



<b>Сбербанк России</b>	Долгосрочно: Лучше рынка
Текущая котировка	11 850 руб
Расчетная цена	28 915 руб
Юрий Росиков, <a href="mailto:ruv@eufn.ru">ruv@eufn.ru</a>	
20 апреля 2004 г.	

Год	Активы, млрд. руб *)	Капитал, млрд. руб *)	Чистый процентный доход, млрд. руб *)	Чистая прибыль, млрд. руб *)	P/E	P/BV
2002	1 217	138	82	23	9,9	1,6
2003П	1 464	142	62	34	6,7	1,6
2004П	1 658	158	73	18	12,8	1,4
2005П	1 906	176	78	21	10,9	1,3
2006П	2 211	199	82	25	9,1	1,1
2007П	2 580	225	87	29	7,8	1,0
2008П	3 019	255	91	33	6,7	0,9
2009П	3 019	255	91	33	6,7	0,9
2010П	4 145	327	98	42	5,3	0,7

\*) В ценах по состоянию на 31 декабря 2003 г.

- Незрелость сектора финансовых услуг в России делает возможным многократный рост масштабов операций при одновременном снижении доли Сбербанка на рынке.
- Государственные гарантии вплоть до 2009 г. будут давать Сбербанку конкурентные преимущества и способствовать увеличению маржи выше среднерыночного уровня.
- Хорошо раскрученный бренд позволит частично сохранить конкурентные преимущества и после 2009 г.
- Государственный контроль порождает конфликт интересов, вынуждает банк нести дополнительную социальную нагрузку, сохранять большое количество убыточных филиалов.
- Расходы на персонал высоки и будут расти в будущем.
- По мере снижения инфляции и роста конкуренции с иностранными банками процентная маржа будет снижаться.

## Предположения для построения финансовой модели

При построении финансовой модели Сбербанка мы исходили из следующих предположений.

1. В течение прогнозного периода 2004-2010 гг. инфляция будет последовательно снижаться с 10% до 3,5% в год;
2. Стоимость привлеченных средств, которая в настоящее время ниже уровня инфляции, будет постепенно расти в реальном выражении, и, начиная с 2007 г. будет примерно соответствовать инфляции.
3. Доходность вложений в ценные бумаги, в настоящее время также не дотягивающая до уровня инфляции, будет постепенно расти и к 2010 г. окажется на 3% выше инфляции.
4. Реальная доходность кредитных операций не будет изменяться значительно, и к 2010 г. составит 4%.

5. Численность персонала останется неизменной. Уровень зарплат будет расти, обгоняя темпы реального укрепления рубля к корзине мировых валют примерно на 3% в год. При этом само реальное укрепление рубля составит в 2004 г. 5%, а в 2005-2010 г. снизится до 3%.

6. Доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов, составит по итогам 2003 г. 8%, а в дальнейшем будет увеличена до 10%.

7. Ставка налога на прибыль (НП) в течение неопределенного времени останется на уровне 24%.

8. Значение норматива Н1 достаточности собственного капитала, составившее на 1 января 2003 г. 15,5%, в течение прогнозного периода будет равномерно снижаться и в 2010 г. опустится до 12%.

Сделанные предположения суммированы в таблице:

Год	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Доходность по ссудам	15,95%	14,75%	13,54%	12,33%	11,12%	9,92%	8,71%	7,50%
Доходность по ценным бумагам	10,34%	9,79%	9,25%	8,70%	8,15%	7,60%	7,05%	6,50%
Стоимость привлеченных средств	-6,95%	-6,46%	-5,97%	-5,47%	-4,98%	-4,49%	-3,99%	-3,50%
Инфляция	12,00%	10,00%	8,00%	6,00%	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%
Маржа	6,33%	6,18%	5,70%	5,23%	4,76%	4,29%	3,82%	3,35%
Реальное укрепление рубля	20,9%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Норма дивидендов	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Ставка НП	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Норматив Н1	15,1%	14,65%	14,21%	13,77%	13,33%	12,88%	12,44%	12,0%
Реальный рост зарплаты		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

