.8
VTBR	6.6	5.6	5.3
VZRZ	41.3	47.0	41.3
MMBM	31.3	-	35.3
STBK	5.0	4.7	5.9

Источник: РТС, прогнозы ИК Совлинк

Financials, 2011E

	P/E	P/BV	ROE
SBER	8.2	1.8	24.1
VTBR	14.1	1.7	12.3
VZRZ	11.4	1.5	14.3
MMBM	10.0	1.2	14.6
STBK	7.2	1.7	20.9
MDMBP	7.0	0.8	11.0

Источник: Bloomberg, прогнозы ИК Совлинк

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

Анализ результатов российских банков за 9М10 выявляет несколько позитивных сигналов – продолжающийся рост кредитных портфелей, стабилизацию и незначительное улучшение их качества, предварительные заявления ряда банков о прохождении пика резервирования – и фактический возврат в 3Q09 отчислений в резервы (по РСБУ) к докризисным уровням 3Q08.

В 2011 г. банки надеются на чистый роспуск части накопленных провизий, что позволит улучшить финансовые результаты – и последние данные увеличивают вероятность такого сценария, который пока не учитывается в наших моделях. Если отчеты за 3Q10 по МСФО и комментарии менеджмента банков подтвердят прохождение пика плохих и сомнительных кредитов, появится больше оснований для улучшения финансовых прогнозов банков.

Общей тенденцией является постепенное восстановление рентабельности российских банков после резкого снижения в 2009 г. По итогам 2010 г. рентабельность ожидается все же существенно ниже докризисных уровней, поскольку в 1П10 на финансовые результаты банков негативно повлияли относительно высокие отчисления в резервы на потери по ссудам, слабый рост кредитования и сокращение чистой процентной маржи. В 2011 г. наш прогноз и рыночный консенсус предполагают значительный прогресс в восстановлении рентабельности по мере активизации кредитования, прохождения пика резервирования и умеренного роста чистой процентной маржи. Однако из крупнейших публичных банков выйти на докризисный уровень рентабельности капитала (более 20%), по нашим прогнозам, смогут лишь Сбербанк и банк «Санкт-Петербург».

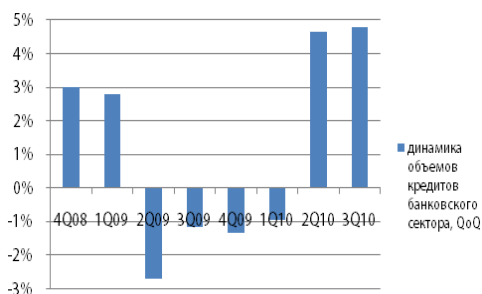
Анализ динамики стоимости банковских акций за последние 3 года показывает, что в отличие от ряда аналогов из стран с развивающимися рынками (Бразилия, Индия, Китай, Турция), российские акции еще не восстановились в цене. По относительному показателю P/BV большинство российских банков также оценивается сейчас ниже докризисных уровней.

Исходя из регрессионной зависимости рыночной оценки российских и зарубежных банков по мультипликатору P/TBV от ожидаемой рентабельности их собственного капитала (ROE) 2011 г., Сбербанк, БСПб, Банк Москвы и МДМ-п торгуются с дисконтом к «справедливому» значению показателя P/Book, Банк Возрождение оценен справедливо, а ВТБ переоценен.

На данный момент мы сохраняем прежние целевые цены банковских акций, планируем пересмотреть их по итогам отчетностей банков за 9М10 МСФО. Однако для иллюстрации относительной оценки стоимости акций приводим их индикативные целевые цены, определенные на основе соотношения P/TBV и прогнозного ROE-11.

