

Авторы отчета:

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

Сбербанк, итоги conference call

ПОКУПАТЬ
Целевая цена: US\$ 4.7
Потенциал роста: 36%
Stock data

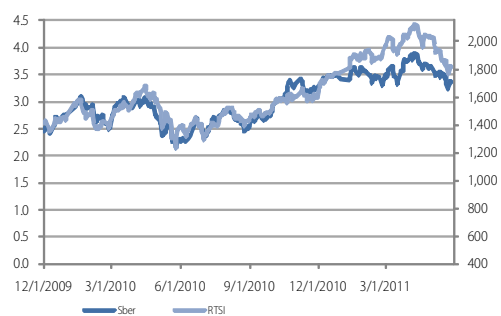
Ticker	SBER	M.Cap, \$ mn	75122
Shares Ords'000	21586948	Free Float, %	40
Shares Pref '000	1000000	Free Float, mn	30049
Bid Ords, \$	3.44	Offer Ords, \$	3.47

Market performance

		1 Month	6 months
Absolute	Ords	-5.2%	7.7%
Relative to RTSI	Ords	2.8%	-9.1%
Price range, \$			
High	Ords	3.66	3.88
Low	Ords	3.23	3.22

Financials, 2011E

Assets, \$ mn	343 934	P/E	7.7
Book value, \$ mn	43 402	P/BV	1.7
Net income, \$ mn	9 776	ROE	25.8%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

SBER

1 июня CFO Сбербанка А. Карамзин провел телеконференцию для аналитиков. Основные выводы:

1. **Приватизация, запуск ADR и выкуп акций.** На наш взгляд, эти процессы сейчас наиболее интересны для рынка. А. Карамзин сообщил следующее: запуск программы ADR ожидается менее чем через месяц. Сроки приватизации 7.6% пакета акций, принадлежащего ЦБ, будут зависеть от рынка, поскольку основным приоритетом для ЦБ является не срок продажи, а выгодная цена. Технически и юридически Сбербанк будет готов к SPO в сентябре, и, исходя из анализа активности рынка, менеджмент полагает, что сентябрь-начало октября традиционно лучший период для размещения, чем ноябрь-декабрь, однако при неблагоприятной конъюнктуре не исключен перенос и на следующий год. Менеджмент «не исключает» участия стратегических инвесторов в SPO, но конкретных переговоров пока не ведется. Что касается заявлений накануне в СМИ зампреда правления ЦБ А. Улюкаева, главы Сбербанка Г. Грефа и А. Карамзина о том, что Наблюдательный совет банка рассматривает возможность выкупа собственных акций для поддержки их курса в ходе приватизации, было подтверждено, что такая опция рассматривается. Теоретически это возможно ближе по времени к моменту приватизации, в случае, если будет признано, что размещение акций, принадлежащих ЦБ РФ, сможет выиграть от этого шага, однако никаких конкретных параметров (пакет акций, цена выкупа, механизм) не обсуждалось. Решение будет приниматься после запуска программы ADR. Планируется на годовом собрании внести в устав банка изменения, передающие право решения вопроса о выкупе от общего собрания акционеров к Наблюдательному совету. В то же время на вопрос, не рассматривается ли возможность выкупа привилегированных акций, А. Карамзин ответил, что это не планируется, по крайней мере, в текущем году.

А. Карамзин связал планы возможного выкупа акций с избыточностью собственного капитала (в случае выкупа по закону в течение года банк должен будет принять решение о размещении выкупленных акций или их погашении, исходя из ожиданий по необходимому уровню капитала), а также намерением обеспечить равные условия выкупа для всех акционеров (как альтернатива поддержки бумаг через выкуп брокерами).

Комментарий: На наш взгляд, технически выкуп акций Сбербанком при достаточном объеме мог бы поддержать котировки на уровне, выгодном мажоритарному акционеру для продажи. Однако фактически это может рассматриваться как признание опасений, что предлагаемый к приватизации пакет (по текущей рыночной цене его стоимость составляет почти \$5.7 млрд или 19% текущего free float), может оказаться слишком «тяжелым» для

рынка. Ранее предполагалось, что предложение новых акций будет компенсировано эффектом от расширения инвесторской базы в ходе запуска программы ADR, однако обсуждение варианта выкупа акций может означать, что сейчас есть сомнения в том, что этого будет достаточно. По-видимому, решение о выкупе, действительно, будет зависеть от спроса на новый инструмент, и это можно будет оценить уже примерно через месяц. Тот факт, что программа выкупа, если будет принята, будет распространяться только на обыкновенные акции, может привести к расширению дисконта «префов» к «обычке», который сейчас составляет 32%.

