

Банки: возобновление аналитического освещения

Часть 1: Госбанки – надежная инвестиция в сектор

Рынок акций

Банки

19 апреля 2018 г. (12:40)

Вывод

Мы считаем, что недавно начавшийся новый кредитный цикл в российском банковском секторе все еще находится на раннем этапе, что подразумевает высокий потенциал роста рынка на среднесрочном горизонте. Мы ожидаем качественный рост кредитного портфеля на протяжении текущего цикла; поддержку ему окажут взвешенный контроль со стороны ЦБ и более осторожный подход к рискам самих банков. Мы считаем, что акции Сбербанка и ВТБ – хорошая инвестиция в расчете на рост сектора, учитывая их диверсифицированные бизнес-модели, высокую ликвидность и статус “тихих гаваней” для корпоративных и розничных клиентов. Мы считаем Сбербанк инвестицией в расчете на качество бизнеса; потенциал роста этих бумаг мы оцениваем в 51-57% на временном горизонте один год. Акции ВТБ – это инвестиция в расчете на восстановление прибыльности, потенциал роста его бумаг на горизонте один год составляет 23-28%. Политика банков, направленная на увеличение дивидендных выплат, окажет поддержку акциям обоих банков. Таким образом, мы возобновляем аналитическое освещение Сбербанка и ВТБ с рекомендацией **ВЫШЕ РЫНКА** и считаем недавние распродажи на рынке привлекательной возможностью для покупки этих бумаг.

Bloomberg ticker	SBER RX
Rating	OW
Closing price, RUB	208
Target price, RUB	321
Return to TP	55%

Bloomberg ticker	SBERP RX
Rating	OW
Closing price, RUB	182
Target price, RUB	286
Return to TP	57%

Инвестиционный анализ

Мы ожидаем качественный рост на протяжении текущего кредитного цикла. На наш взгляд, рост в текущем кредитном цикле будет более медленным, но более качественным в сравнении с предыдущим (по оценке команды макроэкономистов Альфа-Банка, среднегодовые темпы роста кредитов в 2017-2022П составят 7% против 44% в 2004-2008 гг. и 22% в 2010-2014 гг.). Такой характер роста будут поддерживать взвешенный контроль со стороны ЦБ и более осторожный подход к риску со стороны самих банков, что приведет к снижению стоимости риска (по нашей оценке, для Сбербанка и ВТБ она составит 1,2-1,5% в 2018-2020П против 1,5-3,3% в 2014-2017 гг.).

Госбанки – привлекательная возможность для инвестиций в сектор. Благодаря сочетанию статуса “тихой гавани” для российских компаний и розничных клиентов и хорошей ликвидности Сбербанк и ВТБ имеют возможности для дальнейшего снижения стоимости фондирования. Этот факт, а также диверсифицированные бизнес-модели банков должны смягчить давление, которое оказывает снижение процентных ставок на ЧПМ. Мы ожидаем, что ЧПМ составит 5,2-5,6% у Сбербанка и 4,0-4,1% – у ВТБ в 2018-2020 гг. (наша оценка немного превосходит прогноз руководства) при ключевой ставке 6,75% в среднесрочной перспективе.

Намерение обоих банков выплачивать щедрые дивиденды приведет к переоценке акций. Как Сбербанк, так и ВТБ – это инвестиции в расчете на рост дивидендных выплат. Мы ожидаем, что благодаря способности генерировать капитал Сбербанк сможет направить на дивиденды 50% своей прибыли в 2018 г., на год опередив свой план по дивидендам. Новая дивидендная политика ВТБ позволит увеличить дивиденды миноритарным акционерам. По нашему прогнозу, дивидендная доходность в 2017-20П по обыкновенным акциям Сбербанка составит 5,8-10,4% и 6,6-11,9% по префам; по акциям ВТБ – 6,6-8,3%.

Bloomberg ticker	SBER LI
Rating	OW
Closing price, \$	14.2
Target price, \$	21.4
Return to TP	51%

Bloomberg ticker	VTBR RX
Rating	OW
Closing price, RUB	0.052
Target price, RUB	0.067
Return to TP	28%

Bloomberg ticker	VTBR LI
Rating	OW
Closing price, \$	1.9
Target price, \$	2.4
Return to TP	23%

Дата ценообразования: закрытие рынка
17 апреля 2018 г.

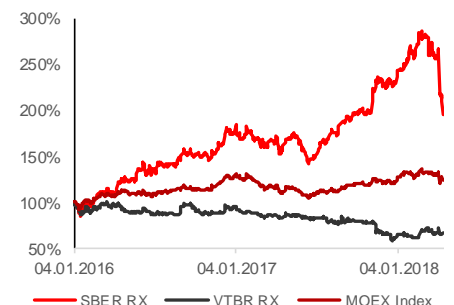
Оценка и риски

Сбербанк (ВЫШЕ РЫНКА). Мы присваиваем Сбербанку рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**: акции банка – хорошая ставка на качество бизнеса, тогда как способность банка генерировать капитал и щедрые дивиденды в конечном счете приведут к переоценке акций. Сейчас Сбербанк торгуется по коэффициенту 2018-19E P/BV на уровне 1,0-1,1x, что предполагает оправданную премию к российским аналогам; тем не менее, он еще отстает от аналогов на развивающихся рынках с аналогичным показателем ROE (в среднем они торгуются на 2,4x P/BV). Также, Сбербанк торгуется немного ниже исторического среднего мультипликатора P/BV 1,2x. Наша PЦ на год составляет 321 руб., 286 руб. и \$21,4 соответственно за одну обыкновенную акцию, одну привилегированную акцию и ГДР (на основе модели ДДП), что предполагает потенциал роста 51-57%.

ВТБ (ВЫШЕ РЫНКА). Мы присваиваем ВТБ рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**: акции банка предлагают потенциал роста ROE и щедрые дивиденды, что в конечном счете должно привести к росту мультипликаторов. ВТБ сейчас торгуется по коэффициенту 2018-2019P P/BV в 0,6-0,7x, что предполагает дисконт 36-40% к Сбербанку; более того, это значение ниже исторического среднего мультипликатора ВТБ (0,9x). Наша годовая PЦ составляет 0,067 руб. за акцию и \$2,4 за ГДР (на основе модели ДДП), что предполагает потенциал роста 23-28%.

Риски. Отраслевые риски: 1) ухудшение макроконъюнктуры и геополитической обстановки в России; 2) более резкое понижение ключевой ставки ЦБ и ослабление рубля; 3) аномально быстрый рост кредитов, ведущий к ухудшению их качества; 4) ограничительные меры ЦБ. Специфический риск для Сбербанка – потенциальная смена руководства в конце 2019 г., когда истекает контракт Германа Грефа. В случае с ВТБ – потенциальная волатильность прибыли и размывающие стоимость банка сделки M&A.

Динамика акций (относительная)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

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

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика
Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки
Аналитическая поддержка российских клиентов
Перевод
Редактор
Техническая поддержка

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева
Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева
Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев
Анна Мартынова
Джон Волш
Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

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

Константин Шапшаров, Александр Зоров

(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, 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 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.