

Авторы отчета:

Беленькая Ольга, аналитик по финансовому сектору, belenkaya@sovlink.ru

Сбербанк, итоги 2Q10 (IFRS)

ПОКУПАТЬ
Целевая цена: US\$ 3.4
Потенциал роста: 36%
Stock data

Ticker	SBER	M.C p, \$ mn	5378
			3
Shares	215869	Free Float, %	40
Ords '000	48		
Shares Pref	100000	Free Float, \$	2151
'000	0	mn	3
Bid Ords, \$	2.46	Offer Ords, \$	2.53

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ord	-8.8%	-2.8%
Relative to RTSI	Ords	-5.1%	-2.5%
Price range, \$			
High	Ords	2.86	3.08
Low	Ords	2.49	2.14

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	272	P/E	
	320		11.3
Book value, \$ mn	31 529	P/BV	1.7
Net income, \$ mn		ROE	16.6
	4 748		%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

SBER

- Чистая прибыль за 2Q составила 20.8 млрд руб, на 9% превысив нашу оценку (19.1 млрд руб), но оказалась на 20% ниже консенсус-прогноза (26.1 млрд руб). Во 2Q прибыль сократилась почти вдвое по сравнению с рекордным результатом 1Q (43.5 млрд руб).

- После умеренного снижения в 1Q – на 0.3 п.п., во 2Q сокращение значительно ускорилось – с 7.7% до 6.6% (-1.1 п.п.). В целом это совпало с нашими ожиданиями, по итогам 1Q руководство банка предупреждало, что снижение маржи будет отражено в отчетности с временным лагом, во 2-3 кв. Однако сегодняшнее высказывание в новостных лентах вице-президента банка А. Морозова о том, что снижение чистой процентной маржи во 2H10 продолжится, на наш взгляд, является негативным сигналом для рынка. Ранее менеджмент ожидал «дна» чистой процентной маржи во 2Q.

- Чистый процентный доход во 2Q сократился на 11% к 1Q, что объясняется как резким сокращением процентной маржи, так и слабым ростом кредитного портфеля. Добившись оживления в розничном кредитовании (+5%), Сбербанк не смог по общему кредитному портфелю выйти на уровень начала года из-за стагнации в корпоративном сегменте. Недавнее снижение менеджментом прогноза роста корпоративного кредитования по итогам года, несмотря на значительное снижение кредитных ставок, также разочаровывает.

- Из позитивных факторов можно отметить значительное ускорение роста чистого комиссионного дохода и стабилизацию качества кредитного портфеля. Накопленные провизии в 1.37 раза превышают объем неработающих активов, однако банк увеличил отчисления в резервы с 4% до 4.1% кредитного портфеля, что выглядит весьма консервативно.

- Банк сохраняет прогноз чистой прибыли свыше 100 млрд руб., в то же время наш прогноз (140 млрд руб) и рыночный консенсус до сих пор был существенно выше. По итогам отчетности за 1H10 менеджмент Сбербанка планировал повышение прогноза, однако этого не произошло.

- Мы считаем текущие результаты банка умеренно разочаровывающими, особенно отмечая прогноз менеджмента по продолжению сокращения чистой

процентной маржи и слабую динамику кредитного портфеля. Надеемся прояснить текущие оценки по итогам завтрашнего conference call.

Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка составляет **\$3.4** за акцию, рекомендация **«Покупать»**.

Итоги

25 августа 2010 г. Сбербанк опубликовал финансовую отчетность за 1H10 (IFRS).

Чистая прибыль за 2Q составила 20.8 млрд руб, на 9% превысив нашу оценку (19.1 млрд руб), но оказалась на 20% ниже консенсус-прогноза (26.1 млрд руб). Таким

образом, во 2Q чистая прибыль сократилась почти вдвое по сравнению с рекордным результатом 1Q (43.5 млрд руб). Рентабельность капитала сократилась с 21.3% до скромных 9.7%. Сокращение прибыли в значительной мере учитывалось в консенсус-прогнозе. Тем не менее, результаты можно считать умеренно разочаровывающими для рынка не только по значению чистой прибыли, но и по другим ключевым финансовым показателям (чистая процентная маржа, рост кредитного портфеля, отчисления в резервы, операционные расходы).

Негатив: значительное сокращение чистой процентной маржи, слабый рост кредитного портфеля

Чистая процентная маржа. После умеренного снижения в 1Q – на 0.3 п.п., во 2Q сокращение значительно ускорилось – с 7.7% до 6.6% (-1.1 п.п.) . В целом это совпало с нашими ожиданиями, поскольку на год менеджмент прогнозировал снижение показателя на 1-1.5 п.п., причем основное движение должно было произойти в 1П10. По итогам 1Q руководство банка предупреждало, что снижение маржи будет отражено в отчетности с временным лагом, во 2-3 кв.