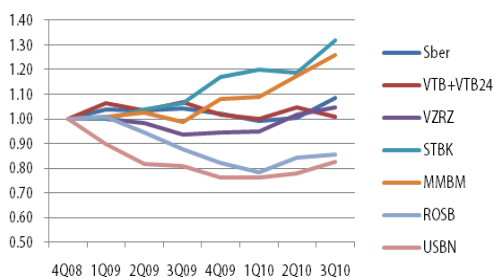
Позитивные сигналы банковской отчетности

Р.1 Динамика кредитов банковского сектора



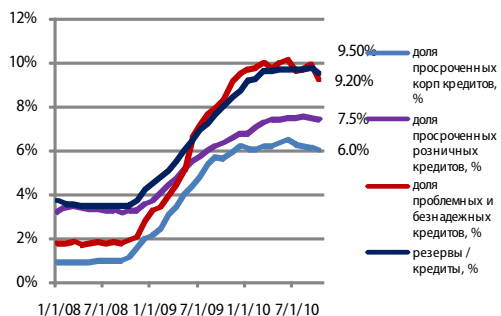
Источник – ЦБ РФ

Р.2 Динамика кредитных портфелей банков (по отношению к 31.12.2008)



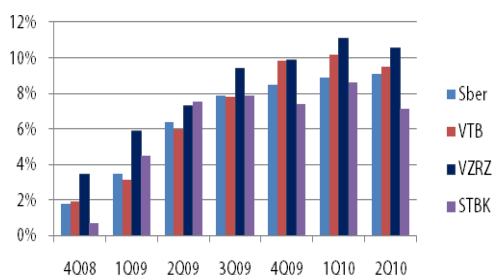
Источник – данные компаний

Р.3 Показатели качества агрегированного кредитного портфеля банковского сектора 9М10



Источник – ЦБ РФ

Р.4 Доля NPL банков 1Н10 IFRS



Источник – данные компаний

Рост кредитных портфелей

Начиная со 2Q10 банки показывают уверенное возобновление роста кредитования (Р.1, Р.2). Хотя часть прироста кредитных портфелей обусловлена точечными сделками (например, рефинансирование Сбербанком кредита РусАлу), большинство банков надеется на ускорение роста кредитования в 4Q10 и в 2011 г. Это критически важно для банковского сектора по нескольким причинам. Во-первых, рост кредитных портфелей, наряду с позитивной динамикой доходов населения и корпоративных прибылей, косвенно характеризует улучшение кредитоспособности заемщиков и постепенное восстановление спроса на кредитные ресурсы со стороны экономики. Во-вторых, увеличение доли кредитов в структуре баланса должно позитивно отразиться на доходности работающих активов и чистом процентном доходе банков. Наконец, при увеличении кредитных портфелей за счет новых кредитов снижается доля плохих кредитов (NPL), проявившихся в ходе кризиса.

Стабилизация качества кредитов

Данные ЦБ и отчеты банков сигнализируют о стабилизации качества кредитных портфелей, замедлении роста просроченных кредитов в абсолютном выражении и незначительном сокращении их доли в общем объеме кредитов (Р.3, Р.4).

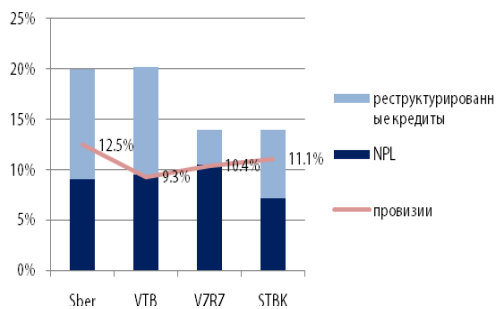
Последняя доступная банковская отчетность по МСФО (1Н10) показывает, что у ВТБ, банка «Возрождение» и БСПб доля NPL в кредитных портфелях во 2Q начала сокращаться. У Сбербанка и БСПб уровень покрытия NPL провизиями существенно превышает 100%. Для «Возрождения» коэффициент покрытия провизиями просроченных кредитов составляет 99%, однако те просроченные кредиты, которые относятся к NPL по стандартной международной терминологии (90 дней+), покрыты провизиями на 135%.

