

**Авторы отчета:**

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

# Сбербанк, пересмотр целевой цены

**ПОКУПАТЬ**
**SBER**
**Целевая цена: US\$ 4.5**
**Потенциал роста: 29%**
**Stock data**

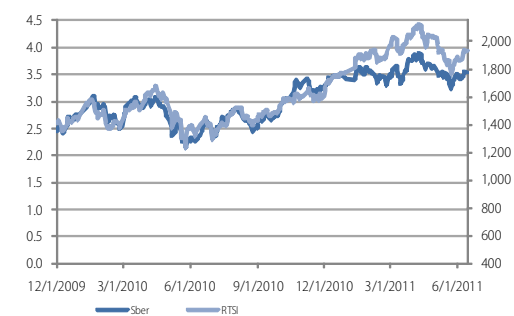
Ticker	SBER	M.Cap, \$ mn	75770
Shares Ord's'000	21586948	Free Float, %	40
Shares Pref '000	1000000	Free Float, \$ mn	30308
Bid O ds, \$	3.48	Offer Ords, \$	3.54

**Market performance**

		1 month	6 months
Absolute	Ord	0,0%	1.1%
Relative to RTSI	Ords	-3.3%	-9.3%
Price range, \$			
High	Ords	3.55	3.88
Low	Ords	3.23	3.23

**Financials, 2011E**

Assets, \$ mn	343,934	P/E	8.3
Book value, \$ mn	42,851	P/BV	1.8
Net income, \$ mn	9,171	ROE	24.5%

**Динамика стоимости акций**


Источник: РТС

- Мы скорректировали модель оценки Сбербанка с учетом финансовых результатов за 1Q11 (IFRS) и conference call.

- Прогнозы прибыли на 2011-2013 гг. были снижены (на 6% в 2011-12 гг., на 22% - в 2013 г.). Основным фактором, повлиявшим на снижение прогнозной прибыли, стал более агрессивный, чем предполагалось ранее, тренд роста операционных расходов в 2011-12 гг. и изменение ожиданий по политике резервирования в 2013 г. вследствие повышения прогнозов роста кредитного портфеля, что потребует дополнительного создания резервов.

- Прогноз чистой прибыли на 2011 г. снижен с 289 до 271 млрд руб., что превышает прогнозы менеджмента банка (250 млрд руб). Рентабельность капитала в 2011-13 гг. ожидается устойчиво выше 20%.

- Менеджмент ожидает относительно высокие темпы роста расходов в 2011-12 гг., связанные с инвестициями в инфраструктуру. Мы повышаем прогноз роста расходов на 2011 г. с 18% до 27%, а в 2012-13 г. – с 13-15% до 15-17%. Показатель эффективности затрат Cost/Income на этот период ухудшится (повысится с целевых 40-45% до 45-50%).

- Большинство других предположений модели сохранены, прогнозы роста кредитного портфеля на 2012-13 гг. пересмотрены в сторону повышения (2012 г.: с 18% до 19%, 2013 г.: с 20% до 22%).

- Выход на финишную прямую запуска программы ADR (в среду получено разрешение ФСФР на обращение за рубежом до 25% обыкновенных акций, и, по словам руководства банка, расписки станут доступны инвесторам через 2 недели) может стать долгожданным катализатором роста стоимости бумаг банка. Потенциальный объем спроса на новый инструмент (доля нерезидентов в капитале банка составляет более 33%) существенно превышает доступный объем предложения (25%, а вероятно, еще меньше с учетом возможного резервирования квоты на SPO 7.6% акций, принадлежащих ЦБ РФ, приватизация которых ожидается осенью), что должно позитивно отразиться на цене расписок на внешних рынках.

- По итогам пересмотра модели мы понижаем оценку 12-месячной справедливой стоимости **обыкновенных** акций Сбербанка с **\$4.7** до **\$4.5** за акцию и подтверждаем рекомендацию «**Покупать**». Для **привилегированных** акций наша целевая цена составляет **\$3.4**, рекомендация «**Покупать**».

- Риски инвестирования в акции связаны с неблагоприятным внешним фоном – признаки стагнации в США, угроза полномасштабного кризиса суверенного долга в Европе, завершение программы поддержки ликвидности QE2 негативно отражаются на отношении инвесторов к рисковому активам.

## Изменения в модели оценки Сбербанка

### 1. Кредитный портфель

В ходе телеконференции по итогам публикации финансовых результатов за 1Q11 IFRS зампред правления банка А. Карамзин подтвердил, что ожидает в 2011 г. рост корпоративного кредитного портфеля на 13-15%, розничного – на 18-23%.

