

# Совкомбанк

## Энергия созидания

Финансовый сектор остается одним из наиболее привлекательных на фондовом рынке с учетом циклической устойчивости и ожидаемого выигрыша от снижения процентных ставок в среднесрочной перспективе. Совкомбанк – один из топовых эмитентов сектора за счет сочетания высокой рентабельности и устойчивого роста, сбалансированной модели бизнеса и хорошей капитализации. Мы начинаем аналитическое покрытие Совкомбанка с рейтингом **ПОКУПАТЬ**. Наша целевая цена на 12 месяцев – 23,7 руб. за акцию (предполагаемый совокупный доход на горизонте 12 месяцев составляет 31%). Анонсированная в феврале сделка по слиянию с ХКФ Банком повышает стоимость Совкомбанка, на наш взгляд, что не в полной мере учтено в рыночных котировках.

### Сильный эмитент в привлекательном сегменте рынка

Российский банковский сектор доказал свою устойчивость к шокам, выигрывая на среднесрочном горизонте от продолжающегося роста рынка, лояльности внутренних клиентов (при сокращении внешних альтернатив) и разумной политики регулятора. Прибыль сектора в 2023 году была рекордной. Рост кредитного портфеля должен замедлиться в этом году, но ожидаемое снижение процентных ставок должно поддержать маржу банков и создать условия для оживления в 2025–2026 годах. Для крупных и хорошо капитализированных банков из топ-10 (Совкомбанк в их числе) 2024 год может также дать возможность усилить свои позиции и увеличить долю рынка.

### Совкомбанк – №3 частный банк в России

Совкомбанк – история роста от небольшого розничного банка до системно-значимой финансовой организации с диверсифицированным бизнесом. Залогом успеха является эффективный предпринимательский подход собственников топ-менеджеров, сочетание органического и неорганического роста и удачный выбор ниши. Клиентская база в 2023 году достигла 6,5 млн активных розничных клиентов и 200 тыс. компаний. Размер банка – 1,8% в активах сектора по итогам 2023 года – оставляет значительный запас для опережающего роста (27% CAGR в 2019–2023 годы). Финансировать последний позволяют высокие достаточность капитала и рентабельность – более 30% в среднем за 10 лет, заметно выше средней по сектору. С 2022 года Совкомбанк благополучно адаптировался к внешним санкциям, снизил чувствительность к процентному и валютному рискам. Диверсифицированность бизнеса повышает циклическую устойчивость финансового результата банка.

### Оценка: целевая цена – 23,7 руб., **ПОКУПАТЬ**

Первичное размещение акций Совкомбанка в декабре 2023 года стало одним из наиболее успешных IPO прошлого года на российском рынке. Рост котировок с момента размещения превысил 65%. Вместе с тем стоимость Совкомбанка имеет уверенный запас роста с учетом сильных показателей компании и уверенного прогноза роста бизнеса, в том числе с учетом объявленной в феврале сделки по слиянию с ХКФ Банком. Наша оценка на основе 5-летней модели DDM предполагает целевую цену в 23,7 руб. на акцию на горизонте 12 месяцев, соответствует P/BV'24 в 1,3 и P/E'24 в 5,9.

**Дата:** 18 марта 2024

Текущая цена, RUB 19.0  
Потенциал роста, % 24.9

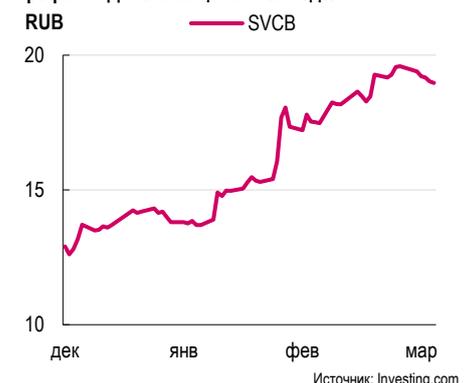
Капитализация, RUBmn 392 564  
Объем торгов, RUBmn 998  
В свободном обращении, % 5,0  
Тикер SVCB

Оценки и финансовые показатели, ₽ млрд  
(если не указано иное)

	2023	2024П	2025П	2026П
Активы	3 189,0	3 391,0	3 805,4	4 203,2
Капитал	298,4	394,6	465,2	554,7
Чистая прибыль	95,0	87,2	104,3	126,0
BVPS, ₽	14,4	18,2	21,4	25,6
EPS, ₽	4,6	4,0	4,8	5,8
DPS, ₽	1,4	1,2	1,7	2,0
P/BV, x	1,3	1,0	0,9	0,7
P/E, x	4,1	4,7	3,9	3,3
Дивидендная доходность, %	-	5,7	6,4	8,9
RoE, %	38,8	25,2	24,3	24,7
RoA, %	3,5	2,7	2,9	3,1
Рост EPS, %	-	-12,4	19,5	20,8

Источник: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

График 1: Динамика цены – 52 недели



<b>Инвестиционное резюме</b>	<b>3</b>
Банковский сектор России – потенциал роста и устойчивость	3
Совкомбанк: история роста	3
Ниша и стратегия	4
Финансовые показатели	5
Риски	6
Оценка	7
<b>Совкомбанк: стратегия бизнеса</b>	<b>8</b>
Энергия преобразований и игра в долгую	8
M&A: экспертиза успеха	8
Розничное кредитование – высокая оценка клиентов	10
Корпоративное кредитование – банк для предпринимателей	14
Небанковский бизнес – синергетический эффект	15
Операции казначейства – работа на результат	17
Фондирование – диверсифицированная структура	17
<b>Финансовые показатели</b>	<b>18</b>
Высокая эффективность бизнеса	18
Процентный доход	19
Комиссионный доход	20
Другие доходы	21
Управление рисками	21
Операционные расходы	22
Капитал	23
<b>Прогноз и оценка</b>	<b>24</b>
<b>Основные показатели прогноза</b>	<b>28</b>

## Банковский сектор России – потенциал роста и устойчивость

Российский банковский сектор является достаточно развитым и зрелым, сохраняя при этом запас роста за счет развития технологий, роста проникновения финансовых услуг и частичного замещения внешних финансовых посредников. За последние 10 лет средний годовой рост активов сектора составлял 12% (при среднем росте номинального ВВП на уровне 9%), несмотря на пришедшую на это время экономическую турбулентность. Сектор демонстрирует высокую устойчивость к различным экономическим и рыночным шокам, в том числе с учетом накопленного опыта адаптации к меняющимся условиям и проактивного регулирования со стороны Банка России. Реализованная регулятором с 2013 года программа оздоровления банковского сектора привела к существенному сокращению числа банков (с около 1 тыс. до менее 330) при одновременном повышении качества их капитала, долгосрочном повышении доверия со стороны клиентов, а также росте их эффективности. Средний за последние 5 лет уровень рентабельности капитала сектора составил около 17% против 9% за предыдущее десятилетие.

При этом для российской банковской системы осталась свойственна высокая концентрация: доля 11 системно значимых кредитных организаций (включая Совкомбанк) в активах сектора приближается к 80%. Мы видим сохраняющийся запас для дальнейшей консолидации российского банковского сектора в пользу сильных игроков, укрепляющих свои позиции, в том числе, за счет инвестиций в расширение клиентской базы и цифровизацию. Мы ожидаем сохранения темпов роста банковских активов значимо выше инфляции, оценивая его потенциал в 6–9% в год в среднем на ближайшие 5 лет.

В 2023 году российский банковский сектор получил рекордную прибыль в 3,4 трлн руб. за счет сильного восстановительного роста клиентского спроса, повышения процентной маржи, а также разворота негативных разовых факторов прошлого года (включая повышение резервов и рыночную переоценку). При этом крупнейшие банки, большинство которых уже оказалось под санкциями, абсорбировали эффект последних в рамках финансового результата 2022–2023 года и адаптировались к новым условиям с точки зрения бизнеса. Хотя ужесточение пруденциальной и монетарной политики Банка России должно привести к некоторому снижению прибыли банковского сектора в 2024 году относительно рекордов этого года (через снижение процентной маржи и замедление роста кредитного портфеля), мы ожидаем восстановление ее роста в 2025–2026 годах на фоне снижения ставок после замедления инфляции и вместе с оживлением кредитной активности.

