

ВТБ (ВЫШЕ РЫНКА)

Еще одна жертва паники

Вывод

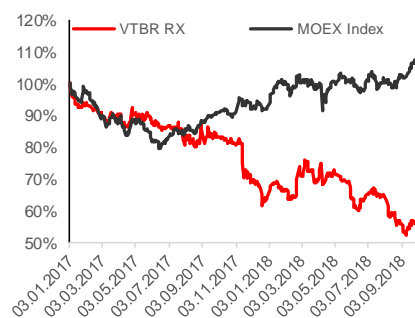
Хотя настроение на рынке в последние месяцы диктовали внешние факторы, в 1П18 ВТБ продолжал получать высокую прибыль. В связи с этим менеджмент ВТБ повысил свой прогноз прибыли на 2018 г., что пока не отражено в ожиданиях рынка. Мы повысили свой прогноз прибыли ВТБ. Мы считаем, что позиция по капиталу банка вряд ли ухудшится в этом году, даже в условиях волатильности на валютном рынке. Учитывая этот факт и новую, дружественную по отношению к миноритариям дивидендную политику, мы считаем, что дивидендная доходность по обыкновенным акциям ВТБ составит 8,6% при текущих уровнях котировок. Наша более высокая оценка прибыли нейтрализована увеличением стоимости капитала. В результате мы сократили РЦ на 12М на 15-27% соответственно по обыкновенным и привилегированным акциям банка. Учитывая потенциал роста 29-38% и низкие мультипликаторы, мы подтверждаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА** по акциям ВТБ. В то же время мы считаем переоценку акций ВТБ маловероятной, пока рынок не изменит в лучшую сторону свое отношение к российским банкам в целом, и особенно к Сбербанку.

Bloomberg ticker	VTBR RX
Rating	OW
Closing price, RUB	0.041
Target price, RUB	0.057
Return to TP	38%

Bloomberg ticker	VTBR LI
Rating	OW
Closing price, \$	1.4
Target price, \$	1.8
Return to TP	29%

Дата ценообразования: закрытие рынка, 27 сентября 2018 г.

Прогноз прибыли повышен, но ожидания рынка пока еще отстают. Несмотря на повышенную стоимость риска в 2К18, ВТБ в 1П18 продемонстрировал сильную чистую прибыль (+71% г/г) на фоне стабильной маржи и контроля над расходами. В итоге ВТБ повысил свой прогноз чистой прибыли на 2018 г. примерно на 13% как минимум до 170 млрд руб. В то же время ожидания рынка отстают от прогноза банка – рынок прогнозирует прибыль все еще на уровне примерно 150 млрд руб. в 2018 г.

Динамика акций (относительная)


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Инвестиционный анализ

Обновление модели. Мы обновили финансовую модель банка, повысив прогнозы по росту кредитов и процентным ставкам (ставка ЦБ 7,5% в качестве базового сценария против 6,75% ранее), а также понизив прогноз операционных расходов. В то же время мы консервативно смотрим на долгосрочную стоимость риска ВТБ: несмотря на то что скорректированная стоимость риска за 1П18 (без учета резервов по кредитам компаний групп "EN+" и "ГАЗ") составляла всего 0,9% (что значительно ниже прогноза самого банка 1,5%), коэффициент покрытия кредитов 3 стадии составляет всего примерно 50% (против 90-140% у публичных аналогов). Скорректировав нашу модель, мы повысили прогноз чистой прибыли на 2018-20 гг. на 8-18% (что на 1-15% выше консенсус-прогноза).

Это поддерживает позицию по капиталу ВТБ, даже в условиях волатильности валютного рынка... Учитывая наш новый прогноз прибыли на 2018 г., мы не ожидаем, что достаточность капитала ВТБ ухудшится в этом году, даже при более слабом рубле (65 руб./\$ против 60 руб. ранее). Мы ожидаем, что T1 CAR достигнет 12,7% в конце этого года (что на 10 б. п. выше г/г). Наш анализ чувствительности показывает, что ослабление рубля на каждые 5 руб. снижает достаточность капитала примерно на 25 б. п.

... и гарантирует дивидендную доходность на уровне 8,6%. Учитывая наш новый прогноз по прибыли (171 млрд руб.) на 2018 г., а также новую, дружественную к миноритариям дивидендную политику (равные дивидендные доходности по обыкновенным и привилегированным акциям), мы ожидаем, что ВТБ выплатит рекордно высокие дивиденды в начале будущего года. При коэффициенте дивидендных выплат 50% (наравне с другими госкомпаниями), мы ожидаем, что дивидендная доходность составит примерно 8,6% при текущих уровнях котировок.

Оценка и риски

Оценка: После недавних распродаж, вызванных внешними факторами, у ВТБ низкий коэффициент 2019П Р/BV на уровне 0,5x (против исторического среднего 0,9x). По коэффициенту 2019П Р/Е ВТБ торгуется на уровне 3,5x, что предполагает дисконт 29% к Сбербанку (акции торговались примерно одинаково до распродаж, начавшихся в апреле 2018 г.). Учитывая более высокие оценки прибыли, нейтрализованные повышением стоимости капитала, мы понизили РЦ на 12М по обыкновенным акциям на 15% до 0,057 руб./обыкновенную акцию. Мы понизили РЦ по ГДР на 27% до \$1,8/ГДР на фоне тех же факторов, а также более слабого рубля. Это предполагает потенциал роста 29-38%, что подтверждает рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**. В то же время мы считаем, что переоценка акций ВТБ маловероятна, пока рынок не улучшит своего отношение к российским банкам в целом, в частности к Сбербанку.

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) возможная волатильность прибыли; 6) сделки M&A, размывающие стоимость банка.

Информация

Альфа-Банк (Москва) Аналитический отдел

Телефон/Факс

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика

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

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи российским и иностранным клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

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

(7 495) 795-3676

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

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

Константин Шашаров, 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.