

# КАПИТАЛЬНЫЕ ПРОСЧЕТЫ

С НАЧАЛА ЭТОГО ГОДА АКЦИИ РОССИЙСКИХ БАНКОВ ДЕМОНСТРИРУЮТ ДИНАМИКУ ХУЖЕ, ЧЕМ РЫНОК В ЦЕЛОМ. ПРИ ЭТОМ КАЖДАЯ ВОЛНА РАСПРОДАЖ АВТОМАТИЧЕСКИ ПРИВОДИТ К ПОВЫШЕНИЮ ПОТЕНЦИАЛА РОСТА ИХ КОТИРОВОК. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ ИНВЕСТОРЫ, НЕ СПЕШИВШИЕ СЛЕДОВАТЬ РЕКОМЕНДАЦИИ АНАЛИТИКОВ «ПОКУПАТЬ», ПОКА ОКАЗЫВАЮТСЯ ПРАВЫ. И, ПОХОЖЕ, ДО КОНЦА ЭТОГО ГОДА СИТУАЦИЯ В СЕКТОРЕ БАНКОВСКИХ АКЦИЙ НЕ ИЗМЕНИТСЯ.

МАРИЯ ГЛУШЕНКОВА

**ЧУЖИЕ ПРОБЛЕМЫ** С начала этого года главным фактором давления на мировой финансовый сектор оставался глобальный кризис ликвидности. Проблемы сектора ипотеки привели к тому, что западные банки были вынуждены списывать колоссальные убытки. По предварительным оценкам экспертов Goldman Sachs, в результате глобального кредитного кризиса мировая экономика потеряет \$1,2 трлн, из которых 40% списаний придется на американские финансовые структуры.

Из-за связанных с этим проблем деньги банкам либо давались с трудом, либо не давались вообще, утверждают эксперты. Что же касается российских банков, которые в основной своей массе были зависимы от внешних кредитов, то с удорожанием этих заимствований и вообще с невозможностью выйти на внешний рынок долга потенциал роста их бизнеса существенно уменьшился по сравнению с теми темпами, которыми они развивались предыдущие три-пять лет. Тем не менее переоценку справедливых цен акций отечественных банков аналитики начали совсем недавно, да и то в свете возросших политических рисков. До августа, несмотря на серьезные проседания котировок, возможные доходы от инвестиций в российские банки оценивались участниками рынка крайне позитивно.

При этом если за первые восемь месяцев этого года индекс РТС потерял 27%, индекс финансового сектора RTSfn упал за тот же период на 38%. Таким образом, российский банковский сектор отстал от динамики рынка более чем на 10%. В то же время динамика сектора, следовавшего за мировыми тенденциями, оказалась далеко не самой худшей по сравнению с другими странами.

В частности, это наглядно показывает сравнительная динамика американского индекса Dow Johns Industrial Average и индексов, ориентированных на финансовый сектор и банки. Так, индекс, ориентированный на финансовый сектор (в состав расчета которого входят такие инвестиционные компании, как Bank of New York, Black Rock, Goldman Sachs и Merrill Lynch), потерял за восемь месяцев этого года 28%. Индекс, ориентированный на банки (в состав расчета которого входят розничные игроки — Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase), упал на 21,6%. В то же время американский Dow Johns Industrial Average потерял за тот же период всего 4,1%. То есть относительно своего национального рынка акции американских банков двигались гораздо хуже, чем акции российских.

Безусловно, затруднения в бизнесе у российских банков на порядок ниже, чем у зарубежных финансовых институтов. Поэтому и потери в капитализации российских эмитентов оказались гораздо скромнее, чем у американцев. Однако в особо рискованных стратегиях, которыми является инвестирование в сектор, претерпевающий существенные проблемы, цены на зарубежные банки выглядят более привлекательно. Поэтому с предположением о том, что иностранные инвесторы используют любой рост котировок российских банков для фиксации своих позиций, из-за чего страте-

гия «купи и держи» на протяжении долгого времени себя не оправдывает, соглашаются многие участники рынка.

**ТУМАННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ** Начавшийся недавно пересмотр аналитиками справедливых цен на акции российских банков показал их глубокое разочарование относительно перспектив сектора. Так, по данным системы СПАРК, эксперты инвестиционной компании UniCredit Aton понизили прогнозные цены акций банков РФ на 10–43%. Аналитики инвестиционного банка Merrill Lynch снизили в целом рейтинг фондового рынка РФ до «нейтрального» уровня, установив рекомендацию для акций банковского сектора — «ниже рынка». «Как минимум до конца этого года в банковский сектор мы входить не рекомендуем», — говорит аналитик АК „Барс Финанс“ Полина Лазич. — Никаких позитивных сигналов со стороны иностранного банковского сектора пока на рынке нет».

«Нестабильная ситуация в финансовом секторе далека от завершения, — соглашается с коллегой портфельный управляющий УК „Альфа-капитал“ Андрей Килин. — Кто-то считает, что худшее позади, но, наверное, еще будут списания убытков и для стабилизации нужен еще и 2009 год. Таких разговоров на рынке много, и, вероятно, это означает, что в ближайшие месяцы банковские акции будут двигаться в лучшем случае наравне с рынком».

На момент сдачи данного материала рекомендацию «покупать» исходя из консенсус-прогноза аналитиков 13 крупнейших инвестиционных компаний сохраняли бумаги лишь одного представителя российского банковского сектора — Сбербанка. По данным системы СПАРК, справедливая цена обыкновенных акций Сбербанка оценивалась экспертами в \$4,26. «В отношении Сбербанка можно сказать, что с учетом его доли рынка участия в денежных потоках РФ и роли в развитии современной экономики акции банка недооценены просто радикально», — считает аналитик ФК «Открытие» Валерий Пивень. По мнению экспертов инвестбанка UBS, акции Сбербанка, занимающего доминирующее положение на российском рынке, при текущих ценах выглядят крайне привлекательно; они рекомендуют «покупать» обыкновенные акции банка с прогнозной ценой \$4,1 (ранее \$5,3) за штуку в перспективе года.

Гораздо более осторожно аналитики UBS оценивают потенциал роста второй «голубой фишки» банковского сектора — бумаги ВТБ. Аналитики UBS напоминают, что в первом квартале этого года банк ВТБ сообщил об убытках от операций с ценными бумагами в размере \$450 млн, и отмечают возможные трудности с краткосрочным доходом в связи с оттоком капитала из российского банковского сектора. Аналитики UBS установили для GDR ВТБ нейтральную рекомендацию и оценили расписки на акции банка в \$7,1 (ранее \$8,8) в перспективе года. Согласно обзору UniCredit Aton, аналитик компании Руслан Боташев оценивает инвестиции в бумаги ВТБ как наиболее рискованные в секторе, так как банк привлекает значительный объем фондирования как с внутреннего, так и с междуна-

родного рынков капитала. В свою очередь, Полина Лазич в качестве отрицательного фактора отмечает невысокую рентабельность банка.

На момент сдачи данного номера ВГ, консенсус-рекомендация по акциям ВТБ аналитиков десяти инвестиционных компаний была установлена на «держать» и составляла \$8,36 за GDR при рыночной стоимости \$7,32 за расписку.

В отношении третьего представителя сектора, чьи бумаги являются ликвидными — банка «Возрождение», мнения аналитиков были похожи с точки зрения оценки уровня справедливой цены. Так, согласно данным СПАРК, эксперты ИК «Ренессанс Капитал» повысили прогнозную стоимость акций банка «Возрождение» с \$62,4 до \$65 за штуку, сохранив рекомендацию «покупать». Аналитики «Ренессанс Капитала» скорректировали модель оценки «Возрождения» с учетом его сильных финансовых показателей за первое полугодие 2008 года, которые оказались выше прогнозов экспертов ИК и консенсус-прогноза. Опираясь на те же показатели, аналитики ING Bank понизили прогнозную цену акций банка на 20%, чтобы отразить более низкие, чем ожидалось ранее, темпы роста активов, взвешенных по риску (risk-weighted assets), в долгосрочной перспективе. Справедливая стоимость была снижена с \$87,5 до \$70 за штуку при рыночной стоимости акций \$40,5.

По данным СПАРК, консенсус-прогноз цены акций банка «Возрождение», основанный на оценках аналитиков девяти инвестиционных компаний, составлял на момент сдачи номера \$66,9 за штуку. Консенсус-рекомендация была установлена как «накапливать».