Сокращается и доля реструктурированных кредитов. Даже если предположить, что до трети реструктурированных кредитов впоследствии могут стать невозвратными, уровень провизий у Сбербанка, Возрождения и БСПб представляется достаточно комфортным (Р. 5). У ВТБ минимальный из рассматриваемой «четверки» банков уровень покрытия просроченных и реструктурированных кредитов. Однако реструктуризация кредитов, как правило, проводилась на условиях предоставления залогового обеспечения, оценочная стоимость которого существенно превышала сумму кредита, поэтому провизии могут потребоваться и в меньшем объеме.

Агрегированная банковская статистика за 3Q10 по РСБУ подтверждает, что доля просроченных кредитов, а также доля проблемных и безнадежных ссуд постепенно сокращается с пиковых значений мая. Стабилизация/снижение доли просроченных кредитов отмечается у Сбербанка, Возрождения, БСПб, Банка Москвы, Уралсиба, МДМ. В то же время у ВТБ, ВТБ 24 и Росбанка доля просроченных кредитов (по РСБУ) пока продолжает расти, но окончательные выводы можно будет сделать только после публикации отчетности по МСФО, поскольку именно она наиболее адекватно отражает кредитные риски.

Тем не менее, наметившийся прогресс в качестве кредитных портфелей позволяет банкам говорить о прохождении пика резервирования. Р. 6

Р.5 Провизии, NPL и реструктурированные кредиты, 1Н10 IFRS



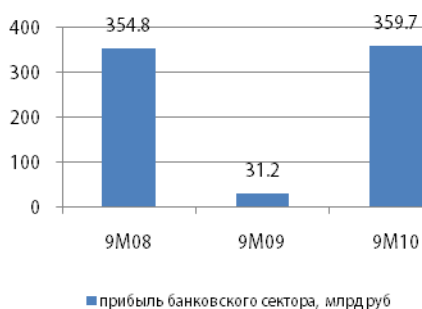
Источник – данные компаний, расчеты ИК Совлинк

Р.6 Изменение провизий по кредитам, QoQ, млрд руб



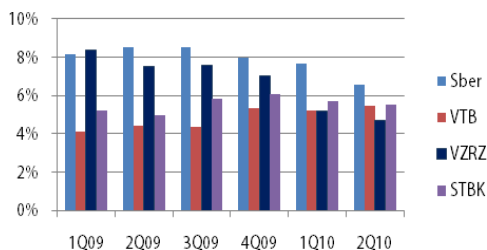
Источник – ЦБ РФ

Р.7 Прибыль банковского сектора, млрд руб



Источник – ЦБ РФ

Р.7 Чистая процентная маржа банков



Источник – данные компаний, расчеты ИК Совлинк

показывает, что отчисления банков на резервирование в 2010 г. существенно снизились по сравнению с 2009 г., а в 3Q10 практически вернулись к докризисным значениям (изменение резервов соответствует уровню 3Q08).

Изменение политики банков в резервировании позволило в 10 раз увеличить агрегированную прибыль банковского сектора за 9М10 по отношению к предыдущему году и вернуть ее на докризисный уровень (Р. 7).

В 2011 г. банки надеются на роспуск части накопленных провизий, что позволит улучшить финансовые результаты – и последние данные увеличивают вероятность такого сценария, который пока не учитывается в наших моделях. Если отчеты за 3Q10 по МСФО и комментарии менеджмента банков подтвердят прохождение пика плохих и сомнительных кредитов (а данные по РСБУ позволяют на это надеяться), появится больше оснований для корректировки финансовых прогнозов банков с учетом вероятности роспуска накопленных провизий в ближайшие годы. До сих пор мы предполагали, что темпы создания резервов по новым кредитам будут несколько опережать темпы сокращения уже сформированных провизий. Однако рынок, по-видимому, уже пересматривает свои прогнозы в сторону роспуска резервов и повышения прибылей.

