

# Сбербанк

Октябрь, 31

Flash Note

## Отчетность за I полугодие 2007 года по МСФО

<b>Ticker</b>	<b>SBER</b>
<b>Price</b>	<b>\$4.3</b>
<b>Target price</b>	<b>\$5</b>
<b>Recom.</b>	<b>покупать</b>

Сбербанк обнародовал финансовую отчетность по МСФО по итогам первой половины текущего года. Среди основных позитивных моментов можно выделить следующие:

- темпы роста активов и собственных средств в первом полугодии превысили среднерыночные;
- ускорение темпов роста процентных и комиссионных доходов;
- тенденция к восстановлению показателя стоимости размещения средств банка (Asset margin).

Негативные моменты:

- темпы роста кредитного портфеля в первом полугодии оказались ниже среднерыночных;
- резкий рост расходов банка во II квартале;
- рост чистой прибыли поддерживался снижением резервов под обесценение кредитного портфеля;
- увеличение стоимости привлечения средств (Liabilities margin).

Мы нейтрально расцениваем обнародованную финансовую отчетность Сбербанка и сохраняем свою оценку справедливой стоимости обыкновенных акций на уровне \$5. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, составляет более 15%. Наша рекомендация по бумагам – «ПОКУПАТЬ».

На наш взгляд, Сбербанк хорошо защищен от кредитных и валютных рисков, а также в наименьшей степени подвержен рискам, связанным с удорожанием ресурсов на зарубежных рынках капитала. Рост стоимости внешних заимствований привел к тому, что многие российские банки замедлили темпы роста выдачи «длинных» и объемных кредитов, что теоретически может сыграть на руку Сбербанку и поспособствовать замедлению темпов потери доли на рынке кредитования.

52 нед. max	\$4.42
53 нед. min	\$2.08
Капитализация	\$91.49 млрд
Free-float	44%
PE'07	21.6x
PBV'07	3.8x
Div. yield, об.	0.4%
Div. yield, пр.	0.6%

	2006	2007F	2008F	2009F
EPS, \$	0.161	0.196	0.264	0.339
BVPS, \$	0.617	1.129	1.366	1.667
P/BV	7.8	3.8	3.1	2.5
P/E	30.0	21.6	16.1	12.5
ROE	31%	24%	21%	22%

**Денис Мухин**  
brit@msk.bcs.ru  
**+7 495 785 53 36**

Настоящий отчет подготовлен компанией «Брокеркредитсервис». Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

**Финансовая отчетность по МСФО по итогам первой половины текущего года**

Активы Сбербанка выросли с начала года на 26% и достигли \$165.89 млрд (или 4.28 трлн руб.), что оказалось несколько выше наших прогнозов – \$165.6 млрд. Объем общего кредитного портфеля на конец первого полугодия составил \$111.19 млрд (или 2.87 трлн руб.), что на 15.2% выше аналогичного показателя по состоянию на начало текущего года. При этом объем кредитного портфеля оказался на 6.2% ниже прогнозируемого нами уровня в \$118.1 млрд.

Объем собственных средств Сбербанка вырос с начала года на 91% – до \$22.38 млрд (или 577.87 млрд руб.), что выше прогнозируемого нами уровня в \$22.1 млрд. Таким образом, темпы роста активов и собственных средств превысили среднерыночные, которые составили соответственно 24.9% и 40.6%. Темпы роста кредитного портфеля банка оказались ниже среднерыночных – 15.2% против 22.6%.

Чистая прибыль Сбербанка по итогам 6 месяцев 2007 года составила \$1.84 млрд (или 47.99 млрд руб.), что на 37.3% выше показателя за аналогичный период прошлого года и на 14% ниже прогнозируемого нами уровня. За II квартал Сбербанк заработал \$823 млн, что на 19.2% ниже аналогичного показателя за I квартал текущего года, который составил более \$1 млрд. Снижение квартальной чистой прибыли в первую очередь связано с резким ростом расходов банка, объем которых во II квартале составил \$1.92 млрд, что на 42.3% выше показателя за I квартал 2007 года. В результате, показатель Cost-to-income во II квартале вырос до 64% (по сравнению с 51.4% в I квартале).