## Прогноз балансовых статей

*В млн. руб. в ценах 31 декабря 2003 г.*

Год	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Денежные средства и их эквиваленты	81 251	93 036	107 189	124 592	145 645	170 771	200 505	235 279
Обязательные резервы на счетах в Центральном банке Российской Федерации	98 894	113 493	130 877	152 275	178 192	209 166	245 877	288 881
Торговые ценные бумаги	216 664	248 091	285 829	332 237	388 377	455 378	534 667	627 393
Кредиты банкам	575	658	758	881	1 030	1 208	1 418	1 664
Ценные бумаги, имеющиеся в наличии для продажи	85 212	97 571	112 413	130 665	152 744	179 095	210 278	246 747
Кредиты и авансы клиентам	823 135	942 529	1 085 901	1 262 214	1 475 496	1 730 040	2 031 271	2 383 550
Ценные бумаги, приобретенные при первичном размещении	62 194	71 216	82 049	95 370	111 486	130 718	153 479	180 096
Налоговый актив	243	243	243	243	243	243	243	243
Основные средства	75 405	83 813	93 649	105 468	119 330	135 275	153 379	173 584
Прочие активы	20 927	7 163	7 163	7 163	7 163	7 163	7 163	7 163
<b>Итого активов</b>	<b>1 464 500</b>	<b>1 657 813</b>	<b>1 906 070</b>	<b>2 211 110</b>	<b>2 579 707</b>	<b>3 019 058</b>	<b>3 538 281</b>	<b>4 144 601</b>
Средства банков	41 857	48 037	55 395	64 452	75 421	88 531	104 069	122 271
Вклады физических лиц	957 915	1 099 330	1 267 715	1 474 984	1 726 020	2 026 047	2 381 644	2 798 188
Средства клиентов	220 191	252 697	291 403	339 047	396 751	465 717	547 456	643 205
Собственные ценные бумаги, выпущенные Банком	75 549	86 703	99 983	116 330	136 129	159 792	187 837	220 689
Прочие обязательства	26 886	13 098	15 091	17 541	20 505	24 043	28 229	33 125

<b>Итого обязательств</b>	<b>1 322 398</b>	<b>1 499 866</b>	<b>1 729 587</b>	<b>2 012 354</b>	<b>2 354 826</b>	<b>2 764 129</b>	<b>3 249 235</b>	<b>3 817 478</b>
Уставный капитал	23 498	23 498	23 498	23 498	23 498	23 498	23 498	23 498
Эмиссионный доход	11 218	11 218	11 218	11 218	11 218	11 218	11 218	11 218
Фонд переоценки зданий	557	557	557	557	557	557	557	557
Накопленная нераспределенная прибыль и прочие фонды	106 828	122 674	141 210	163 483	189 607	219 655	253 772	291 849
<b>Итого собственных средств акционеров</b>	<b>142 102</b>	<b>157 948</b>	<b>176 484</b>	<b>198 756</b>	<b>224 881</b>	<b>254 929</b>	<b>289 046</b>	<b>327 123</b>
<b>Итого обязательств и собственных средств акционеров</b>	<b>1 464 500</b>	<b>1 657 813</b>	<b>1 906 070</b>	<b>2 211 110</b>	<b>2 579 707</b>	<b>3 019 058</b>	<b>3 538 281</b>	<b>4 144 601</b>