При этом остаются риски необходимости досоздания резервов в случае ухудшения качества ранее реструктурированных кредитов или в результате ужесточения требований ЦБ к резервированию по непрофильным активам, доставшимся банкам в качестве отступного по невозвратным кредитам.

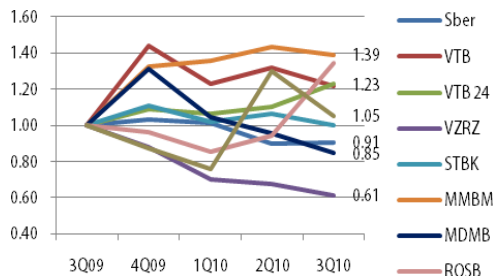
Чистая процентная маржа – в ожидании разворота

Таким образом, ситуация с кредитными рисками в 2010 г. складывается существенно лучше, чем в 2009, что способствует снижению затрат на резервирование и улучшению финансовых результатов. Ключевым фактором риска для рентабельности банков в 2010 г. стало сокращение чистой процентной маржи (NIM) вследствие слабого спроса на кредитные ресурсы, вынужденному демпингу банков в отношении кредитных ставок в конкурентной борьбе за хороших заемщиков и медленной переоценки стоимости относительно дорогого фондирования прошлого года (прежде всего, срочных клиентских депозитов). Наиболее сильно от сокращения NIM пострадал банк Возрождение – из-за этого его «дно» рентабельности капитала оказалось сдвинуто с 2009 на 2010 г. Между тем, банки с высокой долей рыночного фондирования или более краткосрочной структурой привлеченных средств (ВТБ, БСПб) при снижении рыночных процентных ставок чувствовали себя вполне неплохо. Однако они же наиболее уязвимы к вероятному повышению процентных ставок в 2011 г.

На Р. 7 приведена сравнительная динамика чистой процентной маржи банков с начала 2009 г. по 1Н10 (МСФО). Данные за 3Q10 по РСБУ (Р. 8) показывают, что, несмотря на рост кредитования, тенденция к сокращению чистого процентного дохода у большинства банков сохранилась. Хотя частично это может объясняться продолжающимся давлением кредитных ставок, скорее всего, здесь имеет место еще и лаговый эффект переоценки доходности кредитных портфелей за счет «дешевых» кредитов, выданных в 1Н10. Этот эффект, скорее всего, будет исчерпан к концу года. Одновременно банки с высокой долей клиентских средств должны будут почувствовать положительный эффект от замены дорогих депозитов дешевыми.

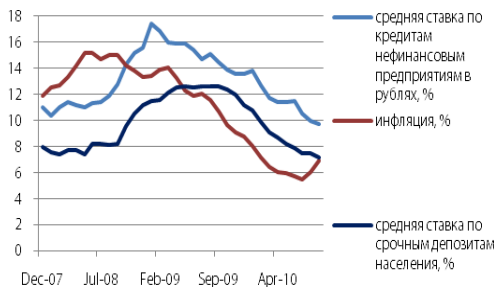
Дно инфляции в годовом выражении (5.5%) было достигнуто в июне,

Р.8 Чистый процентный доход банков (по отношению к 3Q09)



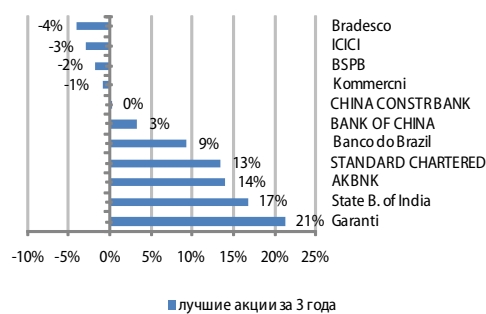
Источник – данные компаний, расчеты ИК Совалинк

