

## Сбербанк (ВЫШЕ РЫНКА)

Внешний фон омрачает хорошие фундаментальные показатели

### Вывод

Несмотря на негативную конъюнктуру рынка, мы считаем, что акции Сбербанка фундаментально сильные. Мы видим лишь ограниченный потенциал снижения ЧПМ с текущих уровней в среднесрочной перспективе в условиях более жесткой политики ЦБ. На наш взгляд, главным краткосрочным катализатором является предстоящая продажа DenizBank. Сделка должна поддержать достаточность капитала Сбербанка в условиях волатильности валютного рынка и позволит банку предложить примерно 10%-ю дивидендную доходность. Мы повысили наш прогноз прибыли на 1-3%. Однако на фоне возросшей стоимости капитала и ослабления рубля наша РЦ на 12 месяцев по обыкновенным, привилегированным акциям и ГДР снизилась на 4-12%, но все еще предлагает потенциал роста 61-68%. Таким образом, мы подтверждаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА** по Сбербанку, считая текущие уровни привлекательными для долгосрочного инвестирования.

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBER RX</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
Closing price, RUB	192
<b>Target price, RUB</b>	<b>308</b>
Return to TP	61%

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBERP RX</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
Closing price, RUB	164
<b>Target price, RUB</b>	<b>275</b>
Return to TP	68%

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBER LI</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
Closing price, \$	11.7
<b>Target price, \$</b>	<b>18.9</b>
Return to TP	62%

Дата ценообразования: закрытие рынка, 18 сентября 2018 г.

### Инвестиционный анализ

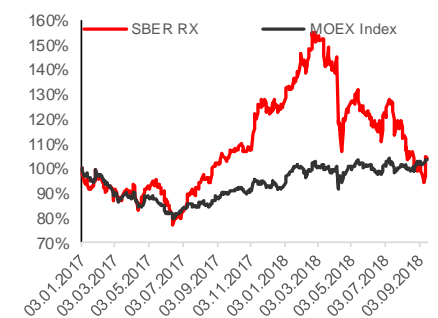
**Ограниченный потенциал снижения маржи.** На фоне недавней волатильности рынка ЦБ повысил ключевую ставку на 25 б. п. Команда макроаналитиков Альфа-Банка ожидает, что регулятор сохранит ставку на уровне 7,5% в среднесрочной перспективе. Мы считаем, что это в сочетании с заявлениями руководства банка о том, что новые кредиты способствуют как росту маржи, так и ROE, предполагает лишь ограниченный потенциал снижения ЧПМ Сбербанка в сравнении с прогнозом самого банка. Мы ожидаем сильную ЧПМ на уровне 5,7% в 2018 г., исходя из динамики с начала года и учитывая, что второе полугодие в сезонном отношении традиционно сильнее первого. К 2020 г. мы ожидаем, что ЧПМ снизится всего до 5,5% (против прогноза менеджмента ниже 5% и нашей предыдущей оценки 5,2%).

**Продажа DenizBank может защитить CAR от валютной волатильности...** Сейчас наш базовый сценарий предусматривает продажу DenizBank к концу 2018 г. Сделка раскроет дополнительные 109 б.п в CET1 CAR (исходя из активов Deniz на 30 июня 2018 г.). Это в сочетании с ROAE 23,2% 2018П и ориентиром по курсу рубля 65 руб./\$ к концу этого года предполагает, что CET1 CAR достигнет 13,4% к концу этого года (что выше ориентира Сбербанка 12,5%).

**... и обеспечит дивидендную доходность на уровне примерно 10% по итогам этого года.** Мы полагаем, что благодаря достижению целевой позиции по капиталу коэффициент дивидендных выплат составит 50% чистой прибыли за 2018 г. Это предполагает дивидендную доходность на уровне 9,7-11,4% по обыкновенным и привилегированным акциям Сбербанка соответственно. В то же время, если сделка не будет закрыта и курс сохранится на уровне 70 руб./US\$, CET1 CAR сохранится на уровне 12,1% в конце 2018 г., по нашей оценке (что ниже ориентира Сбербанка). В этом случае мы консервативно предположили, что коэффициент дивидендных выплат составит 40%, что предполагает все еще привлекательную доходность на уровне 8-9% (против примерно 6% в среднем в 2017-2018 гг.).

**Обновление финансовой модели.** Мы деконсолидировали DenizBank из нашей модели, начиная с 2018 г., убрав 9% активов Сбербанка и 3% прибыли. Деконсолидацию нейтрализует более сильный рост кредитного портфеля (исходя из результатов за 1П18), более высокая ЧПМ (ввиду повышения ставки ЦБ) и более низкие отчисления в резервы. В итоге наш прогноз чистой прибыли на 2018-20 гг. повышен на 1-3%. Наш прогноз примерно соответствует консенсус-прогнозу по прибыли на 2018-2020 гг. В то же время мы полагаем, что в текущих уровнях акций рынок учитывает гораздо более пессимистический сценарий.

### Динамика акций (относительная)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

### Оценка и риски

**Оценка:** После недавних распродаж Сбербанк торгуется по низкому коэффициенту 2019П P/BV 0,9x (против среднего 1,2x). Учитывая более высокие оценки прибыли, нейтрализованные более высокой стоимостью капитала, наша РЦ на 12М по обыкновенным и привилегированным акциям Сбербанка на 4% ниже и составляет 308 руб./обыкновенную акцию и 275 руб./привилегированную акцию. Наша РЦ по ГДР Сбербанка на 12% ниже и составляет \$18,9/ГДР на фоне тех же факторов, а также более слабого рубля. Эти РЦ все еще предполагают потенциал роста 61-68%, что подтверждает нашу рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

**Риски:** 1) Ухудшение макроэкономической и геополитической ситуации; 2) ослабление рубля, влияющее на достаточность капитала; 3) аномальный рост кредитования, ведущий к ухудшению качества кредитов; 4) ограничительные регуляторные инициативы со стороны ЦБ; 5) проведение сделки по продаже DenizBank; 6) потенциальные изменения в менеджменте после истечения сроков контракта Германа Грефа (конец 2019г.).

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

### Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента  
Макрoэкономика

Борис Красноженов  
Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева, Наталия  
Лаврова

Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки

Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Александра Мельникова, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис

Аналитическая поддержка российских клиентов

Гельды Союнов, Алан Казиев

Перевод

Анна Мартынова

Редактор

Джон Волш

Техническая поддержка

Денис Дорофеев

### Торговые операции и продажи

Телефон

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Продажи российским и иностранным клиентам

Константин Шапшаров, Александр Зоров

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г, Все права защищены, Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г,

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка, Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено,

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации, Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников и, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений, Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения, Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей, Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний, Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них, Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск, Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно, Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением, Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах, Поскольку распространение данной публикации и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их ограничениях и соблюдать их, Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране,