



## Российские банки

### Конъюнктура низких процентных ставок сдерживает потенциал роста

Вывод

Акции Сбербанка и ВТБ восстановились в цене на 37-33% с минимумов середины марта, однако отстали от индекса Московской биржи, который вырос на 45%. В целом в нынешний кризис банки находятся в лучшем положении, чем в предыдущие кризисы, тогда как наихудшие ожидания в отношении качества кредитов не подтвердились. В то же время мы считаем, что сильное понижение процентных ставок может сдерживать потенциал восстановления ROE и дивидендных выплат в долгосрочной перспективе. Учитывая это и несмотря на то, что большинство рисков рынка уже отразил в котировках, потенциал роста обеих бумаг ограничен, на наш взгляд. Таким образом, мы не ожидаем, что эти бумаги смогут существенно опередить рынок и не исключаем более привлекательные моменты для входа в эти бумаги. На сравнительной основе мы отдаем предпочтение бумагам Сбербанка (ВЫШЕ РЫНКА) в сравнении с ВТБ (НА УРОВНЕ РЫНКА), учитывая преимущества банка в части ЧПМ и позиции по капиталу, которые обеспечивают большую защищенность дивидендной истории банка.

Инвестиционный анализ

**Конъюнктура процентных ставок сдерживает потенциал восстановления ROE.** Мы считаем, что в целом в нынешний кризис банки находятся в лучшем положении, чем в предыдущие кризисы благодаря более консервативной политике в области риск-менеджмента и мягкой монетарной политике ЦБ. Финансовые результаты банков за 2К20 свидетельствуют о том, что худшие ожидания банков в части качества кредитного портфеля не подтвердились, тогда как генерация ЧПМ доказывает свою устойчивость на протяжении 2020 г. на фоне снижения стоимости фондирования, так и отчислений в АСВ. В то же время основное негативное влияние на ЧПМ в результате снижения процентных ставок стоит ожидать в 2П20-2021. Сейчас мы ожидаем структурно более низких уровней скорректированной на риск ЧПМ и ROE для Сбербанка и ВТБ – соответственно 3,8-1,9% и 16-9% к 2022 г. против 4,6-2,7% и 20-13% в 2019 г.

**Сбербанк (ВЫШЕ РЫНКА):** Сбербанк является нашей топ-акцией в секторе в непростые времена для всей банковской отрасли. Мы по-прежнему считаем эту бумагу высококачественной инвестиционной историей, которая располагает явными преимуществами в сравнении со своими основными аналогами в отрасли как в части рентабельности (благодаря лидирующему положению на рынке), так и в части достаточности капитала. Мы считаем, что у рынка нет сомнений в отношении дивидендных выплат за 2019 г. (50% чистой прибыли при дивидендной доходности на уровне 7,9-8,6%), что, вероятно, будет фактором поддержки акций в краткосрочной перспективе. В дальнейшем снижение процентных ставок негативно отразится на прибыли и дивидендных возможностях Сбербанка – мы прогнозируем ROE на уровне 13-16% и дивидендную доходность на уровне 5,5-7,9% и 6-8,7% по привилегированным бумагам на период 2020-22П с восстановлением прибыли на акцию и дивиденда на акцию до уровней 2019 г. к 2022 г. Учитывая это, несмотря на то, что самые худшие ожидания, связанные с пандемией, скорее всего, позади, мы бы не ожидали, что в текущих условиях акции банка смогут существенно опередить рынок. В то же время мы продолжаем считать, что у банка есть возможности повысить коэффициент дивидендных выплат до уровня, превышающего 50% в ближайшие три года (однако это зависит от планов по дальнейшим инвестициям в развитие экосистемы банка).

**ВТБ (НА УРОВНЕ РЫНКА):** ВТБ подвержен влиянию тех же трендов в области ставок и ЧПМ, что и Сбербанк, что ведет к структурно более низким уровням ROE, чем ранее. В то же время, тогда как стоимость риска Сбербанка должна улучшиться в ближайшие кварталы, для ВТБ худшие кварталы с точки зрения отчислений в резервы и обесценения непрофильных активов может быть еще впереди. Историческая проблема ВТБ в отношении достаточности капитала (низкий запас над минимальными требованиями) привела к тому, что коэффициент дивидендных выплат составит всего 10% по итогам 2019 г. при дивидендной доходности 2,2%. В перспективе снижение возможностей генерировать прибыль предполагает дивидендную доходность на уровне 2,4-8,5% в 2020-2022 гг. при коэффициенте дивидендных выплат на уровне 50% чистой прибыли, и мы считаем, что рынок будет учитывать риски реализации 50%-го коэффициента выплат.

**Банки торгуются на уровне или ниже своих мультипликаторов середины цикла.** Сбербанк торгуется по коэффициенту P/TVB 2020П на уровне 1,1x, что предусматривает дисконты 8-15% соответственно к средним мультипликаторам за последние два и десять лет. Коэффициент P/PPOP 2020П на уровне 4x примерно соответствует средним уровням этого мультипликатора за последние два года и за последние десять лет. Достаточно высокие уровни мультипликаторов, тем не менее, вполне оправданы, учитывая качество инвестиционной истории Сбербанка – лидирующее положение на рынке, обеспечивающее Сбербанку преимущества ЧПМ в сравнении с ключевыми конкурентами, и сильная (с избытком) позиция по капиталу, которая гарантирует относительную защищенность дивидендных выплат. ВТБ торгуется по коэффициенту P/TVB 2020П на уровне 0,5x, что предполагает дисконты 31-59% к средним мультипликаторам за последние два года и десять лет соответственно, отражая риск низкой маржи безопасности по достаточности капитала и неоправданные надежды на высокие дивиденды. Коэффициент P/PPOP 2020П на уровне 1,6x, тем не менее, предусматривает премию на уровне 14% к среднему мультипликатору за последние два года, тогда как дисконт к Сбербанку по 2020П P/PPOP на уровне 60% ниже среднего дисконта за последние 2 года (65%).

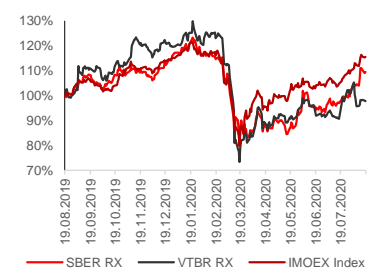
Оценки стоимости

**Наша оценка стоимости обоих банков опирается на двухфакторную модель ДДП: Сбербанк ВЫШЕ РЫНКА, ВТБ НА УРОВНЕ РЫНКА.** Наши P/C на 12 месяцев по обыкновенным/привилегированным акциям/ГДР Сбербанка составляют соответственно 280 руб./261 руб. / \$16,7, что предполагает потенциал роста соответственно на уровне 18% / 21% / 30% к текущим уровням котировок (в цене ГДР заложен прогноз курса рубля к доллару на уровне 67 руб./долл. на конец этого года), что соответствует рекомендации ВЫШЕ РЫНКА. Наша P/C на 12 месяцев по обыкновенным акциям/ГДР ВТБ равна соответственно 0,04 руб. / \$1,2 при потенциале роста 8% / 23% к текущим уровням котировок и рекомендации НА УРОВНЕ РЫНКА. Несмотря на сильное понижение ключевой процентной ставки ЦБ в 2020 г. (с 6,25% в конце 2019 до 4,25% на данный момент, и мы ожидаем понижения еще на 50 б. п. в этом году), доходности десятилетних суверенных облигаций почти не изменились в сравнении с докризисными уровнями, тогда как доходности по пятилетним российским CDS повысились на 35 б. п. в сравнении с уровнями январь-февралья, в се еще сохраняя стоимость акционерного капитала российских компаний на относительно высоком уровне. Если рынок переоценит свое восприятие России, мы не исключаем, что это особенно позитивно отразится на акциях банков, учитывая их исторически высокий коэффициент beta на уровне примерно 1,3x по отношению к индексу Московской биржи.

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBER RX</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
<b>Closing price, RUB</b>	237
<b>Target price, RUB</b>	<b>280</b>
<b>Return to TP</b>	18%
<b>Old TP</b>	313
<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBERP RX</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
<b>Closing price, RUB</b>	218
<b>Target price, RUB</b>	<b>262</b>
<b>Return to TP</b>	20%
<b>Old TP</b>	278
<b>Bloomberg ticker</b>	<b>SBER LI</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
<b>Closing price, \$</b>	12.9
<b>Target price, \$</b>	<b>16.7</b>
<b>Return to TP</b>	30%
<b>Old TP</b>	19.3
<b>Bloomberg ticker</b>	<b>VTBR RX</b>
<b>Rating</b>	<b>E/W</b>
<b>Closing price, RUB</b>	0.038
<b>Target price, RUB</b>	<b>0.039</b>
<b>Return to TP</b>	4%
<b>Old TP</b>	0.067
<b>Bloomberg ticker</b>	<b>VTBR LI</b>
<b>Rating</b>	<b>E/W</b>
<b>Closing price, \$</b>	1.0
<b>Target price, \$</b>	<b>1.2</b>
<b>Return to TP</b>	17%
<b>Old TP</b>	2.1

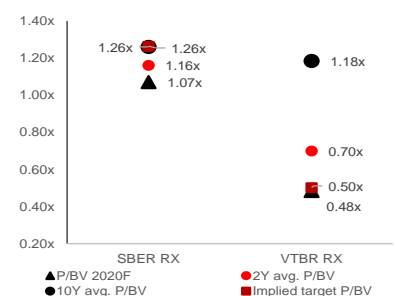
Дата ценообразования: закрытие рынка, 18 августа 2020

Относительная динамика акций индекса за последние 52 недели



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Оценочные мультипликаторы



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящихся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.



## Альфа-Банк Рынок акций

Проспект Академика Сахарова 12  
Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3712

**Начальник дирекции Ценных бумаг**  
+7 (495) 7857404  
Михаил Грачев  
[mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)

**Начальник управления Акции**  
+7 (495) 228 8828  
Константин Шапшаров  
[kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

### Аналитический отдел

**+7 (495) 795-3676**

#### Начальник отдела

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

#### Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.  
[norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3677

Анна Киюцевская  
[AKiyutsevskaya@alfabank.ru](mailto:AKiyutsevskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

#### Стратегия

Джон Волш  
[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

#### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых  
[yatolstyh@alfabank.ru](mailto:yatolstyh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов  
[rifattakhov@alfabank.ru](mailto:rifattakhov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

#### Нефть и Газ

Никита Блохин  
[NBlokhin2@alfabank.ru](mailto:NBlokhin2@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

**Торговые операции и продажи (Москва) +7 (495) 223-5500**

#### Международные продажи

Александр Зоров  
[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина  
[sgolodinkina@alfabank.ru](mailto:sgolodinkina@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7416

#### Торговые операции

Артем Белобров  
[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414

#### РЕПО

Вячеслав Савицкий  
[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

Олег Морозов  
[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5101

### Потребительский

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

### Финансы

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

### TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова  
[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

София Сыроватская  
[SSyrovatskaya@alfabank.ru](mailto:SSyrovatskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

### Перевод

Анна Мартынова  
[amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3676

### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев  
[didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

**Альфа Директ +7 (495) 795-3680**

#### Директор

Сергей Рыбаков  
[srybakov@alfabank.ru](mailto:srybakov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680

#### Аналитический отдел

Алан Казиев  
[akaziev@alfabank.ru](mailto:akaziev@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8568)

Елизавета Наумова  
[enaumova@alfabank.ru](mailto:enaumova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680 (доб. 8806)

#### Продажи

Ирина Фадеева  
[ikfadeeva@alfabank.ru](mailto:ikfadeeva@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8328)

Валерий Кремнев  
[vkremnev@alfabank.ru](mailto:vkremnev@alfabank.ru)  
+7 (499) 215-9009

Ольга Бабина  
[obabina@alfabank.ru](mailto:obabina@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 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. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, 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 распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. 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 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 на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких 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. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.