Хотя в 1Q11 рост кредитного портфеля был слабым, в последние месяцы видно улучшение динамики. За январь-май (РСБУ) кредитный портфель банка увеличился на 6.7%, в том числе корпоративный сегмент – на 6.3%, розничный – на 8.0%. В мае рост кредитования заметно ускорился.

Мы незначительно повышаем прогноз роста кредитного портфеля в 2012-13 гг., ожидаем опережающую динамику розничного сегмента

Мы сохраняем на 2011 г. прогноз роста кредитного портфеля (gross) на 16%, в том числе корпоративного сегмента – на 15%, розничного – на 20%.

В то же время на 2012-13 гг. мы повышаем прогноз роста кредитного портфеля - в 2012 г. с 18% до 19%, в 2013 г. – с 20% до 22%. При этом мы также полагаем, что розничный сегмент будет расти опережающими темпами. Повышение прогнозов роста кредитования объясняется ожидаемым отложенным спросом экономики на кредиты, который может реализоваться после выборов 2012 г., в сочетании с избыточным уровнем ликвидности у Сбербанка (фактор предложения).

По нашим прогнозам, доля кредитов в активах Сбербанка повысится с 64% на конец 2010 до 74% в 2013 г., а доля наиболее доходных розничных кредитов в портфеле увеличится с 21% до 23%. Эти изменения в структуре активов должны позитивно отразиться на их эффективности и чистой процентной марже.

### 2. Чистая процентная маржа (NIM)

По данным банка, NIM в 1Q11 составила 6.2% (по нашим оценкам, 6.4%), при этом зампред правления банка А. Карамзин ожидает в 2011 г. уровень показателя 6,2-6,4%. В 1Q11 банк испытывал продолжающееся давление снижающихся кредитных ставок по корпоративным кредитам, что отчасти было компенсировано сокращением стоимости обслуживания клиентских депозитов до рекордно низких уровней.

Статистика ЦБ показывает, что в апреле средняя ставка по кредитам нефинансовым организациям обновила свой исторический минимум (8.4%), несмотря на продолжающееся уже несколько месяцев ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ и сокращение банковской ликвидности. Ставки по вкладам населения также пока продолжают незначительно снижаться, но, по-видимому, близки к стабилизации. Отрицательная реальная доходность депозитов уже привела к замедлению прироста розничных депозитов примерно вдвое по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако банки пока не спешат повышать депозитные ставки, поскольку из-за опережающего роста депозитов в 2009-10 гг. соотношение кредиты/депозиты еще ниже оптимального уровня.

Глава банка Г. Греф ожидает вероятного начала роста кредитных ставок с осени (впрочем, он прогнозировал это и ранее - сначала в 1Q11, затем в мае-июне, однако пока эти прогнозы не оправдались). По словам А.

Мы сохраняем консервативный прогноз чистой процентной маржи на уровне 6.3-6.4% в 2011-13 гг.

Карамзина, 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. Банк допускает небольшое повышение ставок по депозитам до конца года.

Мы полагаем, что предпринимаемые в последние месяцы действия ЦБ по началу ужесточения денежной политики могут привести с некоторым временным лагом к пересмотру кредитных ставок, особенно в тех договорах, где ставка по кредиту непосредственно привязана к ставке рефинансирования.

Тем не менее, мы сохраняем консервативный прогноз чистой процентной маржи в 2011-13 г. на уровне 6.3-6.4%, считаем возможным его повышение в случае, если прогнозы менеджмента на разворот тренда снижения корпоративных кредитных ставок начнут сбываться.

### 3. Резервирование

В 1Q11 Сбербанк неожиданно распустил резервы на 14.2 млрд руб, что менеджмент объяснил влиянием единовременных факторов ( списание активов, погашение проблемной задолженности). Во 2Q суммарный эффект от роспуска резервов и резервирования по вновь выданным кредитам банк ожидает близким к нулю (хотя в апреле-мае, по данным РСБУ, банк расформировал резервы на 17.7 млрд руб, лишь небольшая часть этой операции отразится в отчетности IFRS). По итогам года менеджмент ожидает не чистый роспуск резервов, а чистые затраты на резервирование, поскольку в 1Q годовой план по роспуску резервов был перевыполнен.

Запас покрытия NPL резервами высок (1.5 раза), в то же время общие показатели качества кредитного портфеля лишь немного улучшились с начала года (1Q11 IFRS), а доля просроченных кредитов (1d+) не изменилась.

В связи с этим мы сохраняем прогноз отчислений в резервы на уровне 0.6% кредитного портфеля в 2011 г. и 0.4% - в 2012 г. В то же время мы изменяем прогноз на 2013 г. – если ранее мы надеялись увидеть чистый роспуск провизий, то сейчас мы предполагаем, что этот эффект будет компенсирован более активным ростом кредитного портфеля, под который придется создавать новые резервы. Поэтому мы закладываем в прогноз на 2013 г. credit costs в размере 0.6% (что, в принципе, соответствует докризисной практике формирования резервов с credit costs в размере 0.3-1.1%).