Р.9 Банковские процентные ставки и инфляция



Источник – ЦБ РФ, Росстат

Р.9 Лучшие банковские акции за последние 3 года



Источник – Bloomberg

после чего последовало ее заметное ускорение (до 7.5% в октябре) В то же время банковские ставки по инерции продолжали снижаться – в сентябре средняя ставка по банковским кредитам нефинансовым предприятиям впервые с августа 2007 г. опустилась ниже 10%. Одновременно средняя ставка по депозитам населения без учета депозитов до востребования достигла исторического минимума (7.2%) и практически сравнялась с годовой инфляцией (Р. 9).

На наш взгляд, это может рассматриваться как сигнал скорого разворота тренда в процентных ставках вслед за инфляцией, хотя многое будет зависеть от ситуации с глобальной ликвидностью – массивный приток внешнего капитала в 2007 г. удерживал ставки по кредитам и депозитам ниже уровня инфляции. Готовность ФРС к новому (возможно, не последнему) этапу количественного смягчения теоретически может привести к неконтролируемому притоку капитала на развивающиеся рынки, в том числе и в Россию. Однако пока ЦБ фиксирует отток капитала из России и прогнозирует сохранение этой тенденции до конца года.

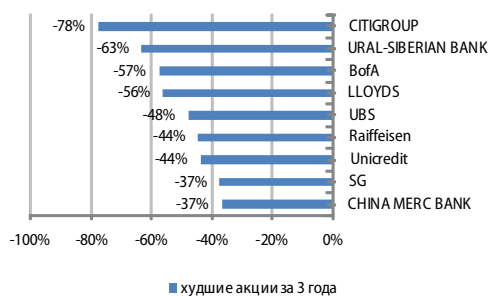
Рыночная оценка – дисконт сохраняется

Картина восстановления цен банковских акций к докризисным уровням (Р. 9) выглядит следующим образом. В лидерах восстановления – акции банков развивающихся рынков (Китай, Индия, Бразилия, Турция), многие из которых уже торгуется выше уровней ноября 2007 г. За точку отсчета мы взяли 3-х летний период, поскольку осенью 2007 г. мировые рынки уже начали испытывать влияние кризиса, в то время как максимумы по нашим бумагам были установлены несколько позже – конец 2007 – начало 2008.

Худший результат за 3 года показывают в основном американские и европейские банки (Р. 10) – так, Citigroup сейчас почти на 80% дешевле, чем в середине ноября 2007 г.

Среди российских банков (Р. 11) наиболее близко к 3-х летним уровням подошли лишь акции банка Санкт-Петербург (-2%), отставание остальных достаточно существенно. Так, Возрождение сейчас на 10% дешевле, чем в ноябре 2007 г., Сбербанк и ВТБ – на 16%, Банк Москвы – на 18%, Росбанк – на 21%. В аутсайдерах акции Уралсиба, потерявшие за 3 года 63% своей стоимости.

Р.10 «Худшие» банковские акции за последние 3 года



Источник – Bloomberg

Р.11 Российские банковские акции за последние 3 года



Источник – Bloomberg

Более интересно изменение относительной оценки банков рынком (Р. 12). Так, по текущему показателю P/Book российские банки сейчас в основном торгуются существенно дешевле, чем до кризиса (за исключением ВТБ). Если в 2007 г. Сбербанк и Возрождение оценивались в 3-3.5 собственного капитала, то сейчас диапазон составляет 2-2.5. Это отражает изменения в прогнозах темпов роста рынка, снижение рентабельности.

