

Ежемесячный обзор банковского сектора за ноябрь: внутренние факторы возвращаются

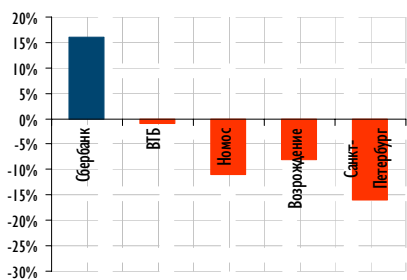


Наши рекомендации

	Сбербанк, об.	Сбербанк, пр.	ВТБ, об.	Номос, ГДР.
Текущая цена*	89,5 руб.	68,7 руб.	7,0 коп	10,8 дол.
Целевая цена 2011	120,1 руб.	90,1 руб.	8,9 коп	18,4 дол.
Потенциал роста	34%	31%	27%	70%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ

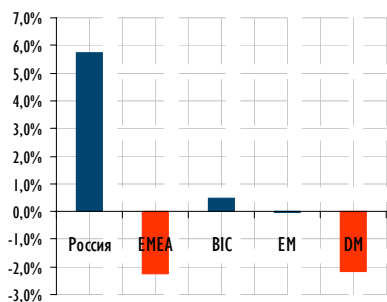
*на 2 декабря 2011 г.

Динамика акций сектора за месяц



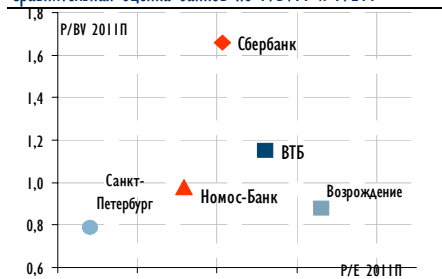
Источник: Bloomberg

Динамика российского финансового сектора на фоне зарубежных аналогов за месяц



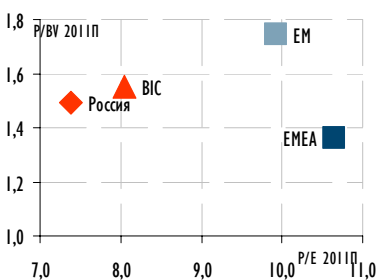
Источник: Bloomberg

Сравнительная оценка банков по P/BV11 и P/E11



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Сравнительная оценка российских банков с зарубежными аналогами по P/BV11 и P/E11



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

После октябряского ралли на рынках ноябрь стал «консолидационным» месяцем без четкого вектора. Получив заряд позитива месяцем ранее, рынки не спешили его «расплескивать» даже по мере поступления неоднозначных новостей из еврозоны и сохраняющейся напряженности на рынке суверенных долгов стран-членов ЕС. Финансовый сектор на этот раз не стал исключением. На фоне ослабления влияния внешнего информационного потока основными драйверами для отечественных банков, пожалуй, впервые за последние несколько месяцев, стали внутренние новости. В частности, заметную поддержку акциям Сбербанка оказали сильные результаты третьего квартала, в то время как банкам второго эшелона не удалось в той же степени порадовать инвесторов.

Лидеры и аутсайдеры ноября. Динамику отечественного сектора в ноябре можно охарактеризовать как «Сбербанк и остальные». В целом осторожный спрос на бумаги финансовых компаний был сосредоточен именно в акциях Сбербанка (+16%) на фоне его убедительных результатов за 3К11. Акции ближайшего конкурента – ВТБ – торговались без особых идей и завершили месяц в небольшом минусе (-1%). Бумаги банков второго эшелона: Номос, Возрождение, Санкт-Петербург (-11%, -8%, и -16%, соответственно) были обделены вниманием инвесторов. За счет лучшей динамики крупнейшего эмитента – Сбербанка – индекс GFI (см. Приложение 2) вырос за месяц на 10%, уверенно опередив как отечественный рынок (индекс ММВБ прибавил 3%), так и средний «перформанс» мировых аналогов (индекс MSCI World Finance в рублевом выражении не изменился).

Ежемесячная статистика по сектору от ЦБ (октябрь). Статистика за октябрь продемонстрировала позитивную динамику к уровню предыдущего месяца. Следом за 11% девальвацией рубля в сентябре последовала 6% ревальвация в октябре, что в свою очередь негативно сказалось на параметрах роста, хотя последние оказались даже номинально не такими слабыми. В то же время, с поправкой на валютные колебания, реальные показатели роста оказались прежними (рост корпоративного кредитного портфеля сохранился на уровне 2,2%) или сильнее сентябрьских (розничные кредиты выросли на 0,5% в реальном выражении против 0% роста в сентябре). Чистая доналоговая прибыль в октябре (51 млрд руб.) выросла на 6% м/м, что можно считать позитивным признаком постепенного восстановления после провала в августе-сентябре.

Чего ждать в декабре. После сезона отчетности в ноябре, декабрь не будет насыщен банковской статистикой. Центральным событием месяца, станут, пожалуй, консолидированные результаты ВТБ (8 декабря), который отчитывается последним из торгуемых банков. Кроме того, 9 декабря Сбербанк выпустит традиционные месячные результаты деятельности по РСБУ (за ноябрь и 11М11).

Наши прогнозы. Акции финансовых компаний после октябряского ралли в данный момент консолидируются на завоеванных уровнях, что можно считать неплохим сигналом на ближайшую перспективу. Внешняя обстановка остается взрывоопасной для финансовых компаний, тем не менее к плохим новостям рынок стал уже постепенно привыкать, а текущие уровни все еще выглядят, на наш взгляд, весьма привлекательно. Мы указываем на относительное отставание представителей второго эшелона от голубых фишек (особенно Сбербанка) и советуем в декабре сконцентрироваться именно на них. В частности, интересными краткосрочными инвестициями выглядят ГДР Номос-Банка, и обыкновенные акции банка «Возрождение». В случае публикации хороших результатов, мы не исключаем, что хорошую динамику могут продемонстрировать и акции ВТБ.

