

# Банк “Санкт-Петербург” (ВЫШЕ РЫНКА)

## Вступают в игру обратный выкуп и дивиденды

**Вывод**

Банк “Санкт-Петербург” недавно изменил свою дивидендную политику. Теперь дивиденды рассчитываются исходя из прибыли по МСФО (и фактически вырастут более чем 2 раза г/г). В итоге сейчас дивидендная доходность банка за 2018 г. составляет, по нашим оценкам, 8,1%. Хотя она все еще ниже, чем у Сбербанка и ВТБ, потенциальный обратный выкуп акций (по всей видимости, в этом году, на что указывают результаты за 2018 по РСБУ) предполагает дополнительные возможности по возврату капитала акционерам и может сократить навес акций на рынке. Мы считаем, что это в сочетании с дальнейшим улучшением ROAE должно поддержать рост мультипликаторов банка. Рынок, однако, пока пребывает в нерешительности – акции выросли всего на 3% с начала года, тогда как финансовый сектор в целом – на 10-20%. При РС 95 руб./акцию мы оцениваем потенциал роста акций в 113% и поддерживаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

**Новая дивидендная политика: доходность за 2018 г. составит 8,1%, что все еще ниже, чем у Сбербанка и ВТБ...** 30 ноября 2018 г. Наблюдательный совет банка одобрил новую дивидендную политику, установив коэффициент дивидендных выплат на уровне не менее 20% прибыли по МСФО. В соответствии с предыдущей политикой, банк выплачивал 20% прибыли по РСБУ, которая, во-первых, ниже прибыли по МСФО за последние три года и, во-вторых, более волатильна. Таким образом, мы считаем, что новая дивидендная политика повышает степень прогнозируемости дивидендов и, что более важно, более чем удваивает размер дивидендов в расчете на одну акцию г/г. Наш прогноз дивидендов за 2018 г. составляет 3,6 руб. на акцию при дивидендной доходности 8,1% (это все еще ниже более 9%, которые предлагает Сбербанк и ВТБ).

**... в то же время обратные выкупы акций – дополнительная возможность возврата капитала акционерам и снижение навеса акций.** Вчера банк представил результаты за 2018 г. по РСБУ – прибыль составила 6 млрд руб. (без учета событий после отчетной даты). Коэффициент достаточности основного капитала (N1.2) составил 9,2%. Отметим, что прибыль за 2018 г. не включается в расчет основного капитала до проведения годового аудита. С учетом же прибыли за 2018 г. коэффициент достаточности основного капитала, по нашей оценке, составит примерно 10,3% (против целевого уровня банка 9,75%). Мы считаем, что это позволит Наблюдательному совету банка рассмотреть возможность еще одного обратного выкупа акций. Хотя некоторые инвесторы могут опасаться того, что обратные выкупы могут снизить ликвидность акций, мы считаем, что, во-первых, обратный выкуп – это дополнительная опция по возврату капитала акционерам (примерно 2-3% рыночной капитализации, согласно последним обратным выкупам акций) и 2) это позволит продавцам выйти из бумаги с минимальным давлением на цену (книга заявок недавнего обратного выкупа была переподписана в 8 раз, в выкупе участвовало 56% акций в свободном обращении).

**Возвращаясь к бизнесу: снижение стоимости риска продолжится в 2019 г., оказывая поддержку ROAE.** В ходе недавней телефонной конференции руководство банка представило свой предварительный прогноз на 2019 г., ожидая, что стоимость риска снизится ниже 2% (против 2-2,2% в 2018 г.). Мы считаем, что это вполне оправданно. Согласно данным банка, на проблемные кредиты из кредитов, выданных до 2013 г., приходится примерно 60% созданных резервов в 2017 г. Таким образом, мы считаем, что стоимость риска будет снижаться и далее по мере того как старые кредиты постепенно будут заменяться новыми, с более высоким кредитным качеством. При стоимости риска 1,9% 2019П, мы ожидаем, что ROAE банка составит 12,5% в 2019 г. (менеджмент прогнозирует 12-14%), тогда как консенсус-прогноз агентства Bloomberg ожидает 11,4% 2019 ROAE.