Основные риски для банковского сектора, на наш взгляд, по-прежнему связаны с макроэкономической ситуацией и регуляторными изменениями. Вместе с тем, устойчивость сектора к циклическим и рыночным колебаниям можно назвать достаточно высокой, и вероятность материализации стресс-сценариев кажется нам низкой. При этом 2024 год может поддержать позиции крупных хорошо капитализированных банков, включая Совкомбанк, которые смогут повысить свою рыночную долю за счет «бегства в качество» клиентов или занятия ниш, освобождаемых банками с иностранным капиталом, которые продолжают сокращать свою активность на российском рынке.

## Совкомбанк: история роста

Совкомбанк – впечатляющая история создания и роста диверсифицированного коммерческого банка с частным капиталом, активы которого за 10 лет выросли более чем в 20 раз, позволив ему войти в десятку крупнейших на российском рынке,

стать третьим по размеру частным банком и получить статус системно значимой кредитной организации. Залогом успеха для банка является предпринимательский подход сильной команды, во главе с собственниками топ-менеджерами.

Это обеспечило поддержание высокой и устойчивой прибыли (средняя за 10 лет рентабельность капитала превышала 30%, банк получил убыток только один раз – в 2022 году на фоне введения санкций), преимущественно инвестируемой в органический рост. При этом Совкомбанк имеет историю успеха стратегических инвестиций и вложений на финансовом рынке. В том числе за последние 10 лет группа осуществила значимые приобретения как в сфере банковского бизнеса, в том числе в розничном сегменте, автокредитовании, кредитовании МСП, так и в небанковском бизнесе и технологиях. Глубокая экспертиза Совкомбанка в плане M&A позволила реализовать крупные сделки по благоприятной стоимости и эффективно интегрировать приобретенные активы, способствуя расширению экспертизы и экспансии в отдельных сегментах рынка. Сочетание органического и неорганического роста обеспечило Совкомбанку увеличение активов на 28% в год в среднем за последние 5 лет (46% в 2023 году, 40% в год – в среднем за 10 лет).

Сильной стороной Совкомбанка, традиционно, являлась его команда, в том числе менеджмент, члены которой имеют длительный опыт профессионального роста в секторе и внутри компании, сконцентрированы на успехе бизнеса, в том числе с учетом участия в капитале банка, имеют высокую вовлеченность в регулярный бизнес, в том числе на уровне клиентских операций, и поддерживают прозрачность бизнеса. Качество корпоративного управления компании традиционно получало высокую позитивную оценку рейтинговых агентств. Совкомбанк имеет национальный кредитный рейтинг на уровне ruAA/AA- (Эксперт РА/АКРА/НКР), что выше Тинькофф банка, Банка ДОМ.РФ, Банка Санкт-Петербург и Московского кредитного банка, на один грейд ниже Альфа-Банка.

Сейчас Совкомбанк является финансовым институтом, хорошо представленным как в розничном, так и корпоративном сегменте банковских услуг, при этом имеющим экспертизу в страховании и лизинге – с потенциалом дальнейшего роста доли в этих сегментах. Учитывая то, что доля Совкомбанка в активах банковского сектора составляет 1,8% по итогам 2023 года, банк имеет высокий уровень рентабельности и достаточность капитала, мы видим запас роста активов банка выше среднего по сектору. В 2024 году опережающий рост бизнеса также должен быть поддержан реализацией сделки по слиянию с ХКФ Банком, которая может добавить в розничный портфель Совкомбанка 20–25% и внести положительный вклад в капитал за счет эффекта выгодного (по оценке) приобретения (около 10 млрд руб.). За пределами 2024 года наша базовая оценка роста портфеля банка составляет 12–15% в год на горизонте прогноза до 2028 года. За этот период банк может преодолеть отметку в 2,5% по доле в активах сектора.

## Ниша и стратегия

Банк поддерживает растущую базу клиентов, и партнеров, в том числе благодаря эффективному клиентскому подходу и сильному бренду в значимых нишах. В розничном сегменте банк имеет 6,5 млн активных клиентов. Сделка с ХКФ Банком создает потенциал роста базы за счет абсорбирования части их текущей базы – около 3 млн человек. В корпоративном сегменте Совкомбанк обслуживает около 200 тыс. юридических лиц, включая 45 тыс. компаний – активных клиентов корпоративного бизнеса, в том числе 250 компаний из числа 500 крупнейших в России. Сеть отделений банка включает около 2,9 тыс. офисов (в том числе легкого формата) – в более чем 1 тыс. населенных пунктах, входя в пятерку крупнейших по размеру в России. Это поддерживая широкую представленность и узнаваемость в регионах России.

Совкомбанк позиционирует себя как «банк не для хипстеров и олигархов» и ориентирован в том числе на клиентов с доходом средним и ниже среднего, сегмент малых и средних предприятий (МСП). Банк входит в топ-5 по карточным продуктам в розничном сегменте, предлагая клиентам уникальный продукт «Халва», имеющий высокие клиентские оценки. В авто-финансировании стабильно удерживает позиции в тройке лидеров. В кредитных сегментах, показывающих сильный рост в России в последние годы – таких как ипотека и кредитование МСП – банк также занимает высокие позиции и продолжает наращивать свое присутствие. Совкомбанк также активно увеличивает присутствие в страховом бизнесе (доходы от которого выросли в 2023 году на 70%), уже находясь в десятке крупнейших игроков. Для корпоративных клиентов Совкомбанк обеспечивает услуги лизинга и факторинга (в топ-10 по автокредитованию по стране, топ-3 по факторингу для МСП) и предоставляет услуги крупнейшей в России платформы для коммерческих и государственных закупок. Кроме того, Совкомбанк активно проводит размещения долговых и долевых бумаг для своих корпоративных клиентов.

В розничном сегменте банк наращивал свою рыночную долю в том числе за счет внедрения уникальных продуктов, таких как карта рассрочки «Халва» (5,2 млн активных карт), и хороших конкурентных позиций по цифровым услугам. Мобильное приложение банка входит в число лидеров пользовательских рейтингов в последние годы, банк осуществляет активные инвестиции в ИТ. Банк придерживается стратегии диверсификации сегментов основной деятельности, что может создавать плюсы в части кросс-продаж финансовых услуг, а также с точки зрения циклической устойчивости. В общем ландшафте рынка, структура бизнеса и ниша Совкомбанка, на наш взгляд, в большей степени сходна с Альфа-Банком (5% активов сектора), при этом в отдельных нишах Совкомбанк также конкурирует со сходными по масштабам Тинькофф банком и Росбанком (по 1% активов).

## Финансовые показатели

Структура баланса и прибыли Совкомбанка хорошо диверсифицирована, включая розничный сегмент, корпоративный сегмент и казначейство с постепенным ростом корпоративного сегмента в последние годы. Розничное кредитование представлено в сегменте карт рассрочки, ипотеки, автокредитования и других потребительских кредитов. Корпоративное кредитование (53% кредитного портфеля в 2023 году) включает сегмент крупного корпоративного бизнеса и МСП. В структуре фондирования растущий вес в последние годы имели средства корпоративных клиентов (около 75% клиентских счетов по итогам 2023 года). Более высокая стоимость фондирования относительно крупнейших конкурентов (в том числе с учетом повышенной доли срочных клиентских счетов относительно текущих счетов) для банка компенсируется более высокой доходностью кредитных продуктов за счет структуры продуктов, отбора заемщиков и высокого уровня сервиса. Мы ожидаем, что чистая процентная маржа останется на уровне 5,5–6,5% в ближайшие годы (вблизи 5-летней средней, выше большинства крупных диверсифицированных конкурентов), при этом чистые процентные доходы, как и в предыдущие годы, будут составлять более 65% операционных доходов.

Комиссионные и прочие доходы Совкомбанка складываются в большей степени в корпоративном кредитном сегменте, а также за счет некредитных финансовых услуг, включая страхование, лизинг, факторинг и предоставление гарантий. Эти сегменты сохраняют запас опережающего роста, мы полагаем. Отношение операционных расходов к основным доходам (чистого комиссионного и процентного дохода) находятся на уровне выше крупнейших конкурентов (в том числе за счет стоимости привлечения клиента). Вместе с тем отношение расходов к совокупным

доходам для Совкомбанка в последние годы, за исключением кризисного 2022 года, находится на умеренном уровне, около 40%.

С учетом всех направлений бизнеса рентабельность капитала (RoE) Совкомбанка стабильно превышала среднюю по сектору: за последние 10 лет – выше 30%, за последние 5 лет – более 20%, в 2023 году – около 40%. Она являлась одной из самых высоких среди крупных конкурентов, в предыдущем году опередив даже традиционного лидера, Тинькофф банк. При наших достаточно консервативных вводных по ситуации в экономике и банковском секторе в целом мы в качестве устойчивой среднесрочной рентабельности для Совкомбанка видим уровень 22–23% (к совокупному капиталу, или 24–25% к собственному капиталу без учета бессрочных субординированных облигаций) – по-прежнему выше средних уровней по отрасли.

## Риски

Ключевые риски для банка, на наш взгляд, макроэкономические и регуляторные. В случае сохранения жестких денежно-кредитных условий в экономике в течение продолжительного времени, банковский сектор в целом и Совкомбанк в частности, могут испытывать давление на процентную маржу, сталкиваться с растущей конкуренцией за клиента, испытывать ограничения на рост активов. Кроме того, реализация рискованных экономических сценариев, прежде всего связанных с геополитической неопределенностью, может привести к ухудшению финансового результата банка через реализацию валютного и рыночного риска, кредитных убытков, и замедление общего роста сектора. Регуляторные риски могут включать как ужесточение пруденциальных стандартов со стороны Банка России (например, в части требований к капиталу), так и повышение налоговой нагрузки (этот риск повысился в целом по экономике с учетом бюджетной ситуации), или изменение рыночных условий с учетом санкций (например, в отношении инфраструктуры). Вместе с тем отметим, что банк устойчив и исторически умеет выигрывать на кризисах. Кроме того, за последние полтора года Совкомбанк продолжил снижать чувствительность к валютному и процентному риску.

Санкционные риски не являются значимыми для Совкомбанка. Попадание под внешние санкции имело существенный эффект для банка, который в 2022 году получил первый за свою историю убыток, в основном за счет эффекта рыночной переоценки и роста резервов под потери. Однако эффект был в основном абсорбирован финансовым результатом 2022 года и в 2023 году часть негативных факторов была отыграна (например, курсовая переоценка). В 2023 году банк подтвердил высокие кредитные рейтинги.

Увеличение конкуренции, в том числе со стороны крупнейших (государственных) банков, может ограничить потенциал наращивания рыночной доли банком, а также сказываться на рентабельности, в том числе через увеличение стоимости привлечения и удержания клиентов.

Исторически достаточно высокая (и эффективная) активность банка на финансовых рынках и в сфере M&A, с одной стороны, может создать апсайд по прибыли и росту банка в дальнейшем, с другой – может являться источником рисков, в том числе при финансировании стратегических сделок за счет привлечения капитала. При этом отметим, что это риск кажется нам низким с учетом опыта компании.

## Оценка

Мы устанавливаем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Совкомбанка с целевой ценой на горизонте 12 месяцев на уровне 23,7 руб. на акцию. Акции Совкомбанка показали впечатляющий рост более 65% с момента размещения в декабре 2023 года, однако с учетом сильных стартовых показателей, уверенных перспектив развития бизнеса и рентабельности выше средней по сектору сохраняют здоровый запас роста, на наш взгляд. При этом выигрыш от выгодного приобретения ХКФ Банка, на наш взгляд, еще не полностью отражен в рыночной оценке.

Средние значения мультипликаторов по пяти крупным эмитентам, входящим в расчет индекса финансового сектора Мосбиржи, по нашей оценке, составляют сейчас 1,3 по P/BV'23 и 4,9 по P/E'23, или 1,2 по P/BV'24 и 5,2 по P/E'24. Мы полагаем, что с учетом характеристик бизнеса и прогнозов развития справедливая оценка Совкомбанка должна находиться в диапазоне между уровнями Сбербанка и ТКС Холдинга, ближе к первому (1,0–2,1 по P/BV'23 и 4,6–7,6 по P/E'23 по текущим ценам). Текущая рыночная цена Совкомбанка – около 19 руб. за акцию – соответствует, по нашим оценкам, мультипликаторам 1,3 по P/BV'23 и 4,1 по P/E'23.

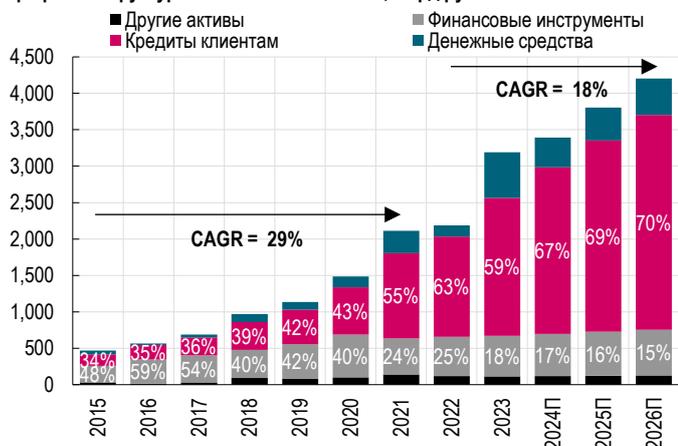
Мы использовали 5-летнюю модель DDM для получения ориентира по оценке. Она включает прогноз основных показателей Совкомбанка на 2024–2028 годы, предполагая ежегодные дивидендные выплаты в размере 30–40% чистой прибыли по МСФО на этом горизонте (дивидендная политика предполагает распределение от 25 до 50%). За пределами 2028 года мы предполагали темп долгосрочного устойчивого роста на уровне 5% г/г, рентабельность капитала без учета субординированного долга – на уровне около 24% при предположении о сохранении устойчивой структуры бизнеса. Данная модель предполагает ориентир по целевой цене акций Совкомбанка на уровне 23,7 руб. на горизонте 12 месяцев. Эта оценка соответствует мультипликаторам 1,3 по P/BV'24 и 5,9 по P/E'24. При распределении на дивиденды 30–40% чистой прибыли в 2024 году, дивиденд на акцию может составить 1,2–1,6 руб., или 6–8% к текущей цене, после предварительно анонсированного распределения 1,1 руб. на акцию по итогам 2023 года (с выплатой, вероятно, летом).

## Энергия преобразований и игра в долгую

Совкомбанк, позиционирующий себя как «банк не для хипстеров и олигархов», после десятилетия бурного роста занял устойчивое место среди ключевых (системно-значимых) российских банков, работая практически во всех сегментах рынка с фокусом на розничных клиентов со средним доходом и доходом ниже среднего, бизнес среднего и крупного размера, уделяя особое внимание региональным рынкам. Банк укрепляет свое конкурентное положение за счет высокого качества клиентского сервиса, баланса предложения цифровых услуг и личного общения (около 2,9 тыс. офисов в более чем 1 тыс. населенных пунктах в 79 регионах России), вовлеченности собственников топ-менеджеров, синергии разных финансовых продуктов. Стратегия банка ориентирована на построение долгосрочных устойчивых отношений с клиентами, при этом включает постоянную работу над развитием своих продуктов и продуманное расширение в смежные сегменты.

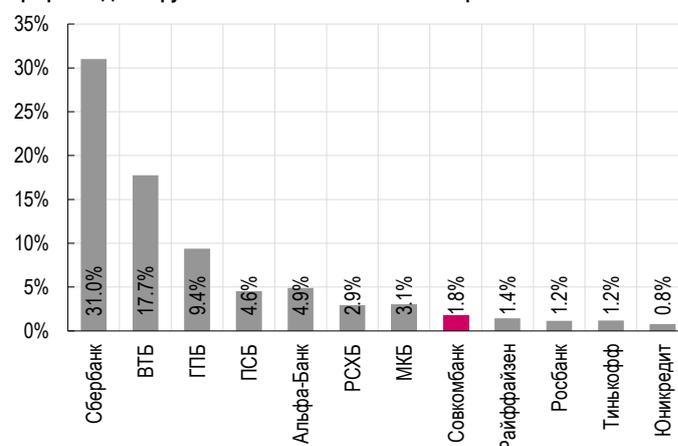
Совкомбанк гордится сильной командой и экспертизой в ключевых нишах, позволяющей получать высокую доходность на капитал, и в своей стратегии развития исходит из задачи отбирать направления и продукты с рентабельностью (до налогов) не ниже 30%. Совкомбанк сочетает работу в розничном (преобладавшем на первых этапах развития) и корпоративном сегментах, которые в 2023 году имели доли около 30% и 40% в активах банка, соответственно. В общем ландшафте рынка, структура бизнеса и ниша Совкомбанка, на наш взгляд, в большей степени сходна со Сбербанком (31% активов сектора), с поправкой на масштаб, и с Альфа-Банком (5% активов сектора). При этом в отдельных нишах Совкомбанк также конкурирует со сходными по масштабам Тинькофф банком и Росбанком (примерно по 1% активов сектора).