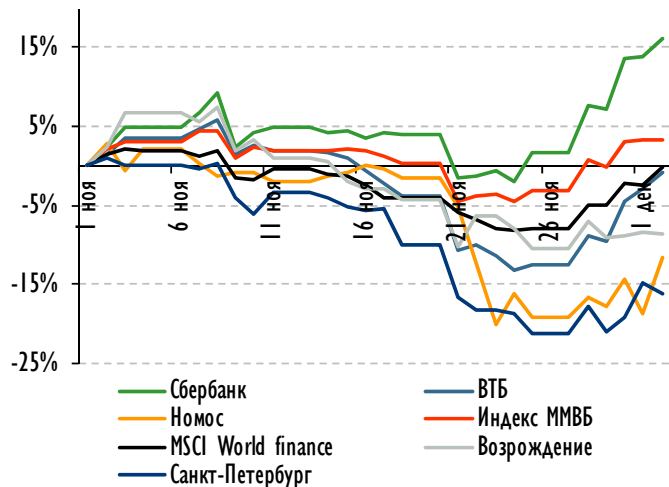


Сравнительная динамика и относительная стоимость банков

- ▶ **Акции Сбербанка – в лидерах роста.** Обыкновенные акции Сбербанка (+16%) значительно опередили бумаги как ВТБ (-1%), так и остальных представителей отечественного финансового сектора. Главными драйверами роста стали, на наш взгляд, крайне убедительные результаты деятельности за 3К11, которые хоть и ненамного, но превзошли ожидания практически по всем параметрам. Комментарии менеджмента также были довольно оптимистичны, в частности, касательно оценки текущего и ожидаемого спроса на кредиты со стороны клиентов Сбербанка.
- ▶ **Привилегированные акции Сбербанка – спред стабилен.** Спекулятивная игра на конвертации привилегированных акций Сбербанка в обыкновенные, проходившая в середине года, пока не получает своего продолжения. Дисконт «префов» к «обычке» продолжает колебаться в пределах 22–23%. На наш взгляд, в текущих условиях возобновления игры на сокращение дисконта стоит ожидать лишь при появлении свежих профильных новостей. Последнее же выглядит маловероятным до прояснения сроков СПО Сбербанка.
- ▶ **Банк «Возрождение» – отчетность сильная, комментарии осторожные.** Акции банка «Возрождение» (-8%) не смогли получить «дивидендов» от достаточно неплохих квартальных результатов, которые банк опубликовал раньше конкурентов. Уверенное восстановление маржи, сильный рост в сегменте розничного кредитования, а также хороший контроль над операционными затратами оказались ключевыми сильными сторонами отчетности банка. Тем не менее позитив существенно «разбавили» весьма осторожные комментарии менеджмента. В частности, стоит выделить очень консервативный прогноз по росту чистой прибыли в 2012 году (10–15%), а также осторожную оценку будущего спроса в ключевом для Возрождения сегменте малых/средних предприятий.
- ▶ **Номос-Банк – сильные фундаментальные показатели, но слабая чистая прибыль.** ГДР Номос-Банка (-11%) неубедительно завершили ноябрь. Негативное влияние оказало почти четырехкратное (кв/кв) падение квартальной чистой прибыли ввиду торговых убытков от операций с финансовыми инструментами. Несмотря на сильные фундаментальные показатели отчетности за 3К11 (рост кредитного портфеля, стабильно высокая маржа, контроль над издержками), а также оптимистичный комментарий менеджмента, бумаги Номос-Банка в ноябре так и не смогли восстановиться.
- ▶ **Относительная стоимость предполагает сокращение дисконтов для Сбербанка и сохранение статус-кво для ВТБ.** Опережающая динамика акций Сбербанка в ноябре достаточно серьезно сократила спреда к зарубежным аналогам. В частности, в сравнении со средним значением по развивающимся рынкам (ЕМ), Сбербанк в данный момент торгуется с 5%-ной премией и 30%-ным дисконтом по P/BV 2011 и P/E 2011 соответственно (дисконты 6%/38% месяцем ранее). Относительные показатели ВТБ же практически не изменились – банк торгуется с 27%-ным и 20%-ным дисконтом по P/BV 2011 и P/E 2011 соответственно (дисконты 26/19% в прошлом месяце). Сравнительная оценка по нормализованным P/BV 2011 и P/E 2011 (методику расчета см. в Приложении 1) в среднем увеличивает дисконты отечественных банков: для Сбербанка – 16% (P/BV 2011) и 32% (P/E 2011), для ВТБ – 14% (P/BV 2011) и 45% (P/E 2011).