**СВОИ БЕДЫ** Отметим, что российский банковский сектор еще не так давно являлся одним из фаворитов рынка с точки зрения оценок перспектив роста акций. Высокие темпы экономического роста страны, рост заработных плат и невысокий уровень проникновения банковских услуг предполагали, что бизнес российских банков будет расти быстрыми темпами. При этом негативным фактором для сектора эксперты считали не возможное замедление темпов развития (тогда для этого не было никаких причин), а ограниченное количество банковских эмитентов на рынке, что всегда отражалось на ликвидности бумаг сектора. Например, если на развитых рынках доля банковского сектора доходит до 40%, в России, как отмечают участники рынка, этот показатель ниже почти в пять раз.

Именно прошлый год должен был стать переломным для сектора, так как ожидалось, что на рынок выйдут сразу несколько новых эмитентов. Свои планы в прошедшем году успели реализовать два крупнейших российских банка — Сбербанк и ВТБ. Сбербанк, проведя SPO в марте, смог привлечь на развитие бизнеса \$8,8 млрд. ВТБ, разместивший в рамках IPO 22,5% акций на LSE, ММВБ и РТС, смог привлечь \$8 млрд. Еще один эмитент, банк «Санкт-Петербург», по словам аналитиков, чудом успевший разместиться в конце октября прошлого года, сумел привлечь на развитие бизнеса \$270 млн. Планировавшим привлечение средств путем пер-

вичного размещения акций Газпромбанку (\$8 млрд), АК «Барсу» (около \$1 млрд) и банку «Зенит» (\$300–315 млн) пришлось отказаться от размещений в намеченные сроки.

Таким образом, за прошедший год сектор смог пополниться лишь одной дополнительной «голубой фишкой» — ВТБ. Бумаги одного из лидеров на рынке банковских услуг Северо-Западного региона — банка «Санкт-Петербург», несмотря на указанный банком free float (более 20%), отличаются невысокой ликвидностью и незначительными объемами торгов, отмечают участники рынка. Аналитики полагают, что планам по проведению банком «Санкт-Петербург» SPO в размере \$400 млн в конце 2008 года вряд ли суждено воплотиться в жизнь. Да и в отношении планов оставшихся игроков мнения аналитиков оказались единодушны: о размещении акций финансового сектора до конца этого года не стоит даже мечтать.

«Размещения в секторе, безусловно, ожидаются, — говорит Валерий Пивень. — И первый кандидат здесь — Газпромбанк. Вообще, разговоры об IPO банка ходят довольно давно, и банк, очевидно, находится на пути к этому мероприятию. Летом сам „Газпром“ сообщил о намерении избавиться от доли акций банка, которая принадлежит ему непосредственно. Однако позднее было заявлено о переносе размещения на более поздний срок. Это оправдано — размещение акций любого российского банка сейчас может обернуться тем, что он получит в полтора-два раза меньше средств, чем рассчитывал. Из других кандидатур на IPO можно отметить Россельхозбанк, четвертый в стране по размеру активов. Об этом еще в конце 2007 года говорили министры финансов и экономического развития. Однако эта тема с тех пор пока не получила развития».

Тем не менее если планы по выходу на рынок в будущем так или иначе будут реализовываться, быстрорастущий банковский бизнес все равно снизит обороты на фоне высоких темпов инфляции и жестких попыток финансовых властей притормозить ее.

«Проблемы в банковской сфере сейчас есть не только за рубежом, но и в России, — говорит Андрей Килин. — В России сейчас растущая инфляция, и ЦБ с этим борется путем повышения процентных ставок и через увеличение нормы отчислений в фонд обязательного резервирования. В том числе повышаются требования по резервированию средств, привлеченных за рубежом. Сейчас банкам нужно резервировать от депозитов иностранных банков 7,5%. Это означает, что источники западного, относительно дешевого фондирования сократились в своем размере. А значит, и темпы роста банковской отрасли будут ниже, чем в прошлом году. Кроме того, рост цен на жилье и рост процентных ставок привели к снижению объемов выдаваемых ипотечных кредитов. Это тоже неприятные звоночки, которые означают, что те высокие темпы развития, которые аналитики закладывали в оценки российских банков, могут быть пересмотрены в сторону понижения. Данный фактор, несомненно, приведет к снижению цен на акции российских банков». ■