## Прогноз доходов и расходов

*В млн. руб. в ценах 31 декабря 2003 г.*

Год	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Процентные доходы по кредитам	99 468	121 461	127 689	133 990	140 492	146 401	150 750	152 452
Процентные доходы по ценным бумагам	37 175	35 658	38 541	41 767	45 483	49 585	53 939	58 398
Процентные расходы	-74 408	-83 691	-88 711	-93 841	-99 342	-104 734	-109 421	-112 735
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>62 236</b>	<b>73 428</b>	<b>77 519</b>	<b>81 916</b>	<b>86 633</b>	<b>91 253</b>	<b>95 268</b>	<b>98 114</b>
Резерв под обесценение активов, приносящих процентный доход	-15 886	-13 360	-16 043	-19 729	-23 865	-28 482	-33 706	-39 418
<b>Чистые процентные доходы после создания резерва под обесценение кредитного портфеля</b>	<b>46 350</b>	<b>60 069</b>	<b>61 476</b>	<b>62 187</b>	<b>62 767</b>	<b>62 770</b>	<b>61 562</b>	<b>58 696</b>
Доходы за вычетом расходов по операциям с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами	38 102	36 546	39 501	42 808	46 617	50 821	55 283	59 853
Комиссионные доходы	20 290	24 519	28 076	32 347	37 599	43 952	51 534	60 507
Комиссионные расходы	-429	-518	-593	-683	-794	-929	-1 089	-1 278
Прочие операционные доходы	22 751	3 654	4 184	4 821	5 603	6 550	7 680	9 017
<b>Чистые операционные доходы</b>	<b>127 618</b>	<b>124 271</b>	<b>132 644</b>	<b>141 479</b>	<b>151 792</b>	<b>163 165</b>	<b>174 970</b>	<b>186 795</b>
Расходы на содержание персонала	-47 288	-55 005	-58 921	-62 509	-66 316	-70 355	-74 639	-79 185
Операционные расходы	-29 616	-35 461	-36 880	-37 986	-39 125	-40 299	-41 508	-42 753
Амортизация	2 398	2 617	2 909	3 250	3 661	4 142	4 695	5 324
Денежный убыток	-11 897	-10 638	-9 745	-8 420	-8 156	-8 581	-8 944	-9 188
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>38 816</b>	<b>23 167</b>	<b>27 099</b>	<b>32 563</b>	<b>38 194</b>	<b>43 930</b>	<b>49 879</b>	<b>55 668</b>
Налог на прибыль	-5 071	-5 560	-6 504	-7 815	-9 166	-10 543	-11 971	-13 360
<b>Чистая прибыль</b>	<b>33 745</b>	<b>17 607</b>	<b>20 595</b>	<b>24 748</b>	<b>29 027</b>	<b>33 387</b>	<b>37 908</b>	<b>42 308</b>

## Прогноз движения денежных средств

В млн. руб. в ценах 31 декабря 2003 г.