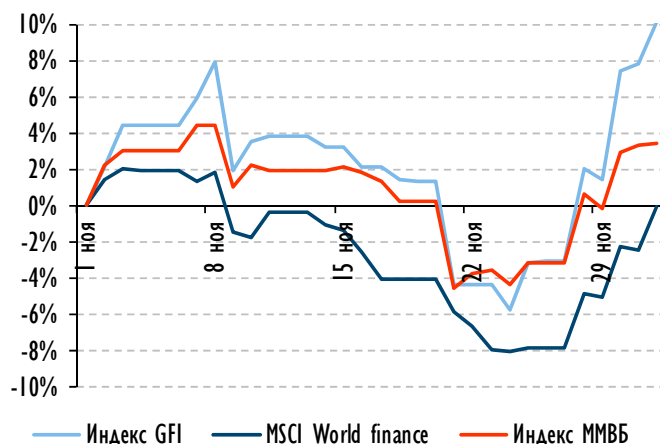
Сравнительная динамика акций банков

Диаграмма 1. Общая сравнительная динамика



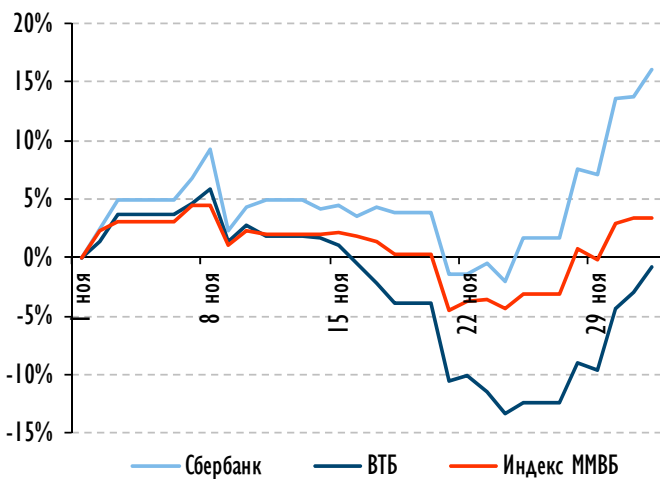
Источник: Bloomberg * методика расчетов приведена в Приложении 2

Диаграмма 2. Сравнительная динамика индекса GFI*, индекса ММВБ и индекса MSCI World Finance (в рублевом эквиваленте)



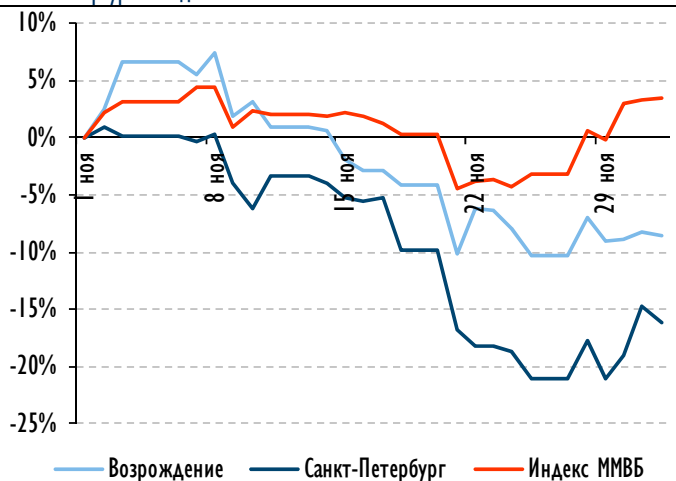
Источник: Bloomberg

Диаграмма 3. Сравнительная динамика обыкновенных акций Сбербанка, ВТБ и индекса ММВБ



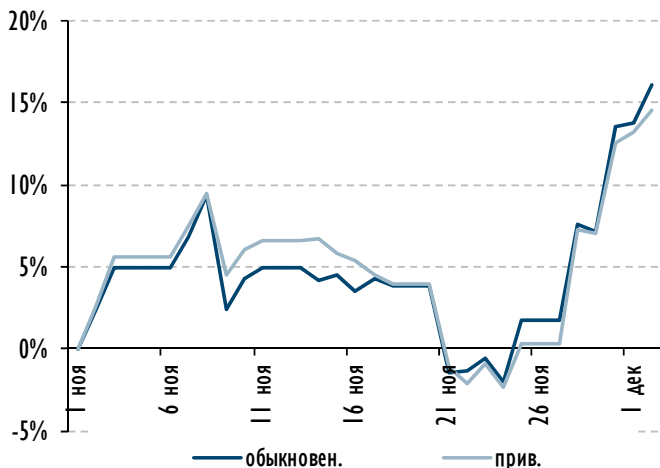
Источник: Bloomberg

Диаграмма 4. Сравнительная динамика обыкновенных акций банков Возрождение, Санкт-Петербург и индекса ММВБ



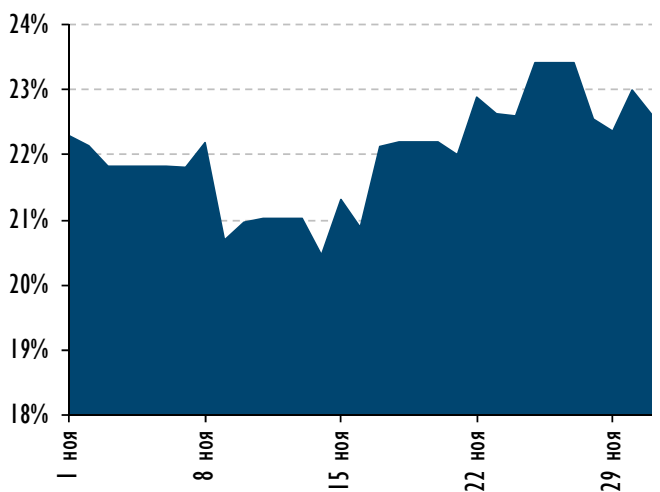
Источник: Bloomberg

Диаграмма 5. Сравнительная динамика обыкновенных и привилегированных акций Сбербанка



Источник: Bloomberg

Диаграмма 6. Дисконт привилегированных акций Сбербанка к обыкновенным



Источник: Bloomberg



Диаграмма 11. Премия (дисконт) по P/BV 2011П с поправкой на разницу в доходности и достаточности капитала*