Жесткое конкурентное давление в условиях слабого спроса на кредиты выразилось в резком снижении ставок по кредитам предприятиям – с 13% в 1Q до 11%. Это привело к сокращению доходности работающих активов на 1.3 п.п. Одновременно стоимость заимствований, основу которых составляют частные вклады, снижалась гораздо медленнее (-0.2%), несмотря на постоянное снижение банком депозитных ставок.

Тем не менее, стоимость фондирования для Сбербанка остается самой низкой среди российских банков, что пока позволяло поддерживать достаточно комфортный уровень чистой процентной маржи.

Сегодняшнее высказывание в новостных лентах вице-президента банка А. Морозова о том, что темпы снижения чистой процентной маржи во 2H10 будут «несколько ниже, чем в 1-м», на наш взгляд, является негативным сигналом для рынка. Ранее менеджмент ожидал «дна» чистой процентной маржи во 2Q. Замедление снижения маржи мы связываем со снижением стоимости фондирования, в частности, на обслуживание суборда ЦБ, по которому банк во 2Q провел частичное досрочное погашение.

Рост кредитного портфеля во 2Q был весьма слабым (+1%), по итогам 1H10 он все еще незначительно ниже уровня начала года. Основная причина - стагнация корпоративного кредитования (+0.2% за 2Q), даже несмотря на то, что в целом по банковскому сектору за этот период зафиксирован рост на 4.9%. Оживления пока удалось достичь лишь в рознице – здесь рост за 2Q составил около 5%.

Слабый рост корпоративного кредитного портфеля в 1H10 уже заставил менеджмент снизить прогнозы по этому сегменту на 2010 г. Зампред правления банка А. Карамзин ожидает двузначных цифр роста розничного кредитного портфеля по итогам года. Однако с учетом доли корпоративных заемщиков на уровне 78%, общая динамика портфеля при условии низкого роста в

корпоративном сегменте неизбежно будет слабой. Этот факт, а также продолжение снижения кредитных ставок с целью увеличить спрос со стороны заемщиков (даже при параллельном снижении депозитных ставок) может ухудшить и прогнозы чистого процентного дохода до конца года.

Чистый процентный доход во 2Q снизился на 11% к 1Q, оказавшись на 2% ниже нашего прогноза.

Качество кредитного портфеля и резервирование. Рост доли NPL продолжил замедляться – до 0.2 п.п. против 0.4 п.п. в 1Q. Доля NPL на 30 июня составила 9.1% (мы ожидали около 10%). Доля просроченных кредитов (совокупный объем требований к заемщику в случае, если на отчетную дату просрочен хотя бы один очередной платеж, связанный с кредитом) также стабилизируется – за апрель-июнь показатель увеличился с 11.1% до 11.5%.

Тем не менее, отчисления в резервы (56.0 млрд руб) даже незначительно увеличились по сравнению с 1Q (54.3 млрд руб). Credit costs сохраняются на уровне 4-4.1%, что выглядит весьма консервативно, с учетом отношения накопленных провизий/NPL на уровне 137%.

Табл. 1. Информация о доле просроченных кредитов
На 30.06.2010

	коммерческое кредитование юрлиц	специализир ованное коммерческо е кредитовани е юрлиц	потребит ельские ссуды физ лицам	Жилищ ное кредито вание	Авто- кредито вание	Итого
Доля просроченных кредитов	9.9%	16.3%	7.0%	6.4%	4.5%	11. %
Доля NPL	8.2%	12.8%	5.0%	4.6%	2.8%	9.1%
Резервы / NPL	156%	125%	130%	122%	160%	137%

На 31.03.2010

	коммерческое кредитование юрлиц	специализир ованное коммерческо е кредитовани е юрлиц	потребит ельские ссуды физ лицам	Жилищ ное кредито вание	Авто- кредито вание	Ито о
Доля просроченных кредитов	9.7%	15.2%	.2%	6.3%	4.3%	11.1%
Доля NPL	7.3%	13.1%	5.3%	4.5%	2.7%	8.9%
Резервы / NPL	165%	111%	129%	128%	166%	132%

На 31.12.2010

	коммерческое кредитование юрлиц	специализир ованное коммерческо е кредитовани е юрлиц	потребит ельские ссуды физ лицам	Жилищ ное кредито вание	Авто- кредито вание	Итого
Доля просроченных кредитов	8.2%	14.5%	6.7%	5.9%	3.7%	10.2%

Доля NPL	6.8%	1 .6%	.2%	4.4%	2.4%	8.5%
Резервы / NPL	148%	110%	130%	129%	179%	125%

Источник: данные компании, оценки Совлинк

Лучше ожиданий – чистый комиссионный доход, стабилизация качества кредитного портфеля. Политика банка в отношении провизий остается очень консервативной

Позитивным сюрпризом стал **значительный рост чистого комиссионного дохода** во 2Q (+22% к 1Q и +31% к 2Q10). Рост доходов отмечается практически по всем статьям, кроме того, в 1H10 банк получил 3.8 млрд руб агентских доходов от продажи страховых контрактов.