2. **Прогноз чистой прибыли** на 2011 г. сохраняется на уровне 250 млрд руб. (наш прогноз – 289 млрд руб).
3. Менеджмент отмечает ускорение **роста кредитования** к концу 1Q и в апреле, подтверждая прогноз на год: 18-23% для розничного сегмента и 13-15% - для корпоративного. Начиная с 3Q10, кредитный портфель растет быстрее, чем депозиты, что позволяет надеяться на повышение доли кредитов в активах в течение года, т.е. увеличение эффективности структуры баланса.

Комментарий: Наш прогноз роста роста кредитного портфеля в 2011 г. – 16% (gross), в корпоративном сегменте – 15%, в розничном – 20%. Несмотря на слабый рост кредитования в 1Q, этот прогноз пока представляется достижимым.

4. Период сжатия **чистой процентной маржи (NIM)** закончился, прогноз до конца года нейтрально-позитивный (6.2-6.4% при 6.2% в 1Q). Переговоры с корпоративными заемщиками предполагают стабильный или немного повышающийся уровень кредитных ставок, хотя в отчетности это отразится с лагом в 3-6 месяцев. В ритейле доходность кредитов составляет примерно 15%, и опережающий рост высокомаржинальных продуктов должен позитивно отразиться на марже. Фондирование со стороны розничных депозитов остается очень дешевым, однако банк не исключает небольшого повышения депозитных ставок в этом году вследствие инфляционного давления и ужесточения денежно-кредитной политики.

Комментарий: Наш прогноз чистой процентной маржи на 2011 г. составляет 6.4% (по нашей методике, такой уровень NIM был в 1Q11), по-видимому, последние изменения дают возможность его небольшой корректировки в сторону повышения.

5. В отношении политики резервирования – роспуск резервов на 14.2 млрд руб в 1Q связан с единовременными факторами (списание активов, погашение проблемной задолженности). Во 2Q суммарный эффект от роспуска резервов и резервирования по вновь выданным кредитам ожидается близким к нулю (хотя в апреле, по данным РСБУ, банк расформировал резервы на 18.5 млрд руб, лишь небольшая часть этой операции отразится в отчетности IFRS). По итогам года менеджмент ожидает, что чистые затраты на резервирование будут положительными, поскольку в 1Q годовой план по роспуску резервов был перевыполнен.

Комментарий: Наш текущий прогноз credit costs на 2011 г. составляет 0,6%, на 2012 г. – 0,4%. Учитывая в целом стабильный

уровень NPL и снижение прогнозируемости этого показателя, мы сохраняем его в силе, хотя можно ожидать, что он будет ближе к нулю.

- б. Прогноз роста операционных расходов скорректирован в сторону повышения (с 20-25% до 25-30%). Показатель операционной эффективности Cost/Income в 2011-12 гг. ("mid 40s%") ожидается несколько выше целевого уровня ("low 40s%"), но к 2013 г. ставится цель снизить его до уровня немногим выше 40%. Если в 2010 – 1Q11 основной причиной роста расходов было увеличение компенсаций персоналу, то в дальнейшем рост этой статьи расходов ожидается немногим выше уровня инфляции при сокращении численности персонала. Однако на рост расходов в большей степени будут влиять инвестиционные и текущие затраты на технологии и инфраструктуру.

Комментарий: Наш текущий прогноз операционных расходов недооценивает сложившийся тренд (18% в 2011 г. и 15% - в 2012), его пересмотр может привести к снижению прогноза прибыли.

7. Рост комиссионных доходов в 2011 г. ожидается на уровне 20% (совпадает с нашими прогнозами).

Выводы:

В целом итоги отчетности и conference call близки к нашим ожиданиям; в то же время возможен пересмотр прогнозов прибыли – положительным фактором является стабилизация уровня чистой процентной маржи (с корректировкой на аномально высокий уровень 4Q10) и наметившаяся тенденция к повышению доходности активов; негативным – слишком высокий темп роста расходов; фактором риска – выполнимость планов по увеличению кредитного портфеля с учетом слабого роста в 1Q, но наметившегося ускорения в апреле. В целом инвестиционная привлекательность акций Сбербанка остается высокой. Наиболее существенными факторами для рынка в ближайшие месяцы будет запуск программы ADR и приватизация пакета акций ЦБ.

Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка составляет **\$4.7** за акцию, рекомендация **«Покупать»**. По итогам анализа отчетности и новой информации, полученной в ходе conference call, справедливая цена может быть пересмотрена

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.