

Сбербанк: итоги 1П12 по МСФО

Сбербанк опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за первое полугодие. Консолидация VBI и Тройки Диалог негативно сказалась на операционных расходах, которые выросли на третью с начала года, существенно превысив прогнозы. Однако на качестве кредитного портфеля приобретение VBI не сказалось. Оно улучшилось, если верить отчетности.

Операционные результаты выглядят очень неплохо, хотя нас немного беспокоит увеличение доли высокорискованных кредитов на фоне сокращения покрытия кредитного портфеля резервами.

В целом мы оцениваем отчетность нейтрально, подтверждаем наш годовой прогноз по прибыли на уровне 348 млрд. рублей и оценку справедливой стоимость акций Сбербанка на уровне 120,4 рубля.

Тем не менее, рост расходов, отсутствие роста прибыли по итогам 1П12, локальная перегретость котировок и сохраняющаяся неопределенность по приватизации могут стимулировать фиксацию в бумагах.

Инвестиционные факторы

- ✓ Рост процентных и комиссионных доходов превосходит рыночные ожидания;
- ✓ Чистая прибыль в 2К12 несколько превзошла прогнозы рынка, достигнув 83,1 млрд. руб. (мы ожидали 80 млрд. руб.). Хотя снижение на 0,5% в годовом сопоставлении может напугать спекулянтов, так как не согласуется с планами компании увеличить прибыль в текущем году;
- ✓ Качество кредитного портфеля продолжило номинально улучшаться, достигнув 3,4%, хотя и на фоне снижения обеспеченности резервами и роста доли высокорискованных кредитов;
- ✓ Агрессивный рост кредитования населения позволил остановить падение ЧПМ, которая составила 6%, несмотря на тяжелую ситуацию с ликвидностью и удешевление фондирования.

Факторы риска

- ✗ Операционные издержки выросли на 32,2% по итогам 1П12. Планы руководства по выходу на 20% роста выглядят неосуществимыми;
- ✗ Ясности по поводу SPO до сих пор нет. При этом нормативы достаточности капитала ощутимо снизились и могут снизиться дальше после консолидации очередных приобретений. Мы не видим в этом большой проблемы для стабильности банка, но это может вынудить руководство провести приватизацию по пути размещения допэмиссии с целью докапитализации банка. Это размает доли. Кроме того, банк может не дождаться благоприятных условий.

31 августа 2012

ПОКУПАТЬ

	АО	АП
Тикер ММВБ	SBER	SBERP
Целевая цена, руб.	120,4	84,2
Текущая цена, руб.	93,7	68,5
Потенциал роста	28,4%	22,9%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млрд. руб.	2 091
Количество АО, млн. шт.	21 587
Количество АП, млн. шт.	1 000
Free float акций	40%

Финансовые показатели

	2011	2012п	2013п
Активы, млрд руб.	10 835	12 431	13 595
Капитал, млрд руб.	1 268	1 496	1 638
Кредитный портфель, млрд руб.	7 720	8 842	9 854
Чистая прибыль, млрд руб	316	348	363

Основные коэффициенты

	2011	2012п	2013п
ROAA	3,2%	2,8%	2,7%
ROAE	28,0%	23,3%	22,2%
Резервы под обеспечение кредитного портфеля	7,9%	7,0%	7,0%
Доля просроченных кредитов в портфеле	4,9%	5,0%	6,5%

Рыночные мультипликаторы

	2011	2012F	2013F
P/E	6,6	6,0	5,8
P/BV	1,6	1,4	1,3

Динамика торгов



Отношение стоимости привилегированных акций к обычным



Источник: данные Bloomberg, расчеты UFS IC

Илья Балакирев, bia@ufs-federation.com



Отчетность Сбербанка по-прежнему выглядит очень неплохо.

Кредитный портфель вырос на 14,8% с начала года, что в целом совпало с прогнозами. Наиболее активный рост отмечался в розничном сегменте: +29% с начала года, +13% по сравнению с 1К12. Корпоративный сегмент вырос только на 7,9% с начала года. Доля розничных кредитов в портфеле повысилась с 21,5% на начало года до 24,7%. Это поддержало рентабельность операций банка.