Р. 12 Динамика оценки российских банков по мультипликатору P/Book



Источник – Bloomberg, данные компаний, расчеты ИК Совалнк

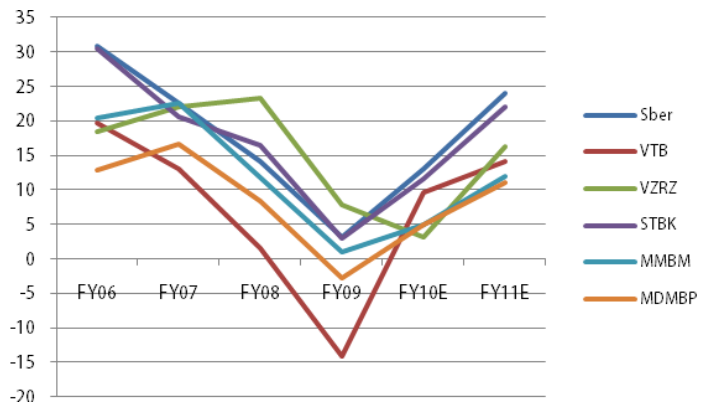
Общей тенденцией является постепенное восстановление рентабельности российских банков после резкого снижения в 2009г. Исключением является банк «Возрождение», у которого «дно» рентабельности сдвинуто с кризисного 2009 г. на «переходный» 2010 г. Именно этот банк наиболее сильно пострадал от снижения чистой процентной маржи в этом году из-за резкого снижения кредитных ставок, слабого роста кредитного портфеля и необходимости обслуживать дорогие депозиты, привлеченные в 2009 г.

По итогам 2010 г. рентабельность ожидается все же существенно ниже докризисных уровней, поскольку в 1П10 на финансовые результаты банков негативно влияли относительно высокие отчисления в резервы на потери по ссудам, слабый рост кредитования и сокращение чистой процентной маржи.

В 2011 г. наш прогноз и рыночный консенсус предполагают значительный прогресс в восстановлении рентабельности по мере активизации кредитования, прохождения пика резервирования и умеренного роста чистой процентной маржи. Однако выйти на докризисный уровень рентабельности капитала (более 20%), по нашим прогнозам, смогут лишь Сбербанк и банк «Санкт-Петербург». Именно эти банки демонстрируют лучшие результаты и по итогам 1Н10 (МСФО).

Р. 13 Динамика рентабельности капитала, ROE

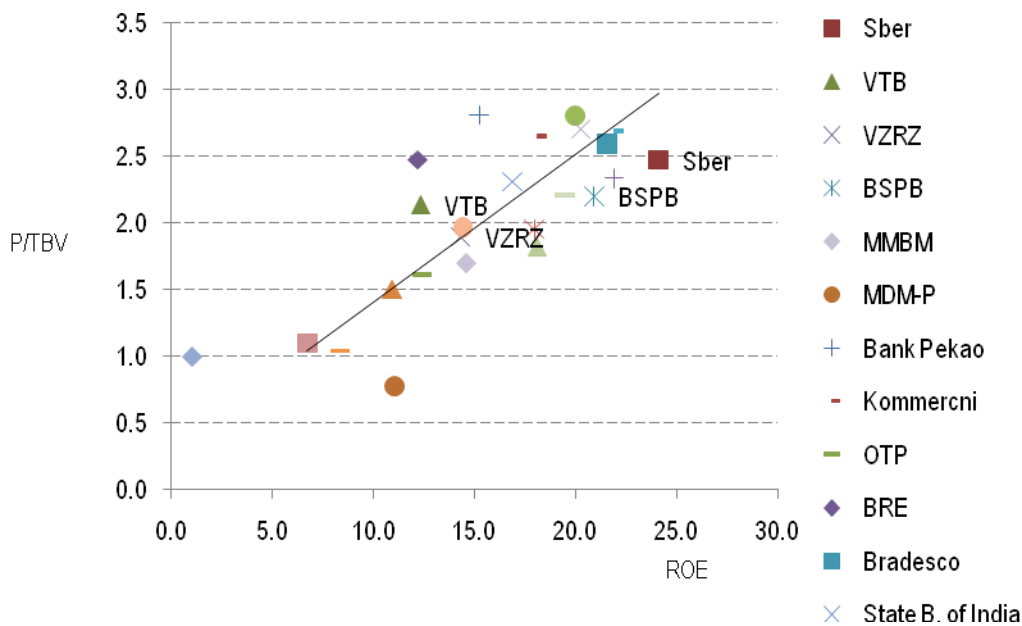
По нашим сравнительным оценкам, Сбербанк, БСПб, Банк Москвы и МДМ-п торгуются с дисконтом к «справедливому» значению показателя P/Book, Банк Возрождение оценен справедливо, а ВТБ переоценен.