График 2: Структура активов Совкомбанка, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

График 3: Доля крупнейших банков в активах сектора



Источник: данные компаний, Банк России, оценки Ренессанс Капитала

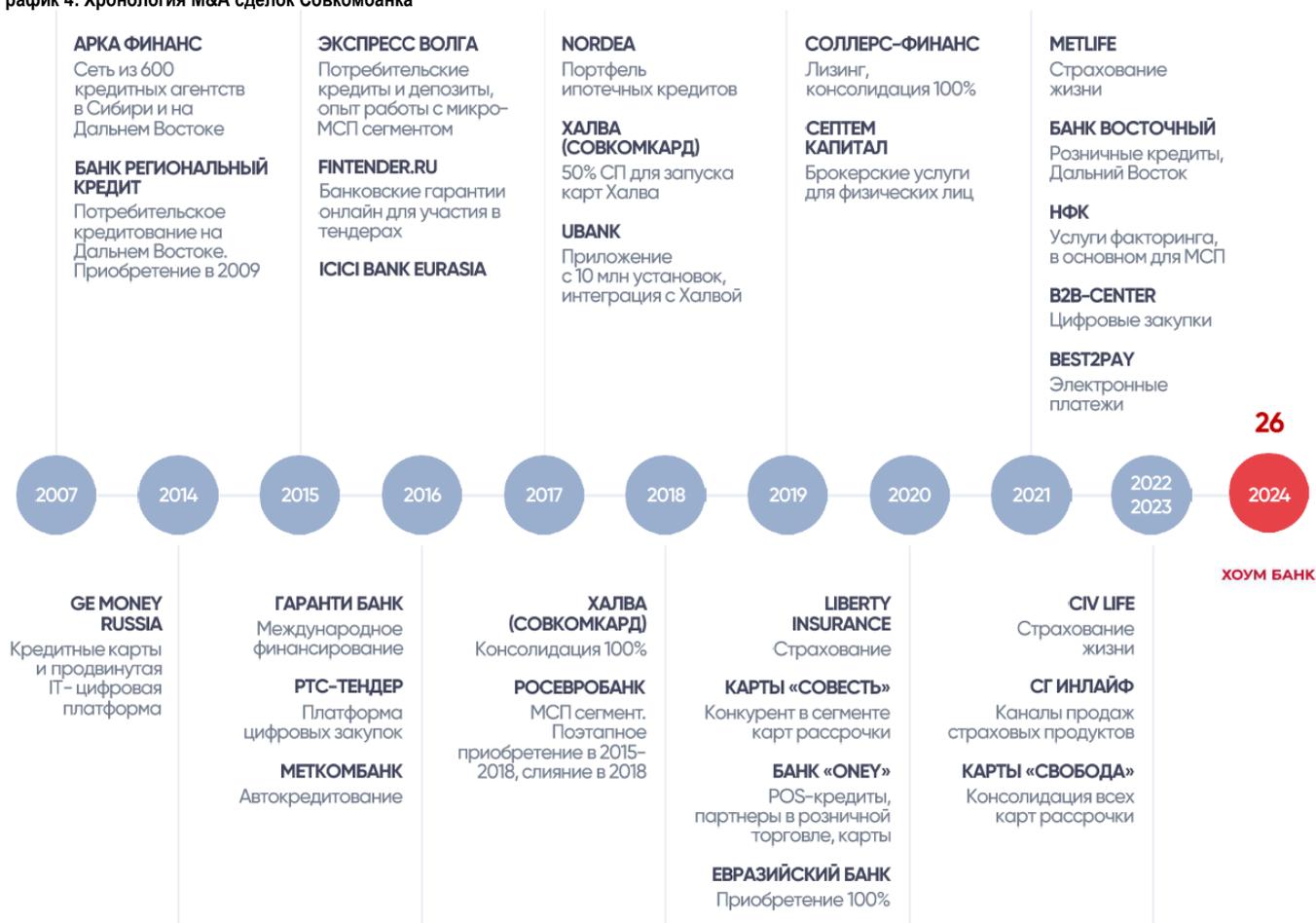
## M&A: экспертиза успеха

Одной из ключевых составляющих истории быстрого роста Совкомбанка являлся устойчивый успех в стратегических инвестициях. На счету компании более 25 M&A сделок, ни одна из которых не была неудачной. Стратегические сделки позволяли приобретать экспертизу в новых для банка сегментах, усиливать команду, расширять клиентскую базу и динамично масштабировать бизнес. Ключевые сделки группы за последние 10 лет в розничном сегменте включали: GE Money Bank (розничное кредитование, усиление команды), Меткомбанк (автокредитование), Нордеа (ипотечный портфель), Банк Восточный, и др. Кроме того, развитие «якорного» розничного продукта Совкомбанка – карты рассрочки «Халва» – также включало ряд

стратегических сделок. В корпоративном сегменте сделки M&A, в том числе, позволяли расширять направление кредитования МСП (сделки с Росевробанком, банком Экспресс-Волга), а также развивать небанковские услуги – платформу закупок и выдачу банковских гарантий (FINTENDER.RU, РТС-тендер), лизинг (Sollers-Finance), страхование (Либерти Страхование, Метлайф, Сив Лайф, Инлайф), факторинг (НФК). Еще одним направлением было приобретение технологических продуктов (за счет относительно небольшого масштаба вложений).

Залогом устойчивого успеха стратегических сделок стал эффективный подход банка, который включал прагматичный отбор целей для приобретения, а также быструю и эффективную интеграцию новых подразделений. При выборе целей для сделок Совкомбанк исходил и, согласно озвученной стратегии руководства, продолжает исходить из сочетания привлекательной стоимости (что исторически приносило Совкомбанку положительный эффект на капитал) и способности бизнеса генерировать высокую рентабельность (от 30%). Такой подход обеспечивал устойчивый положительный эффект на капитал, активы и рентабельность бизнеса Совкомбанка от приобретений. Наиболее вероятными направлениями для неорганического расширения на текущем этапе (учитывая уже достигнутый масштаб банковского бизнеса) для Совкомбанка могут быть небанковские финансовые компании (страхование, лизинг), а также финтех-компании. Исторически, группа эффективно использовала окна возможностей для сделок, в том числе в периоды замедления рынка.

График 4: Хронология M&A сделок Совкомбанка



Источник: данные компании

В феврале 2024 года Совкомбанк объявил о намерении приобрести ХКФ Банк (0,2% активов банковского сектора по состоянию на конец 3кв23, фокус на сегменте POS-кредитования). Эта сделка является одной из крупнейших слияний в российском банковском секторе за последние годы. Ожидается, что на первом этапе сделки Совкомбанк приобретет 51% акций ХКФ Банка за счет эмиссии новых акций в размере 5% от капитала Совкомбанка (около 15 млрд руб., количество акций в итоге может увеличиться на 1 млрд до около 21,7 млрд шт.). На втором этапе Совкомбанк приобретет оставшиеся 49% акций ХКФ Банка, которые будут оплачены денежными средствами в рассрочку в 2024–2025 годы. На конец 3кв23 года размер капитала ХКФ Банка составлял 61 млрд руб. Согласно комментариям Совкомбанка, оценка ХКФ Банка в целях сделки составила 80% от капитала банка без учета вечных облигаций (200 млн долл.) и дивидендов за 2023 год (пока не объявлялись). С учетом этого прямой дополнительный вклад от «выгодного приобретения» ХКФ Банка в прибыль 2024 года для Совкомбанка может составить около 10 млрд руб., мы полагаем. Эффекты от интеграции бизнесов могут быть в полной мере заметны в 2025 году.

Председатель правления Совкомбанка отметил, что сделка удовлетворяет критерию банка в 30% доходности от инвестиции. Рентабельность капитала ХКФ Банка за 9М23 по РСБУ, по нашим расчетам, составляла 39% (среднесрочный уровень до 2022 года составлял около 20%). С учетом размера баланса ХКФ Банка сделка может добавить к депозитному и кредитному розничному портфелю Совкомбанка 20–25%. Основной выигрыш в плане увеличения рыночной доли и расширения экспертизы придется на POS-кредитование.