Рост стоимости заимствований замедлился и был компенсирован начавшейся положительной переоценкой активов, а также увеличением доли высокодоходных розничных кредитов (с 21,5% на начало года до 24,7%). В результате ЧПМ составила 6%, что приблизительно на уровне 1К12. Банк сохраняет прогноз по ЧПМ на данный год на уровне 6,2-6,4%. Таким образом, ожидается рост маржи в 2П12 приблизительно до 6,5%. Мы оцениваем этот прогноз как излишне оптимистичный. В сложившихся условиях мы пока не видим предпосылок для значительного увеличения маржи, и не приветствуем дальнейшее агрессивное наращивание высокорискованных кредитов.

На этом фоне операционные доходы показывают уверенный рост. Чистые процентные доходы выросли в годовом сопоставлении на 25,2%, чистые комиссионные доходы - на 23,3%.

Доля плохих кредитов неожиданно сократилась с 4,8% в 1К12 до 3,4% из-за реклассификации крупного кредита. Отчисления в резервы в 2К12 составили только 2,1 млрд. руб., что ниже рыночных ожиданий и наших прогнозов. Сокращение отчислений в резервы выглядит оправданным на фоне визуального улучшения качества кредитного портфеля. Однако мы скептически настроены в отношении этого факта. Сбербанк активно работает с коллекторами и распродает часть плохих кредитов, списывая их с баланса. Таким образом, отчетность не отражает качество портфеля в полной мере. Сокращение отчислений в резервы выглядит подозрительно на фоне того, что доля высокорискованных потребительских кредитов в банке растет. Кроме того, мы ожидаем, что консолидация VBI должна была отразиться на качестве портфеля негативно, и то же самое может быть справедливо для Deniz Bank'a, который может быть консолидирован уже в 3К12.

Основной негативный момент в отчетности – рост операционных издержек, которые прибавили треть с начала года и 13,6% за 2К12. В банке рост издержек объясняют консолидацией Тройки и VBI, и пока сохраняют прежние прогнозы по достижению динамики «не выше 20%». Мы крайне скептически настроены на этот счет. На наш взгляд, если удастся добиться роста на уровне 25% по итогам года – это уже будет неплохим результатом. Росту также будет способствовать будущая консолидация Deniz Bank'a.

В результате приобретений снизились нормативы достаточности капитала – это тоже неприятная новость. Мы пока не видим проблем в плане устойчивости банка, но вместе с усиливающимся перекосом кредитного портфеля в сторону рискованных активов это выглядит не слишком хорошо. Такую же позицию может занять регулятор. А это грозит тем, что пресловутая приватизация 7,62% Сбербанка, которая уже стала на рынке «притчей во языцах», может действительно пройти по сценарию допэмиссии и, соответственно, докапитализации банка. В этом случае, ждать «окна» особого смысла нет, и банк действительно может выйти на рынок уже в сентябре, как «грозил» Греф. На наш взгляд, это будет негативным событием, которое определит судьбу акций Сбербанка на месяцы вперед. После допэмиссии, которая размоет доли миноритариев, и размещения на «узком» рынке – расти котировкам будет крайне тяжело.

В остальном же результаты выглядят сильно. Чистая прибыль составила 83,1 млрд. руб., что лучше консенсус-прогнозов. По итогам года банк все еще надеется увеличить прибыль и ожидает ускорения в 2П12. Мы верим в эти прогнозы, при условии, что банк сохранит текущую стратегию по наращиванию рискованных кредитов. Однако качество портфеля может ухудшиться уже к концу года и продолжит ухудшаться в дальнейшем, даже если отчетность этого не отразит. Однако, в случае реального ухудшения, банку придется наращивать резервы, а это помешает росту прибыли. Ожидаем, что по итогам года прибыль может составить 348 млрд. руб., но если банк «возьмется за голову» и прекратит гнаться за динамикой любой ценой, показатель может замедлиться до порядка 300 млрд. руб.

Сравнение с другими российскими банками указывает на то, что Сбербанк уже не выглядит дешевым на текущих уровнях, и дальнейший рост выглядит не слишком оправданным.