**Обновление финансовой модели.** Мы понизили свой прогноз чистой прибыли на 2018-2020 гг. на 2-6%, заняв более осторожный подход к торговому и комиссионному доходам (в свете результатов за 9M18 по МСФО и за 2018 по РСБУ). В то же время мы отразили новую дивидендную политику, повысив нашу оценку дивидендов на акцию на 74-81% на 2018-20 (что соответствует доходности на уровне 8,1-10,4%). Наш прогноз чистой прибыли на 6-9% выше консенсус-прогноза; наш прогноз дивидендов на акцию также выше консенсус-прогноза на 18-31% на 2018-20 гг.

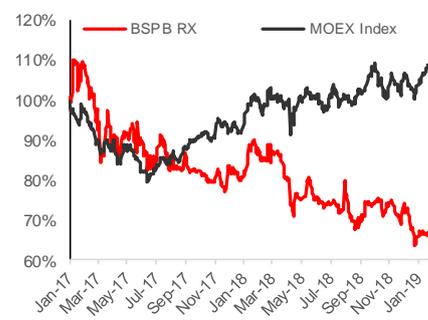
**Оценка:** Банк “Санкт-Петербург” сейчас торгуется по низким коэффициентам 2019П P/BV и 2019П P/E соответственно в 0,3x и 2,2x, что соответствует дивидендной доходности 8,1% 2018П. Это предполагает более чем 50%-й дисконт к банкам EM с аналогичным показателем ROE. Мы считаем, что дальнейшее улучшение ROAE в сочетании с распределением капитала в форме дивидендов или обратного выкупа акционерам поддержат рост мультипликаторов банка, особенно при весьма сдержанных ожиданиях рынка. Более того, по нашей оценке, новая дивидендная политика добавляет примерно 8 руб. в расчете на акцию к стоимости банка, тогда как акции подешевели на 8% с 30 января, когда объявили новую дивидендную политику. Скорректировав нашу модель, мы повысили РС до 95 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 113% и подтверждает рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

**Риски:** 1) Ухудшение макроэкономической и геополитической ситуации; 2) аномальный рост кредитования, ведущий к ухудшению качества кредитов; 3) ограничительные регуляторные инициативы ЦБ; 4) низкая ликвидность и возможный навес акций на рынке.

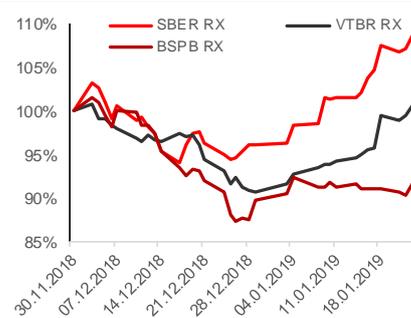
**Оценка и риски**
**Инвестиционный анализ**

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>BSPB RX</b>
<b>Rating</b>	<b>O/W</b>
<b>Closing price, RUB</b>	<b>45</b>
<b>Target price (new), RUB</b>	<b>95</b>
<b>Return to TP</b>	<b>113%</b>
<b>Old TP</b>	<b>90</b>

Дата ценообразования: закрытие рынка, 22 января 2019 г.

**Динамика акций (относительно индекса)**


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Динамика акций (относительно SBER и VTB)**


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Ключевые показатели**

RUBmn	2017A	2018F	2019F
Net interest income	19,658	21,715	22,970
<b>Operating income:</b>	<b>31,528</b>	<b>32,242</b>	<b>33,821</b>
Opex	(12,598)	(13,414)	(13,952)
Provision charge	(9,575)	(7,616)	(7,347)
<b>Net profit:</b>	<b>7,491</b>	<b>8,977</b>	<b>10,027</b>
ROAE	11.4%	12.2%	12.5%
NIM	3.5%	3.7%	3.7%
CoR	2.7%	2.1%	1.9%
P/B	0.4x	0.3x	0.3x
P/E	4.0x	2.5x	2.2x
Dividend yield	2.7%	8.1%	9.0%

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

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

Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки

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

Аналитическая поддержка российских клиентов  
Перевод

Гельды Союнов, Алан Казиев

Редактор

Анна Мартынова

Техническая поддержка

Джон Волш  
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, 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