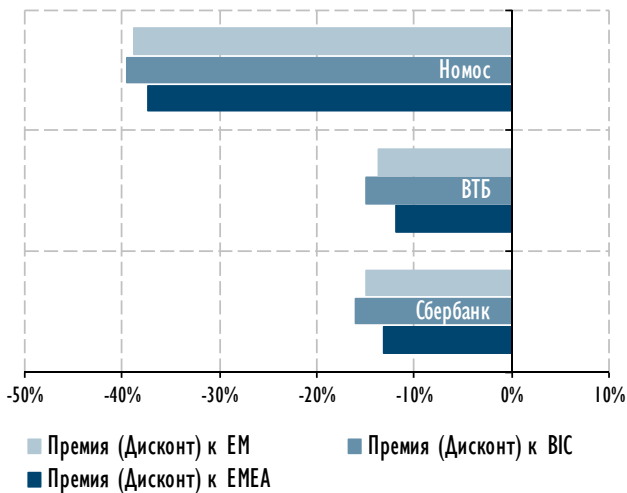
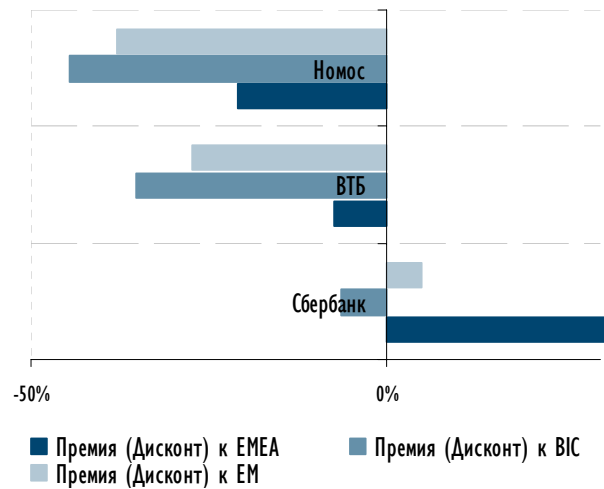


Диаграмма 12. Премия (дисконт) по P/BV 2011П без поправки на разницу в доходности и достаточности капитала



* методика расчетов приведена в Приложении I

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 13. Премия (дисконт) по P/E 2011П с поправкой на разницу в ожидаемых темпах роста чистой прибыли в 2011-2013 годах*

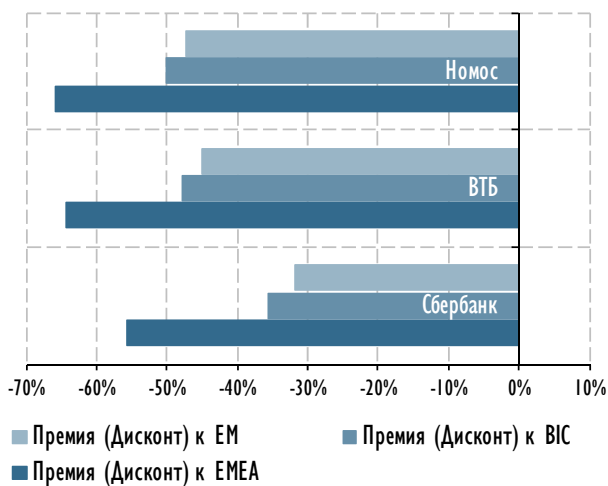
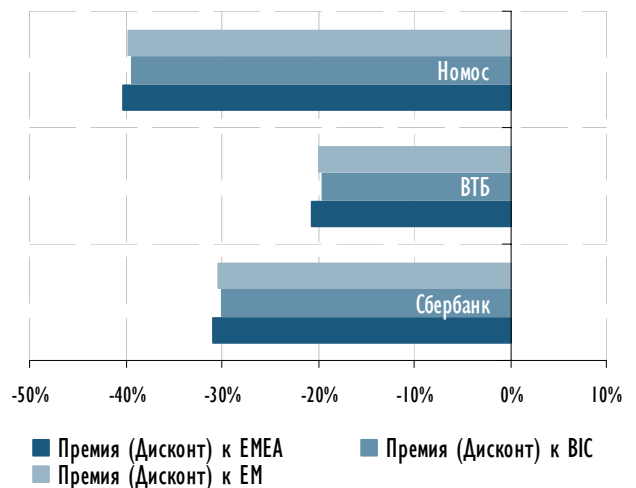


Диаграмма 14. Премия (дисконт) по P/E 2011П без поправки на разницу в ожидаемых темпах роста чистой прибыли в 2011-2013 годах



* методика расчетов приведена в Приложении I

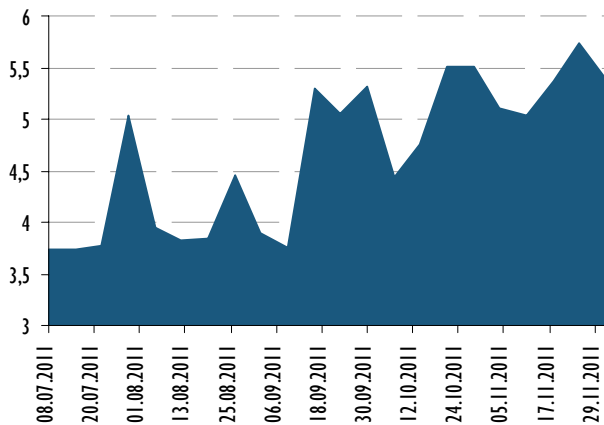
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