Ситуация в банке пока развивается в рамках прогнозов. Явных поводов для роста нет, напротив, увеличение расходов может напугать инвесторов, что вместе с общим рыночным фоном, «разгоном» котировок перед публикацией отчетности, а также относительной дороговизной банка может стимулировать закономерную фиксацию в бумагах. Но фундаментально в показателях мы не увидели ничего неожиданного и в целом отчетность оцениваем нейтрально. Оставляем оценку справедливой стоимости банка на уровне **120,3 рубля** за обыкновенную акцию и **84,2 рубля** за привилегированную.

Результаты деятельности по итогам 1П 2012, млрд. руб.

	1П11	1К12	2К12	1П12	Изменение, %		2012F	YoY
					YoY	QoQ		
Активы	8 971	11 642	12 434		38,6%	6,8%	12 431	14,7%
Кредиты физическим лицам	1 446	2 058	2 328		61,1%	13,1%	2 076	
доля в кредитном портфеле, %	22,0%	23,1%	24,7%				21,8%	
Кредиты юридическим лицам	5 122	6 839	7 096		38,5%	3,8%	7 432	
доля в кредитном портфеле, %	78,0%	76,9%	75,3%				78,2%	
Средства физических лиц	5 058	5 864	6 175		22,1%	5,3%	7 252	
доля в депозитах, %	72,5%	71,0%	70,4%				77,2%	
Средства юридических лиц	1 920	2 392	2 594		35,1%	8,4%	2 139	
доля в депозитах, %	27,5%	29,0%	29,6%				22,8%	
Капитал	1 197	1 378	1 415		18,3%	2,7%	1 496	18,0%
отношение капитала к активам, %	13,3%	11,8%	11,4%				12,0%	
	1П11	1К12	2К12	1П12	YoY	QoQ	2012F	YoY
Чистый процентный доход	259	156	168	324	25,1%	7,4%	652	25,0%
ЧПД к кредитному портфелю*, %	7,9%	7,0%	7,1%	6,9%			6,9%	
Чистый комиссионный доход	64	36	43	78	22,2%	18,7%	167	18,2%
ЧКД к кредитному портфелю*, %	2,0%	1,6%	1,8%	1,7%			1,8%	
Операционные доходы	374	211	222	433	15,7%	5,2%	875	30,2%
Операционные расходы	155	96	109	205	32,2%	13,6%	404	25,0%
Чистая прибыль	176	92	83	175	-0,5%	-9,9%	348	10,2%
ROAE*, %	29,4%	26,8%	23,5%	24,8%			23,3%	

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC

Сбербанк на фоне других российских банков

	P/E			P/BV			ROE
	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	
Банк Возрождение	8,13	5,93	4,37	0,70	0,68	0,59	-
Банк Санкт-Петербург	4,04	6,12	3,51	0,55	0,52	0,46	11,07
ВТБ	6,88	6,36	4,70	1,02	0,83	0,72	14,52
Банк Москвы	6,69	-	-	1,52	-	-	24,72
Росбанк	16,63	-	-	1,47	-	-	8,94
Номос Банк	5,54	5,83	4,31	0,91	0,82	0,68	18,25
Московский Индустриальный Банк	-	-	-	-	-	-	3,30
МДМ	26,10	7,22	4,74	0,89	0,74	0,65	-
Сбербанк	6,62	6,01	5,76	1,65	1,40	1,28	26,19
Среднее	10,57	6,29	4,33	1,01	0,72	0,62	12,80
Справедливая стоимость акции, руб.	149,7	98,1	70,4	57,3	48,1	45,4	
Потенциал	59,7%	4,7%	-24,9%	-38,8%	-48,6%	-51,5%	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC

Вы можете подписаться на наши материалы,
отправив письмо на адрес research@ufs-federation.com в свободной форме



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич
Хомяков Илья Маркович
Кущ Алексей Михайлович
Полторанов Николай Владимирович
Ким Игорь Львович
Тимошенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 73 03
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 73 01
Тел. +7 (495) 781 73 04
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич
Балакирев Илья Андреевич
Козлов Алексей Александрович
Назаров Дмитрий Сергеевич
Королева Виктория Сергеевна
Милостнова Анна Валентиновна
Селезнева Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 73 06
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставляется исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