В структуре доходов Сбербанка высокие темпы роста продолжают демонстрировать чистые процентные доходы, объем которых во II квартале вырос на 33.2% по отношению к показателю за аналогичный период прошлого года. При этом отдельно следует отметить резкое снижение резервов под обесценение кредитного портфеля во II квартале – на 85.6%. В результате резервы по итогам I полугодия составили лишь \$15 млн, что почти в 17 раз меньше показателя за аналогичный период прошлого года. Несмотря на снижение, коэффициент покрытия резервами проблемных ссуд у Сбербанка по-прежнему находится на высоком уровне.

Чистые комиссионные доходы Сбербанка за второй квартал составили \$600 млн, что на 40.3% выше показателя за аналогичный период прошлого года (в то время как в первом квартале рост составил 36.1%). Таким образом, во II квартале темпы роста комиссионных доходов ускорились.

Рентабельность собственного капитала (ROE) и активов (ROA) Сбербанка во II квартале составили соответственно 14.9% и 2.1% (по сравнению с 24.3% и 2.9% в I квартале). Отдельно следует отметить тенденцию к восстановлению стоимости размещения средств (Asset margin) – с 10.4% в I квартале до 10.5% во II квартале. Привлеченные в ходе SPO средства изначально были размещены в низкодходных инструментах (облигации ОФЗ), что повлекло за собой падение данного показателя (с 11.6% по итогам 2006 года до 10.4% в I квартале 2007 года). Мы ожидаем, что во втором полугодии привлеченные в ходе SPO средства Сбербанк будет более активно направлять на увеличение объемов кредитования, что благоприятно отразится на показателе стоимости размещения средств банка. Зимнее повышение ставок по депозитам повлекло за собой увеличение стоимости привлечения средств Сбербанка (Liabilities margin) – с 4.9% в I квартале до 5.1% во II квартале. Мы не ожидаем, что данный показатель будет увеличиваться такими же темпами во второй половине текущего года в связи с тем, что в мае Сбербанк принял решение снизить ставки по ряду депозитных продуктов. Размещение привлеченных средств в кредиты и высокие темпы роста чистых процентных доходов Сбербанка повлекли за собой увеличение показателя чистой процентной маржи – с 6% в I квартале до 6.5% во II квартале.

Мы нейтрально расцениваем обнародованную финансовую отчетность Сбербанка и сохраняем свою оценку справедливой стоимости обыкновенных акций на уровне \$5. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, составляет более 15%. Наша рекомендация по бумагам – «ПОКУПАТЬ».

На наш взгляд, Сбербанк хорошо защищен от кредитных и валютных рисков, а также в наименьшей степени подвержен рискам, связанным с удорожанием ресурсов на зарубежных рынках капитала. Увеличение стоимости внешних заимствований привело к тому, что многие российские банки замедлили темпы роста выдачи «длинных» и объемных кредитов, что теоретически может сыграть на руку Сбербанку и поспособствовать замедлению темпов потери доли на рынке кредитования.

Несмотря на неоднозначные финансовые результаты банка по МСФО за 6 месяцев 2007 года, мы ожидаем, что второе полугодие будет более удачным для Сбербанка, чем первое.

**Руководство Сбербанка  
пересмотрело свои прогнозы  
по чистой прибыли по итогам  
2007 года**

После публикации финансовой отчетности руководство Сбербанка сообщило о пересмотре прогнозов по чистой прибыли по итогам 2007 года в сторону увеличения – со 100 млрд руб. до 110 млрд руб. Учитывая, что традиционно финансовые показатели Сбербанка превосходят прогнозы руководства, мы расцениваем данную новость весьма позитивно.

