

15 февраля 2017 г.

СБЕРБАНК

ПОВЫШЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

Мы обновили свою модель финансовых показателей Сбербанка в соответствии с нашими прогнозами и с учетом ожиданий менеджмента банка. По нашим расчетам целевая цена для обыкновенных акций Сбербанка на конец текущего года составляет 198 руб. и для привилегированных акций — до 139 руб.

Свое решение мы основываем на ожиданиях превалирующего воздействия на финансовые показатели Сбербанка следующих позитивных факторов:

↑ **Рекорд по чистой прибыли становится ежегодным событием.** Согласно отчетности по РСБУ за 2016 г. Сбербанк получил рекордную чистую прибыль (без учета событий после отчетной даты) в размере 517 млрд руб., что более чем вдвое превысило результат 2015 г. Показатель по МСФО традиционно будет на сопоставимом уровне, а взятый Сбербанком курс на снижение стоимости фондирования при наметившейся стабилизации качества портфеля и возможном восстановлении кредитования позволяют ожидать очередного рекорда по чистой прибыли и по итогам текущего года. Мы повышаем прогноз чистой прибыли Сбербанка за 2017 г. до 559 млрд руб. с ранее ожидавшихся 324 млрд руб.

↑ **Чистая процентная маржа достигла докризисных значений.** За прошедший год Сбербанк практически восстановил чистую процентную маржу до докризисного уровня. Этот показатель по МСФО в III кв. 2016 г. составил 5.8%, тогда как по итогам 2015 г. находился на отметке 4.4%. Рост показателя был обеспечен увеличением в структуре средств клиентов более дешевых ресурсов, таких как депозиты населения, а также за счет снижения общего уровня процентных ставок по мере завершения сроков депозитов с высокими ставками.

В представленной в конце прошлого года стратегии Сбербанк указал, что ожидает стабилизации чистой процентной маржи на уровне 2016 года. Согласно нашему прогнозу, этот показатель в 2017 году составит 5.8%.

↑ **Рост комиссионных доходов никогда не подводит.** Чистые комиссионные доходы остаются надежной составляющей операционных доходов, продолжая сохранять двузначную величину прироста даже в самые сложные периоды. По ожиданиям Сбербанка, в текущем году прирост комиссионных доходов будет находиться в диапазоне 16–19%. В нашей модели мы заложили 18%-ный прирост в 2017 году и 20%-ный — в последующие годы.

↑ **Операционные расходы под контролем.** В то время как операционные доходы Сбербанка показывают ускоренный рост (за 9 мес. 2016 г. по МСФО — на 50% год к году), динамика операционных расходов остается сдержанной и составляет 10% прироста (как по РСБУ, так и по МСФО).

↑ **Улучшение качества кредитного портфеля сдерживает наращивание резервов.** Декабрьская отчетность Сбербанка по РСБУ показала, что объем просроченной задолженности сократился на 67 млрд руб., что позволило высвободить из резервов 14.2 млрд руб. В течение последнего года качество кредитного портфеля банка постепенно улучшалось, и по состоянию на 1 октября 2016 г. доля просроченной задолженности (кредиты с просрочкой более 90 дней) составила 4.9%, снизившись с 5.4% на 1 октября 2015 г. Мы полагаем, что Сбербанк продолжит снижать долю просрочки в кредитном портфеле — до 4.5% на конец 2017 года, что позволит ему сдерживать рост отчислений в резервы и сохранить плановый уровень стоимости риска ниже отметки в 2%.

↑ **Надежды на смягчение санкций.** Сбербанк очень бы выиграл от смягчения санкций и, тем более, их отмены, получив доступ к дешевым западным финан-

Целевая цена ао, руб.	198
Потенциал роста ао	22%
Рекомендация	покупать

Целевая цена ап, руб.	139
Потенциал роста ап	11%
Рекомендация	покупать

РЫНОЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Тикер ММВБ	SBER	SBERP
Цена акций, руб.	162.70	125.44
Количество акций, млн шт.	21 587	1 000
Капитализация, млрд руб.		3 638

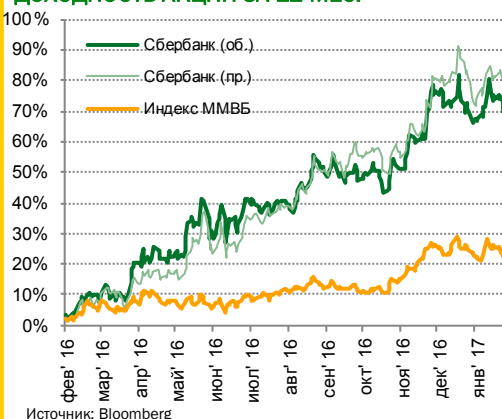
ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО МСФО