В целом, новость для нас выглядит позитивно. Одобрение сделки и эффективная интеграция (в которой Совкомбанка имеет сильную экспертизу) должно создать дополнительную стоимость для акционеров Совкомбанка, по нашим оценкам.

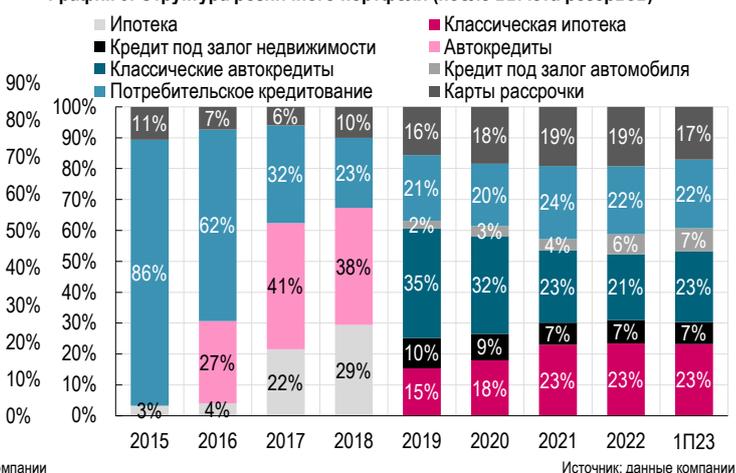
## Розничное кредитование – высокая оценка клиентов

Розничный сегмент был основным на первых этапах развития банка и оставалась ключевым его компонентом в последние годы с весом более 20% в кредитном портфеле и прибыли. «Визитной карточкой» банка является уникальная карта «Халва» (карта рассрочки, предлагающая выгоды клиенту за счет партнерских программ с компаниями-продавцами), которая по итогам 2023 года имела порядка 5,2 млн активных клиентов (Совкомбанк входит в пятерку крупнейших участников рынка карт) и более 280 тыс. магазинов партнеров. Слияние с ХКФ Банком может существенно расширить клиентскую базу за счет абсорбирования части из 3 млн клиентов действующий розничных клиентов ХКФ Банка. Совкомбанк также активно представлен в других розничных продуктах, сочетая классические автокредитование и ипотеку с менее распространёнными кредитами под залог автомобиля и недвижимости, что позволяет получать повышенную процентную маржу при невысоком уровне рисков (65% розничного портфеля имеет обеспечение). Рост розничного портфеля Совкомбанка в 2019–2023 годы в среднем составлял 34% в год (+36% в 2023 году), доля банка в этом сегменте при этом составляет около 2,5%, что оставляет заметный запас роста.

График 5: Портфель розничного кредитования, млрд руб.



График 6: Структура розничного портфеля (после вычета резервов)



**Конкурентными преимуществами Совкомбанка в розничном сегменте являются:**

- лояльная клиентская база, в т.ч. с учетом предлагаемых выгод «Халвы» и качественного клиентского сервиса;
- своя ниша – таргетирование клиентской базы со средним доходом и доходом ниже среднего (физлица с доходом до 60 тыс. руб. в месяц составляют более 3/4 населения России) в разных возрастах, включая старший (в 2023 году 25% населения России приходится на возрасты старше пенсионного);
- широкая сеть отделений (более 2,8 тыс. офисов в более 1 тыс. населенных пунктах – в пятерке по количеству отделений в России), создающая возможности проникновения в регионы и привлечения аудитории, для которой важно личное общение;
- сильные позиции в сегменте автокредитования, в том числе за счет работы с дилерами крупнейших «народных» марок;
- качественное мобильное приложение, высокий и растущий уровень онлайн сервисов.

**Карта «Халва»**, которая была запущена в 2017 году, сейчас **является фактически единственной на рынке картой рассрочки и системой лояльности такого масштаба**. Приобретение у конкурентов карт рассрочки «Совесть» и «Свобода» в 2020 и 2023 годах укрепило этот статус. С начала 2019 года клиентская база карты увеличилась в 2,4 раза, база партнеров – в 4,0 раза. Конкурентные позиции этого продукта определяются тем, что клиенту предоставляются более выгодные ценовые условия при использовании рассрочки за счет того, что часть дохода по продукту банк получает от партнеров магазинов-продавцов. При этом, учитывая целевую аудиторию продукта, банк старается максимизировать прозрачность (нет скрытых комиссий или сложных условий использования). Карта является универсальной, то есть может одновременно использоваться как карта рассрочки и дебетовая, и позволяет владельцам получать особые условия по другим продуктам (например, повышенную ставку по срочным депозитам). Доля Совкомбанка в сегменте кредитных карт и карт рассрочек составляет более 4%, ближайшим по размеру конкурентом является ВТБ, однако продукт «Халва» в большой степени позволяет Совкомбанку занимать отдельную нишу.

График 7: Количество активных розничных клиентов, млн чел.

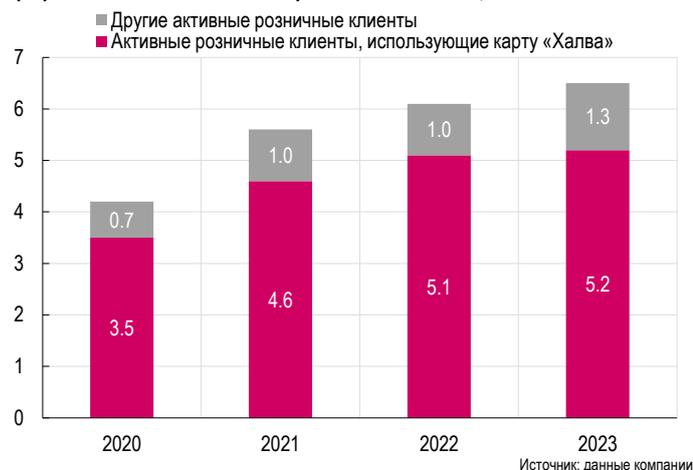
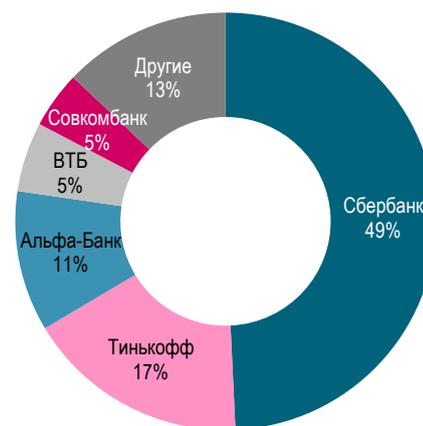


График 8: Доля на рынке кредитных карт и карт рассрочки



**Клиенты «Халвы» являются ключевой базой лояльных клиентов розничного бизнеса Совкомбанка, что обеспечивает эффективность кросс-продаж других продуктов.**

Продукт отмечен в топ-рейтингах по пользовательскому опыту и удобству мобильного приложения для розничных клиентов. На корпоративной стороне по программе «Халва» Совкомбанк выстроил широкую и устойчивую базу партнеров, включающую сейчас более 280 тыс. магазинов-продавцов. По данным банка, наибольшая доля в обороте по «Халве» приходится на относительно небольшие чеки. Рассрочка активно используется при покупке продовольствия и бытовых товаров (в число партнеров входят Пятерочка, Перекресток, Лента), а также одежды, мебели и техники. В услугах партнерами являются, например, крупнейшие мобильные операторы (МТС, Мегафон), частные клиники (Медси). Карта чаще используется для покупок off-line, однако также является инструментом конкуренции в растущем сегменте электронной коммерции. В том числе крупными партнерами Совкомбанка по программе являются Яндекс Маркет и Ozon. Банк подчеркивает, что за счет нарабатанной клиентской базы, а также стратегии отбора и работы с компаниями, продукт интересен корпоративным партнерам как инструмент конкуренции, что делает его востребованным даже с учетом развития альтернативных/собственных банковских продуктов маркетплейсов (например, Ozon).