### 4. Операционные расходы

Главным негативным сюрпризом 1Q11 IFRS стал значительный рост операционных расходов (24.2% YoY). Прогнозы менеджмента в ходе conference call подтвердили этот тренд – теперь банк ожидает роста расходов в 2011 г. на 25-30%, а показатель операционной эффективности Cost/Income в 2011-12 гг. – в районе 45% при среднесрочном целевом уровне 40-45%. 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.

Мы повышаем прогноз роста расходов в 2011 г. с 18% до 27%, в

Мы не рассчитываем на чистый роспуск резервов в 2011-13 гг.

Главный негативный фактор – агрессивный рост операционных расходов

последующие 2 года ожидаем рост на 15-17% (ранее 13-15%). По нашим оценкам, показатель Cost/Income в 2011-2013 гг. будет колебаться в диапазоне 45-50%.

## 5. Чистая прибыль

Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка на 2011 -2013 гг. Прогноз прибыли 2011 г. понижен на 6% (с 289 до 271 млрд руб), прогноз на 2012 г. также снижен на 6% (с 338 до 318 млрд руб). Снижение прогнозов прибыли на 2011-12 гг. объясняются, прежде всего, более агрессивными ожиданиями по росту операционных расходов. В 2013 г. снижение прогноза чистой прибыли более существенно – на 22% - с 464 до 363 млрд руб. – здесь ключевым фактором стало изменение прогнозов расходов на резервирование, предсказуемость которых сейчас заметно снизилась для всех банков.

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб	Изменение, %
2011F	289	271	-6%
2012F	338	318	-6%
2013F	464	363	-22%

Мы снизили прогнозы чистой прибыли на 2011-13 гг. Основные факторы – более агрессивный тренд роста операционных расходов в 2011-12 гг. и более консервативный подход к прогнозированию политики резервирования в 2013 г.

Прогноз менеджмента по чистой прибыли на 2011 г. составляет 250 млрд руб.

За 2010 банк показал рентабельность капитала на уровне 20.6%, а в 1Q11 IFRS – более 30%. Мы ожидаем по итогам 2011 г. рентабельность капитала на уровне 24.5% (лучший результат среди российских публичных банков), а в 2012-13 гг. – 20% и выше.

Риски прогноза связаны с ухудшением экономических условий, более слабым ростом кредитного портфеля, турбулентностью на финансовых рынках.

### Оценка стоимости обыкновенных акций

Мы оцениваем справедливую стоимость акций Сбербанка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ( $P/BV = (ROE - g) / (r - g)$ ). При этом мы по-прежнему прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 6%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 20%, а ставка дисконтирования - 13%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	25,959	25,533	25,758	32,391	42,851	51,209	61,674
Чистая прибыль, \$ млн	4,165	3,940	770	5,992	9,171	10,972	12,247
Стоимость капитала, %						13%	13%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 2.0. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$61674 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$123 348 млн.

Доходность капитала будущих периодов	20%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	2.0
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	123,348
Ставка дисконтирования	13%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	96,600

Обыкновенные акции, млн.	21,587
Привилегированные акции, млн.	1,000
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	4.28
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	4.53

Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	4.53
Рыночная стоимость 1 об. Акции (15.06.2011 г.)	3.51
Потенциал роста, %	29%
Рекомендация	«Покупать»

Мы снижаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка с \$4.7 до \$4.5 и подтверждаем рекомендацию «Покупать», оценка стоимости привилегированных акций - \$3.4, рекомендация «Покупать»

Таким образом, **мы снижаем оценку справедливой стоимости акций Сбербанка с \$4.7 до \$4.5 и подтверждаем рекомендацию «Покупать». Привилегированные акции** мы оцениваем с 25%-ным целевым дисконтом к обыкновенным, таким образом, **оценка их справедливой стоимости составляет \$3.4, что предполагает 31%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене, рекомендация «Покупать»**

По рыночным мультипликаторам (P/E 11E 8.3, P/BV 11E 1.8) акции Сбербанка выглядят привлекательно по отношению к мировым аналогам (для EM среднее значение P/E 11E = 9.3, P/BV 11E = 1.6). Консенсус-прогноз предполагает более оптимистичное значение P/E 11 для Сбербанка на уровне 7.5. На наш взгляд, акции Сбербанка – по прежнему лучшая комбинация доходности и рисков в российском банковском секторе. Среди ближайших потенциальных драйверов роста акций основным является запуск программы DR, которая вчера была одобрена ФСФР. Потенциальный объем спроса на новый инструмент (доля нерезидентов в капитале банка превышает 33%) существенно превышает доступный объем предложения (25%, а возможно, еще меньше с учетом возможного резервирования квоты на SPO 7.6% акций, принадлежащих ЦБ РФ, приватизация которых ожидается осенью), что должно позитивно отразиться на цене расписок на внешних рынках.

Намерение менеджмента поддержать котировки акций, в том числе за счет возможного выкупа, с тем, чтобы избежать их просадки в ходе SPO 7.6% акций (вероятный срок – осень этого года) также является позитивным фактором для бумаг банка.

**Прогнозный баланс, млн руб**

Баланс, млн. руб.	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Денежные средства и эквиваленты	803,749	725,521	719,601	786,922	791,840	783,922
Обязательные резервы	7,643	40,572	50,532	68,856	90,496	117,588
Ценные бумаги	493,678	1,064,135	1,823,648	1,967,304	2,036,160	1,959,804
Кредиты, предоставленные другим банкам	2,756	10,219	13,035	29,510	33,936	26,131
Кредиты и авансы клиентам	5,077,882	4,864,031	5,489,387	6,511,891	7,841,571	9,664,246
Основные средства	251,478	249,881	283,756	314,769	350,672	391,961
Прочие активы	99,296	150,707	248,568	157,270	167,324	121,708
<b>Итого активы</b>	<b>6,736,482</b>	<b>7,105,066</b>	<b>8,628,527</b>	<b>9,836,521</b>	<b>11,311,999</b>	<b>13,065,359</b>
Банковские кредиты и депозиты	302,539	53,947	188,431	154,998	156,903	157,357
Депозиты частных лиц	3,112,102	3,787,312	4,834,459	5,656,317	6,589,609	7,709,843
Депозиты юрлиц	1,683,130	1,651,559	1,816,672	1,980,172	2,178,190	2,396,009
Собственные долговые инструменты	138,902	124,599	119,426	258,329	284,387	314,715
Прочие заимствования	159,080	115,213	270,765	180,831	205,935	236,036
Субординированные займы	536,221	519,061	303,513	303,513	303,513	303,513
Прочие обязательства	54,346	74,439	108,094	76,817	87,909	122,335
<b>Итого обязательства</b>	<b>5,986,320</b>	<b>6,326,130</b>	<b>7,641,360</b>	<b>8,610,977</b>	<b>9,806,447</b>	<b>11,239,808</b>
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>750,162</b>	<b>778,936</b>	<b>987,167</b>	<b>1,225,544</b>	<b>1,505,552</b>	<b>1,825,551</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб**

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Процентный доход	428,666	619,952	814,962	795,646	854,969	987,233	1,154,976
Расходы на выплату процентов	-175,905	-241,795	-312,245	-299,825	-308,687	-357,747	-421,322
Чистый процентный доход	252,761	378,157	502,717	495,821	546,282	629,486	733,653
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-17,633	-97,881	-388,932	-153,809	-37,286	-29,449	-54,532
Чистый процентный доход после создания резервов	235,128	280,276	113,785	342,012	508,995	600,037	679,121
Комиссионный доход	65,875	86,194	101,089	123,574	148,038	177,645	214,951
Операционная прибыль	335,513	360,524	259,141	512,754	697,533	817,682	936,072
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-195,764	-221,739	-229,277	-282,619	-358,926	-419,944	-482,935
Прибыль до налогообложения	139,749	138,785	29,864	230,135	338,607	397,739	453,137
Налог на прибыль	-33,260	-32,175	-5,468	-48,487	-67,721	-79,548	-90,627
Чистая прибыль	106,489	97,746	24,396	181,648	270,885	318,191	362,510

**Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Доходность работающих активов	11.2%	12.0%	13.3%	10.9%	9.9%	10.0%	10.0%
Стоимость фондирования	-4.8%	-4.7%	-5.1%	-4.4%	-3.8%	-3.9%	-4.0%
Чистый процентный спред	6.4%	7.3%	8.1%	6.6%	6.1%	6.1%	6.0%
Чистая процентная маржа	6.6%	7.3%	8.2%	6.8%	6.3%	6.4%	6.4%
ROE	22.1%	15.3%	3.0%	20.6%	24.5%	23.3%	21.8%
ROA	2.5%	1.8%	0.3%	2.3%	2.9%	3.0%	2.2%
Cost/Income	55.4%	48.4%	35.4%	42.4%	48.8%	49.6%	48.8%
P/E	18.5	19.5	99.8	12.8	8.3	6.9	6.2
P/BV	3.0	3.0	3.0	2.4	1.8	1.5	1.2

*Источник: данные компании, оценки Совлинк*

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)  
[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

©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.