млрд руб.	2016п	2017п	2018п	2019п
Кредиты	17 958	19 492	21 550	23 826
Вклады физ.лиц	12 766	14 043	15 728	17 301
Средства юр.лиц	6 204	6 576	7 168	7 741
Активы	26 026	28 250	31 232	34 530
Капитал	2 774	3 090	3 555	4 094
Чистый процентный доход	1 372	1 414	1 494	1 657
Резервы	-321	-375	-369	-408
Чистый непроцентный доход	316	450	537	641
Операционные доходы	1 366	1 490	1 662	1 890
Операционные расходы	-698	-782	-876	-981
Чистая прибыль	528	559	621	718

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2016п	2017п	2018п	2019п
Кредиты / Средства клиентов	95%	95%	94%	95%
Резервы / Кредиты	6.8%	6.2%	5.8%	5.4%
Прибыльность капитала (ROAE)	20.5%	19.1%	18.7%	18.8%
Прибыльность активов (ROAA)	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.8%	5.8%	5.6%	5.6%

ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ ЗА 12 МЕС.



сам. Надежды на смягчение появились на фоне избрания нового президента США Дональда Трампа, который незадолго до инаугурации в январе заявил, что готов отменить антироссийские санкции в случае плодотворного сотрудничества Москвы и Вашингтона в борьбе с терроризмом. Вместе с тем глава Сбербанка Герман Греф довольно сдержанно относится к подобным перспективам, и не ожидает скорой отмены антироссийских санкций.

В то же время при расчете целевой цены для акций Сбербанка мы принимали во внимание следующие риски:

⬇ **Рост кредитного портфеля останется слабым.** За 2016 год совокупный кредитный портфель Сбербанка, согласно отчетности по РСБУ, изменился весьма незначительно — снижение составило 0.8%, до 15.5 трлн руб. На динамику кредитного портфеля негативное влияние оказало укрепление рубля, которое привело к переоценке валютных кредитов, составляющих до 40% от совокупного кредитного портфеля. По нашим оценкам, без учета валютной переоценки прирост кредитов в Сбербанке составил 2.2%.

В текущем году мы не ожидаем столь значительного изменения курса рубля, какое наблюдалось в 2016 г., что существенно уменьшит давление на динамику роста кредитного портфеля, которую мы ожидаем на уровне +8%.

⬇ **Доля реструктурированной задолженности растет.** В отчетности по МСФО за 9 мес. 2016 г. Сбербанк представил данные по реструктурированной задолженности, которая составила 21.6% от совокупного кредитного портфеля до резервов, увеличившись с 17.2% на конец 2015 года. Реструктуризация кредитов, с одной стороны, позволяет банку уменьшить объем отчислений в резервы, однако с другой — рост этой статьи сигнализирует о потенциальном ухудшении качества кредитного портфеля.

Оценка стоимости акций

Для используемой нами в оценке акций модели Гордона мы приняли требуемую ставку доходности собственного капитала на уровне 13.6% и постпрогнозный темп роста — 2.5%.

Оценка на основе избыточной прибыли

	млрд руб.	2016п	2017п	2018п	2019п
Акционерный капитал		2 774	3 090	3 555	4 094
Чистая прибыль		528	559	621	718
ROAE		20.5%	19.1%	18.7%	18.8%
Избыточная доходность собственного капитала, %			5.5%	5.1%	5.2%
Избыточная доходность собственного капитала			161	170	199
Коеф. дисконтирования		1.00	0.88	0.78	0.68
Дисконтированная избыточная прибыль			142.2	131.8	135.8
Совокупная избыточная прибыль			410		
Остаточная стоимость			1 797		
Дисконтированная остаточная стоимость			1 227		
Стоимость банка на конец года			4 410		
Целевая цена для ао, руб.			198		
Дисконт акций привилегированных к ао			30%		
Целевая цена для ап, руб.			139		

Требуемая ставка доходности собственного капитала

Безрисковая ставка (доходность UST10)	2.2%
Страновая риск-премия для РФ (спред RUS30-UST10)	2.8%
Коеф. волатильности	2.1
Премия за риск инвестирования в акции США (Damodaran за декабрь 2016)	6.2%
Коеф. корреляции	0.5
Страновая премия за риск вложения в акции для РФ	11.3%
Бета (данные Bloomberg)	1.2
Требуемая ставка доходности	13.6%

Сравнение с аналогами

Банк	Страна	P/B	P/E	Рыночная капитализация (\$млн)
ITAU Unibanco	Бразилия	2.2	11.1	80 418
OTP Bank	Венгрия	1.9	12.1	8 885
ICICI Bank	Индия	1.7	16.0	24 409
Bradesco	Бразилия	1.7	11.8	57 629
Wells Fargo	США	1.7	14.5	291 193
Nordea Bank	Швеция	1.4	12.4	49 005
JPMorgan	США	1.4	14.7	320 469
Bank of New York	США	1.4	14.8	49 505
Goldman Sachs	США	1.3	14.7	104 139
Сбербанк	РФ	1.3	7.5	61 469
ВТБ	РФ	1.2	21.7	15 365
Garanti Bankasi	Турция	1.0	7.3	10 080
Bank of America	США	1.0	16.5	243 127
HSBC	Англия	0.9	41.5	140 536
Halyk	Казахстан	0.9	4.9	1 797
China Construction Bank	Китай	0.9	6.1	228 795
Ind & Comm B of China	Китай	0.9	5.8	272 010
Citi	США	0.8	11.8	170 499
Bank of China	Китай	0.8	5.8	175 575
Возрождение	РФ	0.8	—	313
BNP Paribas	Франция	0.8	9.7	76 182