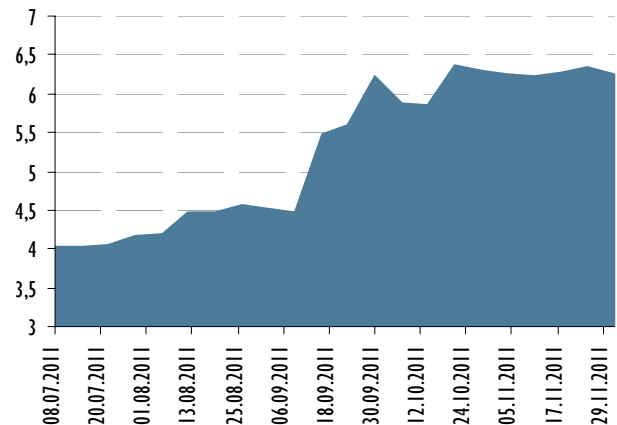
Показатели ликвидности банковского сектора и ставки денежного рынка

Диаграмма 15. Ставка Mosprime overnight, %



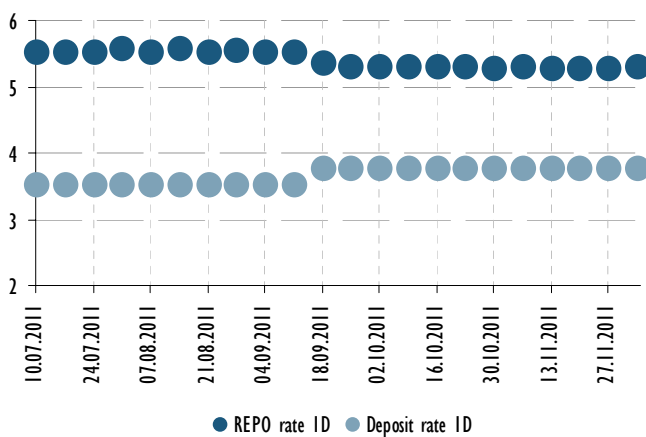
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 16. Ставка Mosprime 3М, %



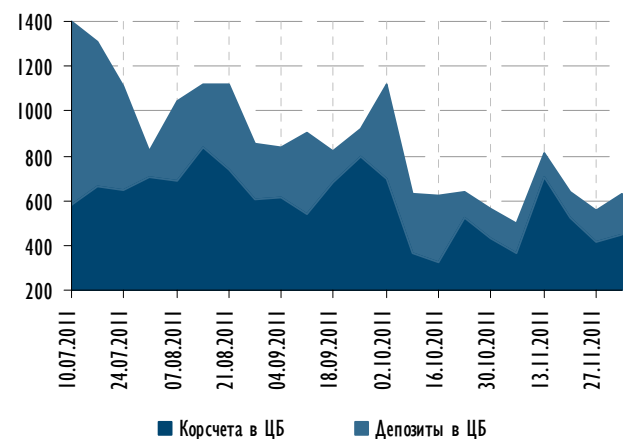
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 17. Ставки привлечения и размещения ЦБ, %



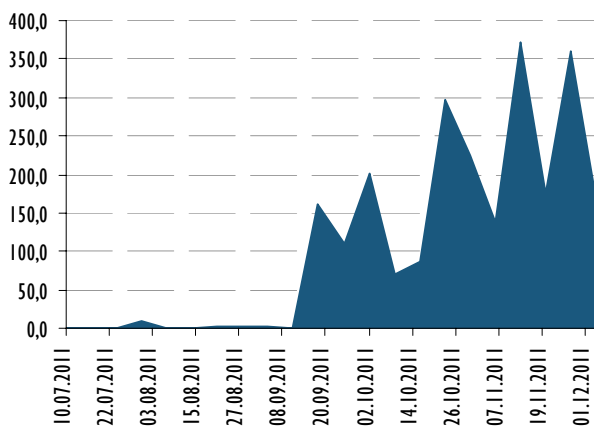
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 18. Корсчета и депозиты в ЦБ, млрд руб.



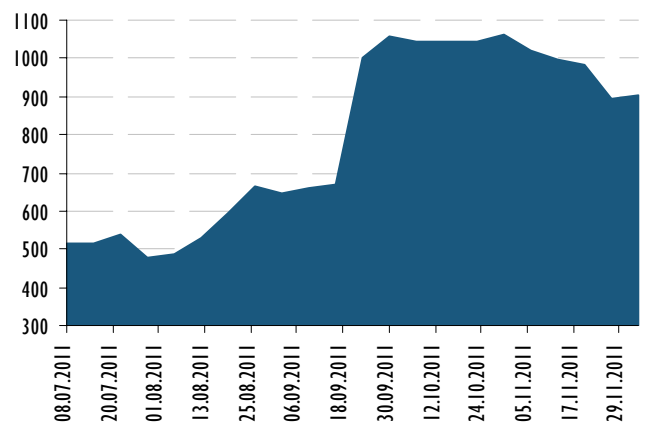
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 19. Объем задолженности перед ЦБ по прямому РЕПО, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 20. Объем задолженности по депозитам Минфина, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

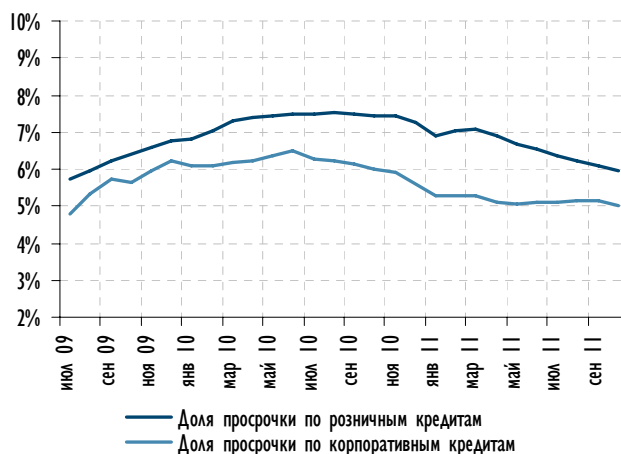
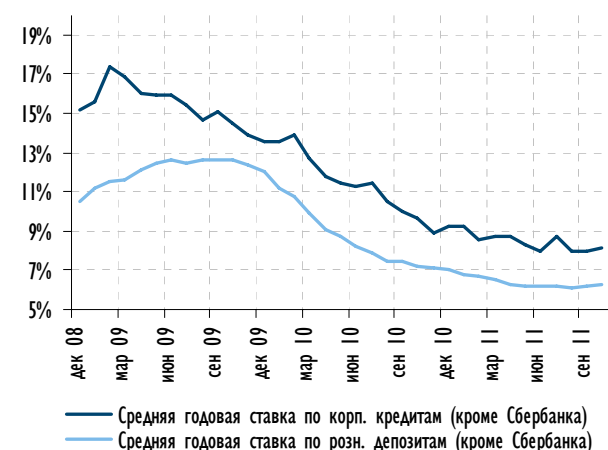


Ежемесячная статистика по сектору от ЦБ за октябрь

- ▶ Активы банковской системы за отчетный период увеличились на 0,1% по отношению к предыдущему месяцу (+13,8% с начала года), что стало самым низким месячным приростом с марта (в предыдущем месяце, напротив, наблюдался рекордный рост 5,5% м/м).
- ▶ Розничные/корпоративные кредиты прибавили 2,2/1,2% к уровню месячной давности (+26,7/20,1% с начала года), совокупный кредитный портфель увеличился на 1,4% (+21,6% с начала года). В предыдущем месяце прирост кредитного портфеля составил 4,7% м/м.
- ▶ Объем розничных депозитов на счетах банков снизился в октябре на 0,4% (+10,8% с начала года), что стало вторым после февраля месячным снижением за текущий год.
- ▶ Корпоративные вклады сократились на 2,7% м/м после 10%-ного роста накануне м/м (+16,5% с начала года), причем основным «драйвером» оказались срочные депозиты (-4,1% и +0,3% с начала года), в то время как снижение срочных вкладов оказалось относительно небольшим (-1,8% м/м). По нашим оценкам, на валютную переоценку пришлось 3,8 п.п. роста корпоративного портфеля в сентябре.
- ▶ Доля ценных бумаг на балансе продолжает медленно снижаться, в октябре достигнув 15,7% (16,0% в сентябре), однако в абсолютных цифрах все еще растет.
- ▶ Уровень просроченной задолженности по корпоративным кредитам остается прежним (5,0%). По розничным кредитам качество продолжает улучшаться (5,78% против 5,95% в сентябре).
- ▶ Месячная доналоговая прибыль составила 51,7 млрд руб. (с начала года банки заработали 675,9 млрд руб.), что на 7% превышает показатель сентября (48,3 млрд руб.) и по-прежнему существенно ниже среднего значения за январь-июль текущего года (75 млрд руб.). Доналоговый ROE в сентябре составил 12,7% против 12,0% в сентябре. С начала года этот показатель достиг 16,8%.
- ▶ Спред между средней годовой ставкой по корпоративным кредитам и розничным депозитам (за исключением Сбербанка) незначительно расширился (1,9 п.п. против 1,8 п.п. в сентябре). Средняя ставка по корпоративным кредитам и доходность по розничным депозитам существенно выросли. (8,8%/6,9% против 8,1%/6,3% в сентябре);
- ▶ Чистая процентная маржа по кредитам/депозитам в ЗК11 осталась, по нашим расчетам, на прежнем уровне (4,9%). Отчисления в резервы выросли до 80 млрд руб. в ЗК11 (-7,2 млрд руб. во 2К11), а стоимость риска выросла до 1,6% (-0,2% во 2К11)

Статистика по сектору (РСБУ)

Диаграмма 21. Средняя годовая ставка по корп. кредитам и розн. депозитам (кроме Сбербанка) Диаграмма 22. Доля просроченных кредитов

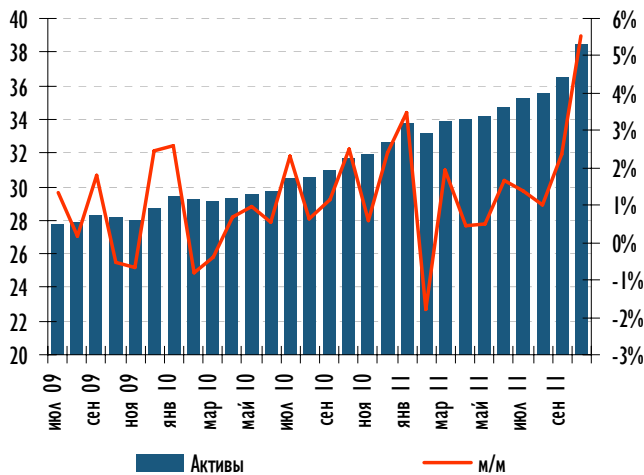


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

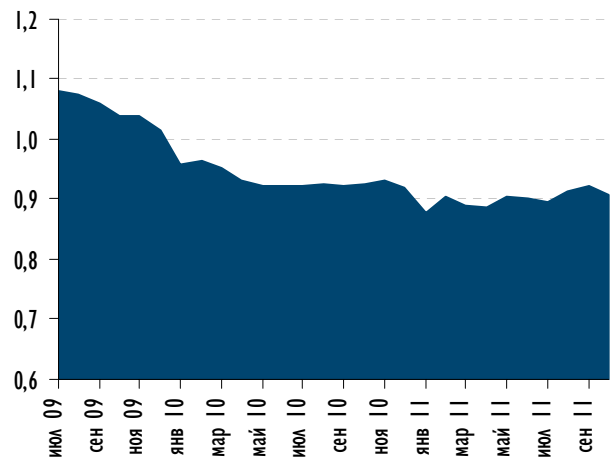


Диаграмма 23. Темп прироста активов



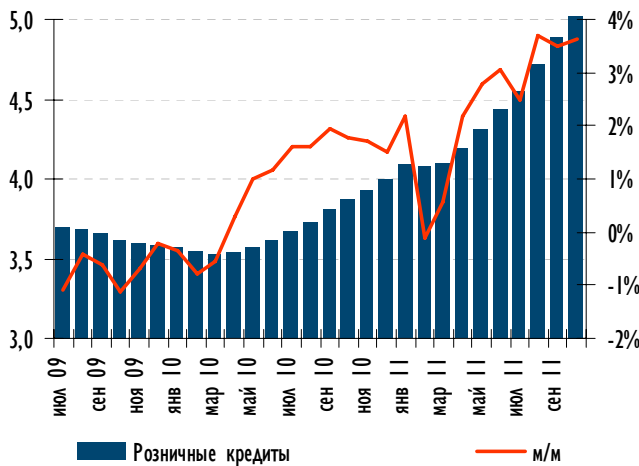
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 24. Отношение объема кредитов к объему депозитов



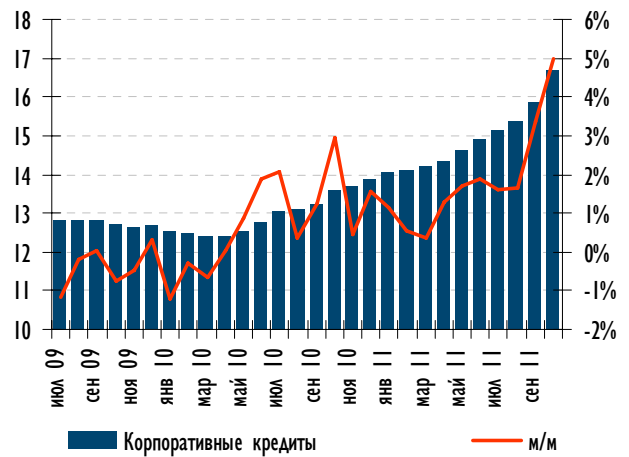
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 25. Динамика портфеля розничных кредитов



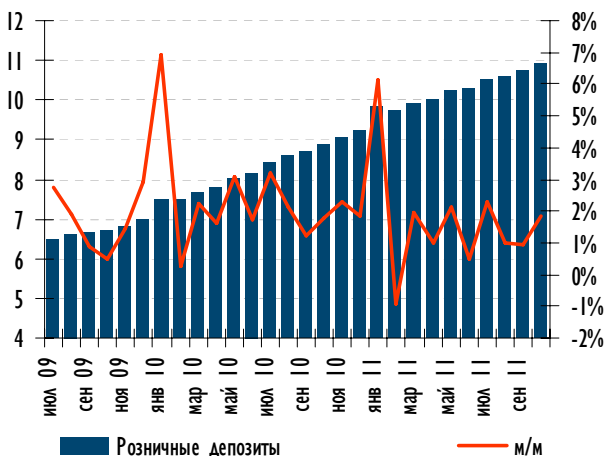
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 26. Динамика портфеля корпоративных кредитов



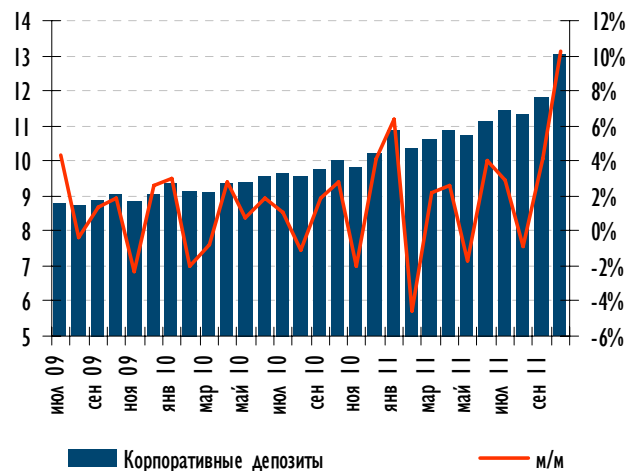
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 27. Динамика розничных депозитов



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

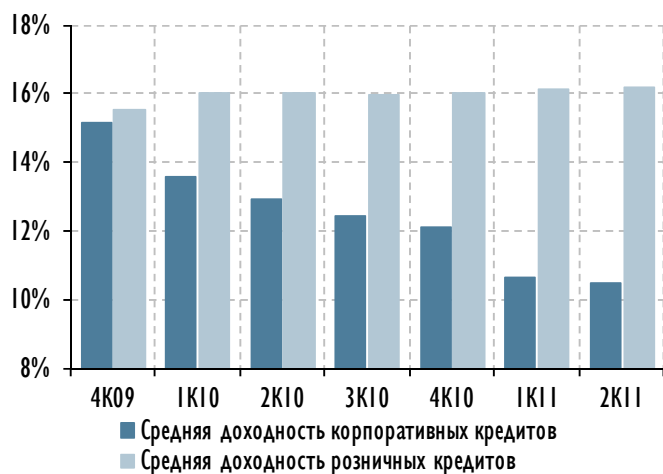
Диаграмма 28. Динамика корпоративных депозитов (вкл. текущие счета)