Прочие доходы. Во 2Q банк получил убыток в 1.2 млрд руб по операциям с драгметаллами, трейдинг и переоценка ценных бумаг также принесли убыток в 2.3 млрд руб., валютные операции и переоценка валюты позволили заработать почти 5 млрд руб. Кроме того, банк начислил резерв в 1.2 млрд руб на обесценение активов, не относящихся к кредитному портфелю. Таким образом, доходы от трейдинга были значительно скромнее, чем в 1Q (14 млрд руб), что связано с ухудшением конъюнктуры рынка.

В целом операционный доход до резервов сократился на 12% к уровню 1Q, после резервов – на 19%.

Показатели эффективности расходов несколько хуже ожиданий

Операционные расходы несколько превысили наши ожидания и консенсус-прогноз. Рост к 1Q составил 9%, ко 2Q09 18%. При этом расходы на персонал сохранились на уровне 1Q. Банк объясняет рост расходов инвестициями в инфраструктуру, маркетинг и рекламу. Показатель эффективности расходов Cost/Income увеличился с 36% в 1Q до 45%, что несколько превышает ожидания (40%+).

Мы считаем текущие результаты банка **умеренно разочаровывающими**, особенно отмечая прогноз менеджмента по продолжению сокращения чистой процентной маржи и слабую динамику кредитного портфеля. Вместе с тем позитивным сигналом является стабилизация качества кредитного портфеля и ускорение роста комиссионных доходов. Надеемся прояснить текущие оценки по итогам завтрашнего conference call.

Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка составляет **\$3.4** за акцию, рекомендация **«Покупать»**.

Табл. 2 Основные балансовые показатели, млн руб

	На 01.07. 2010 (факт)	оценка СОВЛИН К	Консенс ус	откл онен ие от оцен ки СОВ ЛИН К	откл онен ие от конс енсу са	На 01.01. 2010	Изменен ие к началу года, %	Измене ние 1Q10, %	Измене ние 2Q10, %
Активы	7,579,390	7,555,278	7,478,133	0%	1%	7,105,066	7%	3%	4%
Кредиты клиентам (gross)	5,436,181	5,443,850		0%		5,443,845	0%	-1%	1%
Кредиты клиентам (net)	4,759,073	4,759,089	4,775,660	0%	0%	4,864,031	-2%	-2%	0%
Резервы / Кредиты	12.5%	12.6%	12.5%			10.7%			6%
NPL / Кредиты	9.1%	10.2%	9.6%			8.5%			
Доля кредитов в активах, %	63%	63%	64%			68%			
Ценные бумаги доля в активах, %	1,788,074	1,793,900				1,064,135	68%	49%	12%
депозиты физлиц	4,175,612	4,161,358		0%		3,787,312	10%	3%	7%
доля в обязательства х, %	62%					60%			
депозиты юрлиц	1,680,360	1,687,052		0%		1,651,559	2%	-2%	4%
доля в обязательства х, %	25%					26%			
Собственные средства	866,856					778,936	11%	9%	2%

Источник: данные компании, оценки Совлинк

Табл. 3 Отчет о прибылях и убытках, млн руб

Источник: данные компании, оценки Совлинк

Табл. 4 Финансовые коэффициенты, %

	1H10	1H09	2Q10	1Q10	4Q09	3Q09	2Q09	1Q09
Рентабельность доходных активов	11.8%	13.6%	11.0%	12.3%	12.8%	13.5%	13.8%	13.2%

	1H10	2Q10	2Q10E	2Q10 cons	2Q10/2Q10E diff	2Q10/2Q10 Cons diff	1Q10	2Q10/1Q10
Чистый процентный доход	243,999	114,845	117,133	117,921	-2%	-3%	129,154	-11%
Отчисления в резервы	110,324	55,984	54,100	53,093	3%	5%	54,340	3%
Чистый комиссионный доход	56,823	31,232	25,927	28,113	20%	11%	25,591	22%
Операционный доход	208,937	93,440	91,111	98,490	3%	-5%	115,497	-19%
Операционные расходы	128,355	66,964	65,648	65,125	2%		61,391	9%
Прибыль до налогообложения	80,582	26,476	25,463		4%		54,106	-51%
Чистая прибыль	64,317	20,822	19,097	26,103	9%	-20%	43,495	-52%

Стоимость привлечения пассивов	-4.9%	-5.4%	-4.8%	-5.0%	-5.1%	-5.2%	-5.4%	-5.4%
Чистый процентный спред	7.0%	8.2%	6.2%	7.3%	7.7%	8.3%	8.4%	7.9%
Чистая процентная маржа	7.2%	8.3%	6.6%	7.7%	8.0%	8.5%	8.6%	8.2%
ROE	15.6%	3.2%	9.7%	21.3%	7.3%	2.2%	2.9%	0.3%
ROA	1.8%	0.4%	1.1%	2.4%	0.8%	0.3%	0.3%	0.0%
Cost / Income	40.2%	35.4%	44.8%	36.1%	39.1%	31.5%	34.3%	36.7%

Источник: данные компании, оценки Совлинк

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.