График 9: Сетевой эффект карты «Халва»



Примечание: \*NPS (англ. net promoter score) – индекс потребительской лояльности;

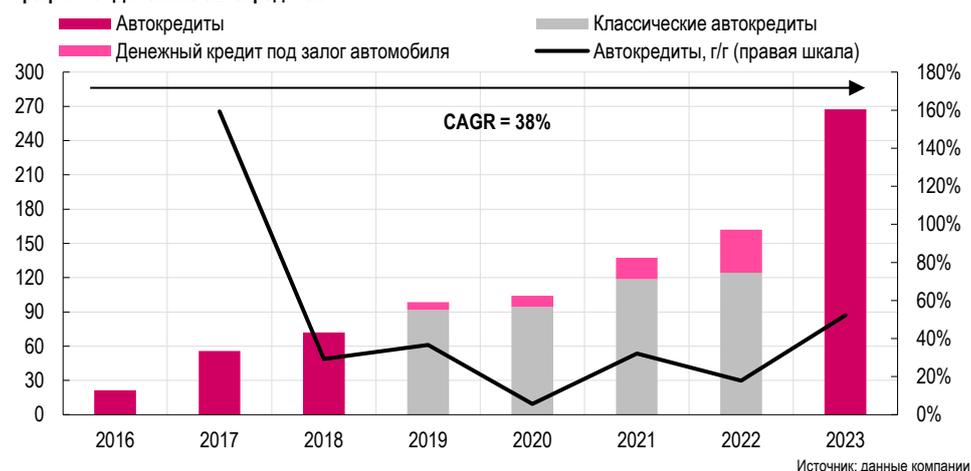
Источник: данные компании

Помимо карт рассрочки Совкомбанк имеет сопоставимый по размеру портфель **потребительских кредитов**. Среднесрочные темпы роста по портфелю в двух сегментах были сопоставимы, при этом в 2023 году потребкредитование, как и в целом по системе, показывало опережающие темпы роста после более слабого 2022 года.

**Ипотечное кредитование** имеет около 30% в розничном портфеле Совкомбанка, показывая рост портфеля более 35% г/г в среднем за последние 5 лет (+36% в 2023 году). Совкомбанк является участником всех реализуемых в последние годы крупных льготных программ, однако помимо льготной и традиционной рыночной ипотеки портфель также включает кредитование под залог недвижимости – сегмент, где Совкомбанк имеет длительный опыт и хорошую экспертизу. Последнее, наряду с отдачей от развитой региональной сети и присутствием в малых населенных пунктах, позволяет Совкомбанку получать доходность по этому направлению выше среднерыночной. Доходность по ипотечным кредитам в 2019–2023 годы в среднем составляла около 13%, что примерно на 3 п.п. выше аналогичного показателя для Сбербанка, например.

**Автокредитование** – еще одно из ключевых направлений кредитного бизнеса Совкомбанка (также около 30% розничного портфеля). Банк стабильно входит в тройку лидеров по российскому рынку автофинансирования. Портфель и экспертиза в этом направлении были усилены с приобретением Меткомбанка в 2016 году. Данный сегмент предоставляет сочетание высокой маржинальности и низкого кредитного риска за счет залога. Стоимость риска в данной линии в среднем не превышала 1,5%. Банк сфокусирован на сегменте кредитования покупки новых автомобилей и значительным конкурентным преимуществом Совкомбанка в сегменте являются выстроенные отношения с ключевыми автодилерами. Для ряда «народных» брендов на текущем рынке Совкомбанк имеет первое место по количеству выдаваемых автокредитов, включая такие бренды как Lada (на которую пришлось около 30% продаж новых автомобилей в России за 2023 год, по оценкам Автостат) Chery, Omoda, Exceed, Hyundai и Kia (в совокупности еще около 30% продаж за тот же период).

График 10: Динамика автокредитов



В 2023 году восстановление спроса на авторынке России существенно поддержало результаты соответствующего кредитного сегмента. С учетом более консервативного прогноза роста потребительского спроса на следующий год, он может быть менее радужным для автокредитования в целом. Вместе с тем **устойчивость позиций Совкомбанка может поддержать ряд факторов:**

- концентрация бизнеса на марках массового спроса, более доступном ценовом сегменте;
- участие в программах господдержки (российского автопрома) и получение преференций от импортных производителей;
- возможность занятия ниш сворачивающих бизнес иностранных банков. В дополнение к кредитованию покупки новых автомобилей, кредиты под залог автомобиля, а также небанковские операции в авто-финансировании (включая лизинг и автострахование) являются важным элементом небанковского дохода Совкомбанка.

График 11: Доля Совкомбанка в кредитовании «народных» брендов

	LADA Finance	HYUNDAI FINANCE	CHEVYKREDO	OMODA	KIA Finance	长安汽车 CHANGAN	LIVAN	EVOLUTE	Автомобили	
Доля Совкомбанка по количеству кредитов	25%	72%	40%	68%	41%	19%	43%	50%	62%	81%
Место Совкомбанка в портфеле марки	①	①	①	①	①	③	②	①	①	①

Источник: данные компании

## Корпоративное кредитование – банк для предпринимателей

Корпоративный сегмент бизнеса в последние 10 лет рос ускоренными темпами и сейчас представляет чуть более 40% прибыли и более половины кредитного портфеля. Клиентами Совкомбанка являются более 200 тыс. юридических лиц, от МСП до крупнейших в России, портфель хорошо диверсифицирован по отраслям и отдельным клиентам. Помимо классических банковских продуктов и корпоративного инвестиционного бизнеса (включая активную работу по организации размещений на долговом рынке) Совкомбанк предлагает услуги лизинга и факторинга, а также предоставляет услуги крупнейшей в России платформы для коммерческих и государственных закупок (очевидно, имеющей растущий потенциал в текущей экономической конъюнктуре). Сегмент небанковских услуг показывает опережающие темпы роста и сохраняет высокий потенциал дальнейшего развития, в том числе за счет наращивания доли рынка.

График 12: Портфель корпоративного кредитования, млрд руб.



Корпоративный сегмент представлен как инвестиционно-банковскими услугами для крупных клиентов (годовая выручка более 40 млрд руб.), так и обслуживанием средних по размеру компаний и МСП (на последних приходится порядка 56% портфеля). Микробизнес, кредитование которого динамично растет в России, менее представлен в портфеле банка, но является потенциальной нишей для развития. Корпоративное кредитование Совкомбанка росло опережающими темпами относительно сектора в целом, с темпами около 45% в среднем за 2019–2023 годы (+38% в 2023 году). Кредитный портфель хорошо диверсифицирован по заемщикам и отраслям, крупнейшая отрасль в портфеле (по данным компании на конец 2023) занимает около 20%. Ближайшим сопоставимым конкурентом в данном сегменте для Совкомбанка, пожалуй, сейчас можно считать Альфа-Банк. Банк видит для себя перспективы в наращивании рыночной доли в сегменте МСП за счет снижения своих требования к величине выручки предприятий. С начала 2022 года банк активно наращивал долю корпоративных кредитов, выдаваемых по плавающей ставке, что снижает чувствительность к процентному риску и поддерживает процентную маржу в периоды жесткой денежно-кредитной политики, что актуально в текущем и следующем году.

Совкомбанк является активным участником валютного рынка и рынка драгоценных металлов, в том числе получая стабильный комиссионный доход от проведения клиентских операций на этих сегментах. Кроме того, Совкомбанк является одним из крупнейших частных участников российского рынка золота, существенно нарастив объем операций в сегменте с 2020 года, и имеет более 160 золотодобывающих компаний-партнеров. Обе упомянутые выше статьи, вероятно, будут приносить сопоставимый регулярный доход в будущие годы. В 2022–2023 годы банк эффективно использовал операции с фьючерсами.

Доля банка в корпоративном кредитовании по сектору составляет около 1%, что создает пространство для роста за счет увеличения доли рынка с учетом достаточного запаса роста капитала. **Конкурентными преимуществами Совкомбанка в корпоративном сегменте являются:**

- гибкий и проактивный клиентский подход, скорость работы, доступность менеджмента для принятия решений и поддержки по ключевым сделкам;
- широкая линейка продуктов, включая операции на финансовом рынке и синергетический эффект с небанковским бизнесом Совкомбанка, включая площадку закупок, лизинг и факторинг (см. ниже);
- высокий уровень цифровизации услуг;
- одна из ведущих команд по организации размещений на долговом рынке (в последние 5 лет).

## Небанковский бизнес – синергетический эффект

Небанковский бизнес Совкомбанка включает в себя следующие сферы:

1) страхование; 2) лизинг; 3) факторинг; 4) платформу цифровых закупок; 5) платежную систему и 6) управление частным капиталом (более 280 млрд руб. под управлением). Значимость данных бизнесов и их совокупный вклад в итоговый финансовый результат растут на протяжении последних лет. Рост бизнеса в данной части, как и по основным направлениям деятельности банка, во многом связан с активной деятельностью по слиянию и поглощению. Более того, банк рассматривает данные направления, как ключевые точки роста для возможных сделок.