**Мы сохраняем наши прогнозы  
по финансовым показателям  
Сбербанка**

Мы ожидаем, что по итогам 2007 года чистая прибыль Сбербанка по МСФО составит \$4.2 млрд, что на 39% выше аналогичного показателя по итогам 2006 года. Согласно нашим прогнозам, средний темп роста (CAGR) чистой прибыли с 2007 по 2009 год достигнет 34%. В структуре доходов мы ожидаем постепенного уменьшения доли чистых процентных доходов после создания резерва в операционных доходах с 72% в 2007 году до 69% в 2009 году, при этом доля чистых комиссионных доходов вырастет за аналогичный период с 21% до 22.1%.

Согласно нашим прогнозам, по итогам 2007 года активы банка вырастут на 43% и составят \$188.3 млрд. При этом доля Сбербанка в совокупных активах российских банков снизится с 24.7% до 24%. Мы ожидаем, что средний темп роста (CAGR) активов Сбербанка с 2007 по 2009 год составит 34.9%.

Мы предполагаем, что по итогам 2007 года кредитный портфель Сбербанка вырастет на 45% и составит \$139.9 млрд, доля Сбербанка на рынке кредитования снизится с 30.2% до 29.7%. Доля кредитов и авансов клиентам в активах банка вырастет с 74.3% в 2007 году до 77.3% в 2009 году, доля ценных бумаг за аналогичный период снизится с 14.2% до 13%. Согласно нашим прогнозам, средний темп роста (CAGR) кредитного портфеля банка с 2007 по 2009 год составит 37.3%.

Мы ожидаем, что в текущем году Сбербанк несколько замедлит темпы потери доли на рынке кредитования физических лиц: по нашим предположениям, по итогам текущего года данный показатель составит 29.7%. Согласно нашим прогнозам, объем портфеля кредитов физическим лицам банка по итогам 2007 года увеличится на 36% и превысит \$37 млрд.

В структуре обязательств банка мы ожидаем постепенного снижения доли вкладов физических лиц – с 64.8% по итогам 2006 года до 60% по итогам 2009-го. Причем доля Сбербанка на этом рынке по итогам текущего года составит 51.6% (против 53.9% в 2006 году). Доля средств клиентов из числа юридических лиц в обязательствах банка, согласно нашим прогнозам, увеличится с 24.8% по итогам 2006 года до 30.2% по итогам 2009 года.

## Банковский сектор: статистика (+доля Сбербанка), \$ млрд

	2006	1Q2007	1H2007	Изм., %, 1H06-1H07	Изм., %, 2006-1H07
Активы	533	600	666	56.5%	24.9%
% к ВВП	54.0%	n/a	n/a		
%, доля Сбербанка (МСФО)	24.7%	25.2%	24.9%		
Ссудная задолженность	319	350	391	56.1%	22.6%
% к ВВП	32.3%	n/a	n/a		
% к активам	59.8%	58.3%	58.7%		
%, доля Сбербанка (МСФО)	30.2%	29.1%	28.4%		
Кредиты физ. лицам	78	86	99	75.5%	26.4%
% к ВВП	7.7%	n/a	n/a		
% к активам	14.7%	14.4%	14.9%		
% доля в общем кредитном портфеле	24.6%	24.6%	25.3%		
Средства клиентов (всего)	322	362	401	55.1%	24.7%
% к пассивам	60.3%	60.4%	60.2%		
%, доля Сбербанка (МСФО)	33.4%	32.3%	32.5%		
Вклады физ. лиц	144	154	168	45.1%	16.9%
% к ВВП	14.2%	n/a	n/a		
%, доля в общих средствах клиентов	44.8%	42.6%	42.0%		
%, доля Сбербанка (МСФО)	53.9%	54.1%	53.7%		
Собственный капитал	64	78	90	73.8%	40.6%
% к ВВП	6.5%	n/a	n/a		
% к активам	12.1%	12.9%	13.6%		
%, доля Сбербанка (МСФО)	18.2%	28.0%	24.8%		
Прибыль	14	4	8	30.9%	n/a
ROE	25.5%	25.1%	21.9%		
ROA	3.1%	3.1%	2.8%		