Источник – Bloomberg, данные компаний, прогнозы ИК Совлинка

Исходя из регрессионной зависимости рыночной оценки российских и зарубежных банков по мультипликатору P/TBV от ожидаемой рентабельности их собственного капитала (ROE) 2011 г. (Р. 14), Сбербанк, БСПб, Банк Москвы и МДМ-п торгуются с дисконтом к «справедливому» значению показателя P/Book, Банк Возрождение оценен справедливо, а ВТБ переоценен.

Р. 14 Сопоставление P/TBV* и ROE-11E



(* TBV - Tangible Book Value, т.е. собственный капитал банка без учета стоимости нематериальных активов)

Источник – Bloomberg, данные компаний, прогнозы ИК Совлинка

На данный момент мы сохраняем прежние целевые цены банковских акций, планируем пересмотреть их по итогам отчетности банков за 9М10 МСФО. Однако для иллюстрации относительной оценки стоимости акций приводим их индикативные целевые цены, определенные на основе соотношения P/TBV и прогнозного ROE-11.

Табл. 1 Действующие целевые цены (target) и индикативные целевые уровни (fair price ind) акций российских банков, определенные на основе сравнительного анализа

Company	Market price, \$	Target price, \$	Upside, %	Fair price (indicative), \$	Upside, %
SBERBANK	3.1	3.4	11%	3.8	23%
VTB	6.6	5.6	-16%	5.3	-20%
BANK VOZROZHDENIE	41.3	47.0	14%	41.3	0%
BANK MOSKVY	31.3			35.3	13%
BANK ST PETERSBURG	5.0	4.7	-5%	5.9	18%

Источник – данные компаний, оценки ИК Совлинка

Банк	Возможный драйвер роста	Фактор риска
SBERBANK	Ожидаемое размещение DR (2011), улучшение финансовых прогнозов	Приватизация 7.58% акций с возможным увеличением выходом на рынок 3-4% акций (2011)
VTB	Продажа 10% акций стратегическому инвестору. Приобретение контрольного пакета ТКБ (возможно до конца года)	Риски, связанные с качеством реструктурированных кредитов
BANK VOZROZHDENIE	Рост кредитного портфеля, снижение доли плохих кредитов, рост непроцентных доходов. Стабилизация чистой процентной маржи.	Продолжение давления на чистую процентную маржу
BANK MOSKVY	Возможное решение городских властей о приватизации / сокращении своего участия в капитале банка	Проблемы взаимоотношений ключевых собственников (новая администрация города - 46% акций и старая команда менеджмента, контролирующая, по косвенным данным, около 44% акций)
BANK ST PETERSBURG	Высокие темпы роста кредитного портфеля, улучшение его качества, комфортный уровень процентной маржи, лучшие в секторе показатели контроля над расходами	Риски завышенных ожиданий прибылей: возможное ускорение роста расходов, высокая концентрация кредитного портфеля и краткосрочная структура заимствований (при росте стоимости заимствований обязательства будут переоцениваться быстрее, чем активы)
MDM-P	Высокая (19%) дивидендная доходность привилегированных акций с фиксированным дивидендом	Неопределенность решения совета директоров относительно выплаты дивидендов за 2010 г. (в 2009 г. дивиденды не выплачивались, за 9М10 (РСБУ) у банка убыток почти в 5 млрд руб)

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.