График 13: Запуск новых продуктов через сделки по слиянию и поглощению, а также партнерства

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	6М 2023
 Розница	Розничный риск-менеджмент, IT, HR GE MONEY BANK	Ипотека ICICI BANK EURASIA	Автокредиты МЕТКОМБАНК Международное финансирование GARANTI	Ипотека НОРДЕА			Геогр. экспансия ВКА Геогр. экспансия ЕВРАЗИЙСКИЙ БАНК	Розница, экспансия на ДВ ВОСТОЧНЫЙ		
 Карты				Запуск карты рассрочки ХАЛВА	Консолидация 100% СОВКОМКАРД		Консолидация в сегменте карт рассрочки СОВЕСТЬ			Консолидация всех карт рассрочки СВОБОДА
 МСП		МСП, экспансия в Поволжье ЭКСПРЕССВОЛГА		Интернет-банк для МСП ЧАТ-БАНК	Средний бизнес РОСЕВРОБАНК					
 Закупки и гарантии		Банковские гарантии онлайн FINTENDER.RU	Платформа для госзакупок PTC-ТЕНДЕР					Коммерческие закупки B2B Center		
 Небанковский бизнес						Лизинг SOLLERS	КАСКО, ОСАГО ЛИБЕРТИ СТРАХОВАНИЕ	Страхование жизни МЕТЛАЙФ Факторинг НФК	Страхование жизни СИВЛАЙФ	
 IT, Финтех				Мобильное приложение UBANK		Брокерские услуги СЕТТЕМКАПИТАЛ		Онлайн платежи BEST2PAY		

Источник: данные компании

**Страхование** – жизни (около 40% портфеля) и иные виды страхования – быстро растущий сегмент бизнеса для Совкомбанка, развитие которого имеет синергетический эффект с другими направлениями деятельности банка. В 2023 году Совкомбанк объявил о приобретении крупной страховой группы – Инлайф (ранее принадлежала группе «Уралсиб»), что дополнительно укрепило это направление. Рост страховых премий за 2023 год составил 70%. Банк видит возможность расширения данного направления, как за счет новых приобретений с учетом продолжающейся консолидации рынка, так и органического роста.

Другой немаловажный сегмент – **лизинг** – также демонстрирует ощутимый рост (рост портфеля 95% в 2023 году). Совкомбанк входит в топ-10 компаний по объему портфеля автолизинга. При этом примерно половина портфеля приходится на грузовой транспорт, а оставшаяся половина равномерно распределена между спецтехникой, легковыми автомобилями, легкими коммерческими автомобилями и др. Компания видит существенный потенциал для роста своего портфеля с учетом низкой доли проникновения лизинга в продажи в целом по экономике, а также консолидации отрасли, ожидаемой и в этом сегменте.

Направление **факторинга** в Совкомбанке стартовало с 2021 года, после реализации приобретения НФК и создания Совкомбанк Факторинг. Менее, чем за 2 года (с конца 2021 года) портфель по данному сегменту вырос почти в 1,5 раза. Наибольшую долю в нем составляют секторы торговли и обрабатывающей промышленности. При этом Совкомбанк вышел в лидеры рынка, занимая сейчас третью позицию по количеству активных клиентов.

Наконец, еще одним направлением, где Совкомбанк занимает лидирующую позицию, является **предоставление услуг цифровой платформы закупок**. Платформа Совкомбанка является крупнейшей в России, обеспечивая проведение трети всех цифровых закупок в стране. Платформа имеет более 400 тыс. зарегистрированных поставщиков, и генерирует более 2 млрд руб. чистой прибыли в год. Данный сегмент имеет существенный синергетический эффект с другими направлениями как банковского, так и небанковского бизнеса Совкомбанка, включая развитие предоставления гарантий, привлечение клиентов на расчетно-кассовое обслуживание, факторинг и другие операции. Платформа работает как для частных, так и государственных закупок, и для обоих сегментов сохраняется значительный запас роста операций Совкомбанка как за счет собственно роста рынка (в том числе

по госзакупкам, с учетом экономической и бюджетной конъюнктуры), так и за счет увеличения доли Совкомбанка за счет конкурентных преимуществ и уже сложившегося положения на рынке.

## Операции казначейства – работа на результат

Портфель ценных бумаг, переоцениваемых через прибыль и убыток и оцениваемых по справедливой стоимости через прочий совокупный доход, на конец 2023 года составляет около 18% активов группы без учета залога РЕПО (в среднем по сектору – 14%). Совкомбанк имеет диверсифицированный высококачественный собственный портфель ценных бумаг. Около 50% портфеля составляют бумаги с национальным рейтингом не ниже AA- (уточним, что ОФЗ не имеет национального рейтинга; доля этих облигаций составляла около 18%). Портфель диверсифицирован по эмитентам и отраслям. По инструментам основная доля приходится на рублевые облигации, в числе которых за последний год несколько повысился вес бумаг с плавающими ставками. Валютные долговые бумаги в большинстве своем представлены замещающими облигациями российских эмитентов. Доля акций не превышает 5% портфеля, и, как и по валютным облигациям, банк предполагает на среднесрочном горизонте снижение доли этой категории бумаг в портфеле. Банк активно использует портфель ценных бумаг для управления ликвидностью.

## Фондирование – диверсифицированная структура

**Совкомбанк имеет диверсифицированную структуру фондирования,** включающую средства корпоративных и розничных клиентов, инструменты денежного рынка и прочие обязательства. В структуре счетов клиентов (86% всех пассивов по итогам 2023 года) постепенно росла доля средств корпоративных клиентов – до 67% на конец 2023 года. Доля счетов физических лиц в фондировании должна повыситься в 2024–2025 годах по итогам сделки по слиянию с ХКФ Банком. Рост корпоративного сегмента в фондировании обеспечивался как привлечением крупных клиентов, так и МСП. Доля текущих счетов в общем объеме средств клиентов составляет на конец 2023 года около 22% по клиентам физлицам, около 13% – по юрлицам. За последние годы первая показывала тренд к повышению, вторая – к снижению. В целом по сектору доля текущих счетов превышает показатель Совкомбанка, составляя около 40%. Это в том числе объясняет в среднем более высокую стоимость фондирования для банка по средствам клиентов.

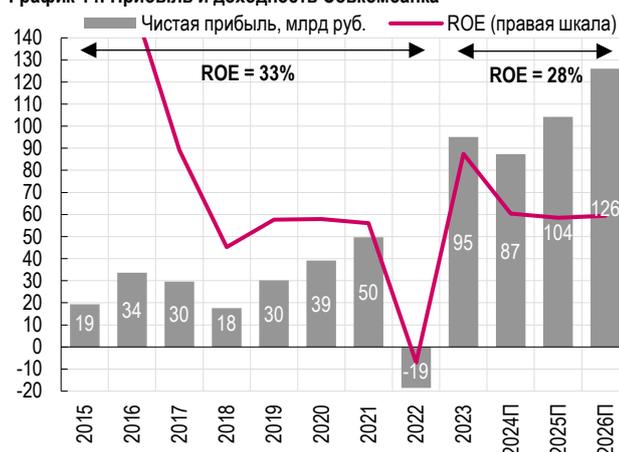
**Другие источники фондирования включают средства межбанковского рынка, РЕПО и собственные облигации банка, включая субординированный долг.**

Привлеченные на межбанковском рынке средства составляли в 2022–2023 годы 4% совокупных пассивов, тогда как обязательства перед Банком России, выпущенные долговые обязательства, субординированный долг и другие заимствованные средства составляют каждый до 1% пассивов. С учетом высокого кредитного рейтинга и наличия портфеля ценных бумаг Совкомбанк имеет гибкий доступ к фондированию на рынке межбанковского кредитования и РЕПО. Совкомбанк присутствует на рынке облигаций с 2011 года.