АК БАРС Банк (Казань)

Айдар Мухаметзянов
Директор департамента
инвестиционного бизнеса
т. +7 (843) 519-38-32
mai@akbars.ru

Дамир Вафин
Торговые операции
т. +7 (843) 519-38-32
dvafin@akbars.ru

**Инвестиционная компания
АК БАРС Финанс (Москва)****ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ****Отдел срочного рынка**

Степан Богданов
Зам. начальника отдела
доб. 206; sbogdanov@akbf.ru

ДЕПАРТАМЕНТ КАЗНАЧЕЙСТВО

Максим Барышников
Начальник департамента
доб. 225; mbaryshnikov@akbf.ru

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

Наталья Кондратьева
Начальник департамента
доб. 165, 166; nkondrateva@akbf.ru

Станислав Шумилов
Начальник отдела продаж и
управления ценными бумагами
доб. 229; SShumilov@akbf.ru

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Елена Василева-Корзюк
доб. 221; evasileva@akbf.ru

Полина Лазич
доб. 155; plazich@akbf.ru

Рустам Аскарров
Брокерское обслуживание
т. +7 (843) 519-39-58
askarovrr@akbars.ru

тел. +7 (495) 644-29-95
факс +7 (495) 644-29-96

Отдел управления ликвидностью

Армен Хонджарян
Начальник отдела
доб. 222; AKh@akbf.ru

Отдел брокерского обслуживания

Ирина Князева
Начальник отдела
доб. 120; iknyazeva@akbf.ru

Ирина Буравцева
Главный специалист отдела
доб. 136; iburavtseva@akbf.ru

Максим Зеленева
Ведущий специалист
доб. 134; mzeleneev@akbf.ru

Александр Сидоров
доб. 192; asidorov@akbf.ru

ОГРАНИЧЕНИЕ ПРИМЕНЕНИЯ, ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ И ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ О РИСКАХ

Настоящий обзор АО ИК «АК БАРС Финанс» (далее – Компания) носит исключительно информационный характер и не является предложением и / или рекомендацией к совершению операций на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов по покупке, продаже ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов.

Оценки и мнения, отраженные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении рассматриваемых в обзоре ценных бумаг и эмитентов. Компания не утверждает, что все приведенные в обзоре сведения и выводы являются абсолютно достоверными и исчерпывающими. При подготовке настоящего обзора были использованы данные, которые известны Компании на момент составления обзора, и которые Компания считает достоверными, однако Компания, ее руководство и сотрудники не гарантируют точность, полноту и достоверность использованных данных, а также подготовленного на основе этих данных настоящего обзора. Любые сведения относительно будущих действий лиц или будущих событий (действий и событий, о которых на момент выпуска настоящего обзора Компания не располагает информацией, что они произошли), являются предположениями, а указанные действия / события могут не произойти. Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, актуальны только на даты, приближенные к дате его публикации. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения, исправления и / или дополнения в настоящий обзор в связи с утратой актуальности сведениями, содержащимися в нем, также в случае выявления несоответствия сведений, содержащихся в настоящем обзоре, действительности. Компания оставляет за собой право удалять или изменять любую информацию, содержащуюся в настоящем обзоре и на Сайте Компании, а также сам обзор без предварительного уведомления.

Компания обращает внимание, что операции на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Компания не несет ответственности за использование представленной в обзоре информации, а также Компания не несет ответственности за любые убытки, которые могут быть получены от любых операций с ценными бумагами и / или иными финансовыми инструментами, совершенных с учетом информации, содержащейся в настоящем обзоре.

Скачивание, копирование, печать настоящего обзора или его части возможно только для личного пользования, любое иное воспроизведение, использование либо распространение настоящего обзора или его части возможно только с согласия АО ИК «АК БАРС Финанс».

Настоящий обзор не предназначен для использования лицами, на которых распространяется действие законодательства тех государств, где подобное использование, публикация, доступ или применение противоречили бы действующему законодательству (в том числе подзаконным нормативным актам) либо требовали бы от Компании регистрации или приобретения лицензии на территории соответствующего государства. Выпуск и распространение настоящего обзора и иной информации в отношении ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов в ряде государств могут ограничиваться законом и лица, в распоряжении которых оказывается обзор, обязаны самостоятельно ознакомиться и соблюдать все ограничения и запреты, содержащиеся в законодательстве соответствующего государства.