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка



Диаграмма 29. Средняя квартальная доходность по кредитам



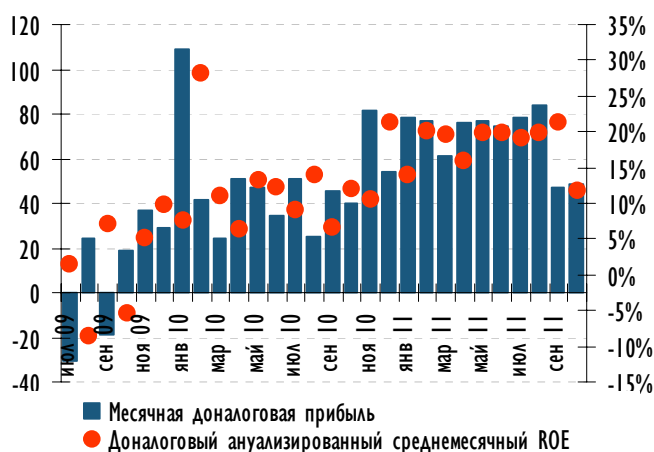
Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 30. Средняя квартальная доходность по депозитам



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 31. Месячная доналоговая прибыль и среднемесячный ROE



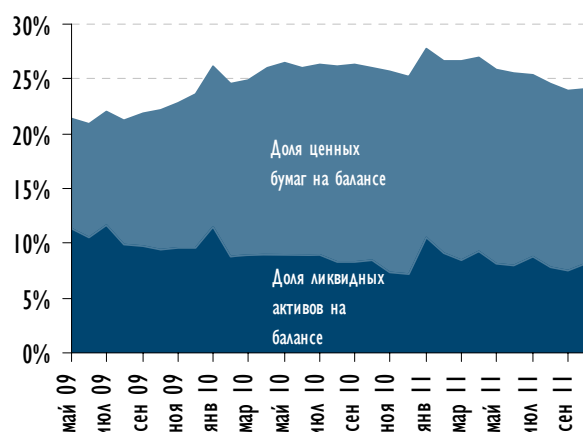
Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 32. Квартальные значения NIM и коэффициента «Расходы/Доходы»



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 33. Доля ликвидных активов и ценных бумаг на балансе



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 34. Квартальные отчисления в резервы и стоимость риска



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Приложение 1: Методика расчета поправок в оценочные мультипликаторы P/BV и P/E

P/BV

Зачастую, основными (но не единственными) элементами, делающими мультипликаторы P/BV несопоставимыми, являются разная рентабельность капитала (ROE), а также разный уровень капитализированности (достаточности капитала).

В качестве сравнительной базы по капитализированности мы решили взять фактическое отношение балансовой стоимости капитала к балансовой стоимости активов (BV/Assets) за 2010 в силу доступности данного показателя, а также с целью исключить влияние подходов к оценке капитала и взвешиванию активов по рискам.

В качестве сравнительной базы по рентабельности капитала мы взяли среднее значение по ожидаемому ROE на 2011–2013 гг. с целью сгладить возможные экстремумы в годовых значениях (для Сбербанка, ВТБ и Номос-Банка мы использовали собственные ожидания, для всех остальных компаний – консенсус Bloomberg).

Для более корректного анализа мы привели показатели по всем сравнительным группам к единому знаменателю. Для этого мы на первом этапе получили нормализованную доходность на капитал путем умножения стандартного ROE на коэффициент, получающийся как результат деления фактического BV/Assets на референтный (в качестве референтного мы взяли значение 8%).

На втором этапе мы нормализовали мультипликатор P/BV путем деления оценочного значения на коэффициент, получающийся в результате отношения нормализованного ожидаемого ROE (среднего значения за 3 года) на референтное значение (в качестве референтного мы использовали 15%). Выбор референтных значений влияет лишь на абсолютные итоговые цифры, но не искажает сравнимости показателей.

P/E

Для более корректного сравнения мультипликаторов P/E мы использовали поправку на ожидаемые среднегодовые темпы роста прибыли на акцию (EPS) на ближайшие 3 года: 2011–2013 (для Сбербанка, ВТБ и Номос-Банка мы использовали собственные ожидания, для всех остальных компаний – консенсус Bloomberg). Для этого оценочное значение P/E мы разделили на коэффициент, получающийся в результате отношения ожидаемого EPS CAGR 10-13 на референтное значение (в качестве референтного мы использовали 15%).

Несмотря на некоторую компромиссность данных подходов, получающиеся премии/дисконты в сравнительных оценках по адаптированным мультипликаторам P/BV и P/E выглядят, на наш взгляд, значительно более адекватно, чем их «сырые» аналоги.

Приложение 2: Методика расчета GFI

GFI (GPB Financial Index) рассчитывается Департаментом анализа рыночной конъюнктуры Газпромбанка на основе средневзвешенного значения входящих в него акций в рублях или рублевом эквиваленте. Веса присваиваются, исходя из средней капитализации за последний месяц.

Эмитент	Доля в индексе
Сбербанк АО	65%
Сбербанк АП	2,3%
ВТБ АО	28%
Номос-Банк АО	2,7%
Банк «Санкт-Петербург» АО	1,3%
Возрождение АО	0,7%



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Алексей Михайлов

+7 (495) 983 18 00 доб. 29014

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.