Год	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>								
Проценты, полученные по кредитам	99 468	121 461	127 689	133 990	140 492	146 401	150 750	152 452
Проценты, полученные по ценным бумагам	37 175	35 658	38 541	41 767	45 483	49 585	53 939	58 398
Проценты уплаченные	-74 408	-83 691	-88 711	-93 841	-99 342	-104 734	-109 421	-112 735
Доходы от операций с ценными бумагами и производными инструментами	38 102	36 546	39 501	42 808	46 617	50 821	55 283	59 853
Комиссии полученные	20 290	24 519	28 076	32 347	37 599	43 952	51 534	60 507
Комиссии уплаченные	-429	-518	-593	-683	-794	-929	-1 089	-1 278
Прочие операционные доходы/(расходы)	9 263	-7 088	-8 949	-11 658	-14 601	-17 790	-21 331	-25 077
Расходы на содержание персонала	-47 288	-55 005	-58 921	-62 509	-66 316	-70 355	-74 639	-79 185
Административные и прочие операционные расходы	-29 616	-35 461	-36 880	-37 986	-39 125	-40 299	-41 508	-42 753
Уплаченный налог на прибыль	-5 071	-5 560	-6 504	-7 815	-9 166	-10 543	-11 971	-13 360
Операционная прибыль до изменений в активах и обязательствах	48 039	30 862	33 249	36 419	40 844	46 110	51 547	56 820
<b>Движение денежных средств от изменения операционных активов и обязательств</b>								
Обязательные резервы в ЦБ РФ	-15 108	-14 600	-17 384	-21 398	-25 917	-30 974	-36 711	-43 003
Торговые ценные бумаги	-75 707	-31 427	-37 738	-46 409	-56 140	-67 001	-79 289	-92 726
Кредиты банкам	44 253	-83	-100	-123	-149	-178	-210	-246
Кредиты и авансы клиентам	-244 464	-119 393	-143 372	-176 313	-213 282	-254 545	-301 230	-352 280
Ценные бумаги, имеющиеся в наличии для продажи	18 977	-12 360	-14 842	-18 252	-22 079	-26 351	-31 184	-36 468
Ценные бумаги, приобретенные при первичном размещении	52 076	-9 021	-10 833	-13 322	-16 115	-19 233	-22 760	-26 618
Прочие активы	-15 215	13 764	0	0	0	0	0	0
Средства банков	37 318	6 179	7 358	9 057	10 969	13 110	15 538	18 202
Вклады физических лиц	164 938	141 416	168 385	207 269	251 036	300 028	355 597	416 544
Средства клиентов	9 916	32 507	38 706	47 644	57 704	68 966	81 739	95 749
Собственные ценные бумаги, выпущенные Банком	14 889	11 153	13 280	16 347	19 799	23 663	28 045	32 852
Прочие обязательства	-11 574	-13 787	1 992	2 450	2 964	3 537	4 186	4 896
	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Чистые денежные средства, полученные от операционной деятельности</b>	<b>28 339</b>	<b>35 210</b>	<b>38 701</b>	<b>43 368</b>	<b>49 635</b>	<b>57 132</b>	<b>65 268</b>	<b>73 721</b>
<b>Денежные средства от инвестиционной деятельности</b>								
Приобретение основных средств	-8 725	-11 026	-12 745	-15 069	-17 523	-20 086	-22 799	-25 529
<b>Денежные средства от финансовой деятельности</b>								
Выплаченные дивиденды	-2 187	-1 761	-2 060	-2 475	-2 903	-3 339	-3 791	-4 231
	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Влияние инфляции на денежные средства и их эквиваленты</b>	<b>-11 897</b>	<b>-10 638</b>	<b>-9 745</b>	<b>-8 420</b>	<b>-8 156</b>	<b>-8 581</b>	<b>-8 944</b>	<b>-9 188</b>
	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Чистый прирост денежных средств и их эквивалентов</b>	<b>5 530</b>	<b>11 785</b>	<b>14 152</b>	<b>17 404</b>	<b>21 053</b>	<b>25 126</b>	<b>29 734</b>	<b>34 773</b>
<b>Денежные средства и их эквиваленты на начало периода</b>	<b>75 722</b>	<b>81 251</b>	<b>93 036</b>	<b>107 189</b>	<b>124 592</b>	<b>145 645</b>	<b>170 771</b>	<b>200 505</b>
<b>Денежные средства и их эквиваленты на конец периода</b>	<b>81 251</b>	<b>93 036</b>	<b>107 189</b>	<b>124 592</b>	<b>145 645</b>	<b>170 771</b>	<b>200 505</b>	<b>235 279</b>

## Оценка акций

Для оценки акций мы принимаем **реальную** ставку дисконта равной 10%, темпы роста свободного денежного потока в послепрогнозный период – 3%. В качестве денежной

единицы мы выбрали российский рубль в ценах 31 декабря 2003 г. Тогда, расчетная цена обыкновенной акции «Сбербанка» составит 28 915 руб., что свидетельствует о наличии достаточно большого потенциала роста.

Ставка дисконта	10%
ДДП основного бизнеса 2004-2010, млрд. руб.	114
Темпы роста свободного денежного потока в 2011 г.	3%
Нормальное значение NOPLAT в 2010 г., млрд. руб.	44
Продленная стоимость основного бизнеса, млрд. руб.	436
Расчетная стоимость компании, млрд. руб.	549
Рыночная капитализация, млрд. руб.	225
<b>Расчетная цена акции, руб.</b>	<b>28 915</b>
<b>Текущая цена акции, руб.</b>	<b>11 850</b>
<b>Потенциал роста</b>	<b>144%</b>