Источник: ЦБ, данные компании, оценка БКС

## Сбербанк: основные коэффициенты (МСФО)

	2006	1Q2007	2Q2007	1H2007
Рентабельность собственного капитала (ROE)	30.9%	24.3%	14.9%	21.6%
Рентабельность активов (ROA)	2.8%	2.9%	2.1%	2.5%
Расходы/Операционные доходы (Cost/income)	57.1%	51.4%	64.0%	58.1%
Стоимость размещения средств (Asset margin)	11.5%	10.4%	10.5%	10.6%
Стоимость привлечение средств (Liabilities margin)	4.7%	4.9%	5.1%	5.0%
Чистый процентный спред (Spread)	6.8%	5.5%	5.4%	5.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.1%	6.0%	6.5%	6.1%
Чистые процентные доходы/операционные доходы	77.0%	76.1%	75.2%	75.6%
Чистые комиссионные доходы/операционные доходы	19.7%	19.6%	20.0%	19.8%
Ценные бумаги/активы	13.7%	17.9%	17.9%	17.5%
Кредитный портфель/активы	73.3%	67.1%	67.1%	67.0%

Источник: данные компании, оценка БКС

## Баланс (МСФО), \$ млн

	2006	1Q2007	2Q2007	Изм., %, 2006-1Q07	Изм., %, 2006-2Q07	Изм., %, 1Q07-2Q07
<b>АКТИВЫ</b>						
Денежные средства и их эквиваленты	6 449	13 377	12 740	107.4%	97.6%	-4.8%
Обязательные резервы на счетах в ЦБ РФ	2 959	2 199	2 481	-25.7%	-16.2%	12.8%
Ценные бумаги*	18 028	27 147	29 110	50.6%	61.5%	7.2%
Средства в других банках	1 568	1 225	4 126	-21.9%	163.2%	236.9%
Кредиты и авансы клиентам	96 525	101 541	111 195	5.2%	15.2%	9.5%
Основные средства	4 755	4 763	4 898	0.2%	3.0%	2.9%
Прочие активы	1 373	1 101	1 343	-19.8%	-2.2%	21.9%
<b>ИТОГО АКТИВОВ</b>	<b>131 657</b>	<b>151 352</b>	<b>165 893</b>	<b>15.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>9.6%</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Средства банков	1 703	1 443	1 574	-15.3%	-7.6%	9.1%
Вклады физических лиц	77 704	83 373	90 396	7.3%	16.3%	8.4%
Средства клиентов	29 729	33 585	40 077	13.0%	34.8%	19.3%
Выпущенные долговые ценные бумаги	4 699	5 150	4 331	9.6%	-7.8%	-15.9%
Прочие заемные средства	4 076	4 130	4 128	1.3%	1.3%	-0.1%
Отложенное налоговое обязательство	137	160	115	16.7%	-15.9%	-27.9%
Прочие обязательства	871	764	1 868	-12.3%	114.4%	144.4%
Субординированный займ	1 021	1 005	1 021	-1.5%	0.0%	1.5%
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>119 940</b>	<b>129 610</b>	<b>143 509</b>	<b>8.1%</b>	<b>19.7%</b>	<b>10.7%</b>
<b>СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА</b>						
Уставный капитал	3 038	3 373	3 399	11.1%	11.9%	0.8%
Эмиссионный доход	380	8 938	9 006	2249.8%	2267.5%	0.8%
Фонды переоценки	583	585	581	0.4%	-0.4%	-0.8%
Нераспределенная прибыль	7 716	8 846	9 399	14.6%	21.8%	6.3%
<b>ИТОГО СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>11 717</b>	<b>21 742</b>	<b>22 384</b>	<b>85.6%</b>	<b>91.0%</b>	<b>3.0%</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>131 657</b>	<b>151 352</b>	<b>165 893</b>	<b>15.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>9.6%</b>

Источник: данные компании

## Отчет о прибыли и убытках (МСФО), \$ млн

	2006				2007		Изменение, %			
	1Q	2Q	1H	1Q	2Q	1H	1Q06-1Q07	2Q06-2Q07	1H06-1H07	1Q07-2Q07
Процентные доходы	2 477	2 744	5 221	3 451	3 928	7 379	39.3%	43.1%	41.3%	13.8%
Процентные расходы	-908	-1 049	-1 957	-1 452	-1 670	-3 122	59.9%	59.2%	59.5%	15.0%
ЧИСТЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ ДОХОДЫ	1 569	1 695	3 264	1 999	2 258	4 257	27.4%	33.2%	30.4%	13.0%
Резерв под обесценение кредитного портфеля	-64	-205	-269	14	-30	-15	n/a	-85.6%	-94.3%	-309.0%
ЧИСТЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ ДОХОДЫ (после резервов)	1 504	1 490	2 995	2 013	2 229	4 242	33.8%	49.5%	41.6%	10.7%
Чистые доходы по операциям с ценными бумагами	116	31	147	21	97	118	-81.8%	213.7%	-19.6%	358.5%
Чистые доходы по операциям с ин. валютой	27	40	68	39	47	86	41.5%	15.6%	26.1%	20.6%
Комиссионные доходы	388	440	829	532	621	1 153	36.9%	41.0%	39.1%	16.9%
Комиссионные расходы	-11	-13	-24	-18	-21	-40	60.8%	63.7%	62.4%	16.2%
Прочие операционные доходы	43	177	220	39	32	71	-9.2%	-82.1%	-67.9%	-18.9%
ОПЕРАЦИОННЫЕ ДОХОДЫ	2 067	2 167	4 234	2 625	3 004	5 629	27.0%	38.6%	32.9%	14.4%
Административные и прочие операционные расходы	-1 133	-1 326	-2 458	-1 350	-1 922	-3 273	19.2%	45.0%	33.1%	42.3%
ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ	935	841	1 776	1 275	1 082	2 357	36.3%	28.6%	32.7%	-15.1%
Расходы по налогу на прибыль	-225	-210	-435	-257	-259	-516	14.2%	23.3%	18.6%	1.0%
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	710	631	1 341	1 018	823	1 841	43.4%	30.4%	37.3%	-19.2%

Источник: данные компании

**Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций**  
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

## BCS Research Group

**Макс Шеин**  
Руководитель департамента  
Нефть, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**  
электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**  
Банки, телекомы  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**  
Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**  
Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**  
Пищепром, розница,  
потребтовары, девелопмент  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Ассистент  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**  
Промышленное строительство,  
транспорт, удобрения  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**  
Машиностроение  
[skoizitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skoizitsyn@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**  
Ассистент  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Балабанов Филипп**  
Ассистент  
[fbalabanov@msk.bcs.ru](mailto:fbalabanov@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

**Павел Васев**  
Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Антон Манаев**  
Консультант по инвестициям  
[amanaev@msk.bcs.ru](mailto:amanaev@msk.bcs.ru)

**Сергей Цуркан**  
Sales Trader  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Ринат Темербеков**  
Sales Trader  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

**Александр Микин**  
Trader  
[amikin@msk.bcs.ru](mailto:amikin@msk.bcs.ru)

**Денис Новиков**  
Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Ольга Карельская**  
ИО начальника отдела  
консультирования  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Евгений Тупикин**  
Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Антон Клецкий**  
Консультант по инвестициям  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

**Андрей Бычин**  
Зам. Начальника отдела  
консультирования  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**  
Старший консультант по  
инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Александр Пименов**  
Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)

**Артем Губанов**  
Trader  
[agubanov@msk.bcs.ru](mailto:agubanov@msk.bcs.ru)

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.