## Высокая эффективность бизнеса

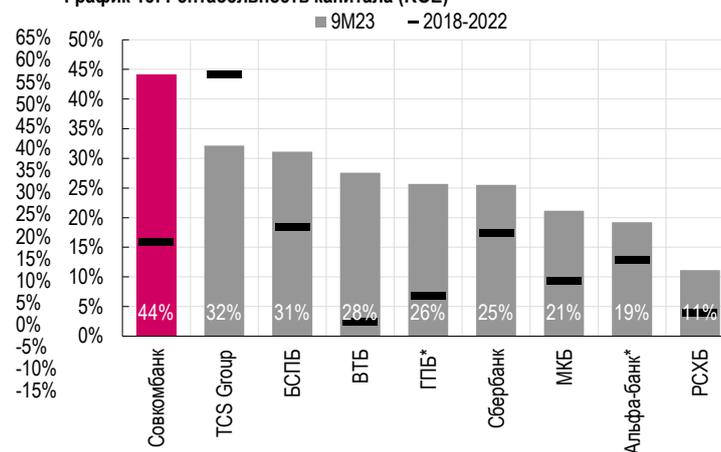
Структура баланса и прибыли Совкомбанка хорошо диверсифицирована. Более высокая стоимость фондирования относительно крупнейших конкурентов (в том числе с учетом повышенной доли срочных клиентских счетов относительно текущих счетов) для банка компенсируется более высокой доходностью кредитных продуктов. Мы ожидаем, что чистая процентная маржа останется в среднем на уровне 6,0–6,5% в ближайшие годы (вблизи 5-летней средней и выше большинства крупных диверсифицированных конкурентов), при этом чистые процентные доходы, как и в предыдущие годы, будут составлять более 60% операционных доходов. Комиссионные и прочие доходы Совкомбанка складываются в большей степени в корпоративном сегменте, в том числе за счет небанковских услуг, включая страхование, лизинг, факторинг и предоставление гарантий. Эти сегменты сохраняют запас опережающего роста. Отношение операционных расходов к основным доходам (чистого комиссионного и процентного дохода) находятся на уровне выше крупнейших конкурентов – 57% в 2023 году (в том числе за счет стоимости привлечения клиента). Вместе с тем отношение расходов к совокупным доходам для Совкомбанка в последние годы, за исключением кризисного 2022 года, находится на умеренном уровне, около 40%.

График 14: Прибыль и доходность Совкомбанка



Источник: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

График 15: Рентабельность капитала (ROE)



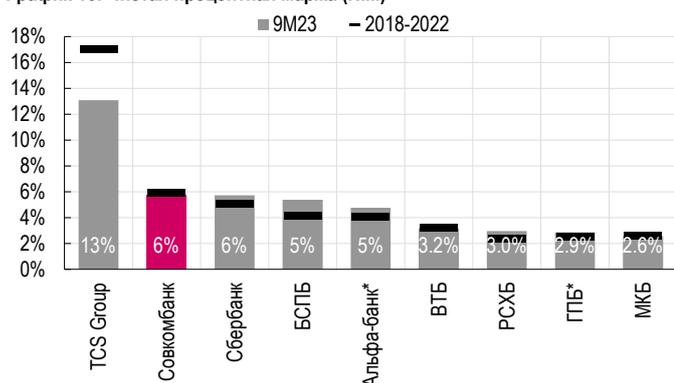
Примечание: \*РСБУ

Источник: данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

Рентабельность капитала Совкомбанка стабильно превышала среднюю по сектору: за последние 10 лет – выше 30%, за последние 5 лет – более 20%. Она являлась одной из самых высоких среди крупных конкурентов, уступая только ТКС Холдингу, а в 2023 году превысила и результат последнего достигнув 39% (45% без учета бессрочных субординированных облигаций). Мы оцениваем уровень устойчивой среднесрочной рентабельности для Совкомбанка на уровне около 22–23% к капиталу (и 24–25% к капиталу без учета бессрочных субординированных облигаций) – по-прежнему выше средних уровней по отрасли.

Совкомбанк объявил, что по итогам 2023 года получил рекордную чистую прибыль в размере 95 млрд руб. (выше ожиданий рынка). При этом регулярная прибыль (от основного кредитного и некредитного бизнеса) составила 64 млрд руб., а нерегулярная (прежде всего, результат валютной переоценки и рыночной переоценки ценных бумаг) – 31 млрд руб. Вторая составляющая, вероятно, заметно снизится в текущем году. Вместе с тем, Совкомбанк дал ориентир по чистой прибыли на 2024 год: «примерно на уровне 2023 года», что учитывает положительные результаты сделки с ЖКФ Банком.

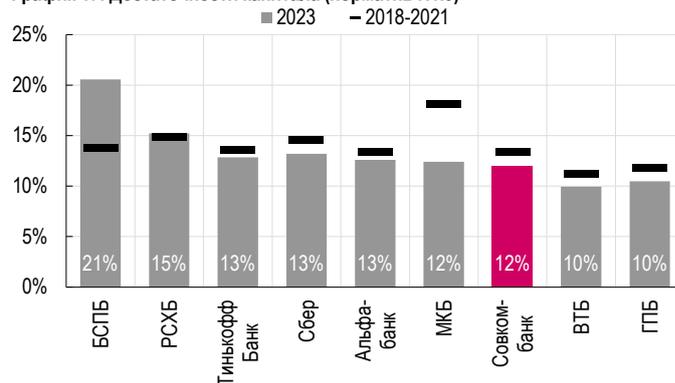
График 16: Чистая процентная маржа (NIM)



Примечание: \*РСБУ

Источник: данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

График 17: Достаточности капитала (норматив Н1.0)

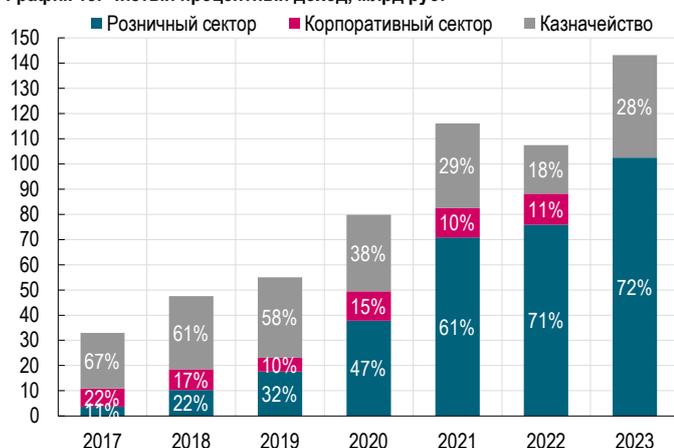


Источник: данные компаний, Банк России

## Процентный доход

Структура кредитного бизнеса Совкомбанка позволяет получать повышенную относительно средней по сектору процентную маржу, несмотря на более высокую стоимость фондирования. Чистая процентная маржа (NIM) Совкомбанка в среднем за последние 5 лет составляла около 5,8% (включая 2023 год), что выше большинства крупных диверсифицированных конкурентов (около 3% у ВТБ, 4% у Альфа-Банка и 5% у Сбербанка), хотя ожидаемо ниже банков, сконцентрированных на более высокорискованных сегментах (около 15% по ТКС Холдингу). При этом отметим, что вариация NIM Совкомбанка была умеренной внутри цикла (5–7%), в том числе за счет диверсификации структуры операций и гибкого управления процентными ставками по продуктам.

График 18: Чистый процентный доход, млрд руб.



Источник: данные компании

График 19: Структура кредитного портфеля Совкомбанка, 2023



Источник: данные компании

Доходность розничного портфеля в среднем в 2019–2023 годы составляла около 19%, что на 12 п.п. выше среднего уровня ключевой ставки Банка России (на 7 п.п. выше аналогичного показателя для Сбербанка и близко к уровню ТКС Холдинга). В том числе доходность необеспеченных потребительских кредитов составляла около 23%, карт – около 31% (сопоставимо с ТКС Холдинга), по ипотечным кредитам – около 13% (на 3 п.п. выше аналогичного показателя для Сбербанка, в том числе за счет наличия в портфеле кредитования под залог недвижимости – чуть менее 25% портфеля по сегменту), по автокредитованию – также около 13% (в том числе с учетом кредитования под залог автомобиля). Доходность корпоративного портфеля в среднем в 2019–2023 годах составляла около 10,5%, что на 3,5 п.п. выше среднего

уровня ключевой ставки Банка России (и на 3,0 п.п. выше аналогичного показателя для Сбербанка). Стоимость фондирования Совкомбанка за тот же период составляла около 5,7% против 3,5–5,0% для крупных конкурентов, в том числе имеющих базу «дешевых» пассивов за счет широких социальных и зарплатных программ. При этом средняя стоимость рыночного фондирования (при размещении собственных облигаций) составляла около 8,0%. Процентная маржа по подразделению казначейства составляла около 5,5% в среднем с 2019 года.

Типично для банковского сектора, процентная маржа оказывается ниже в периоды ужесточения денежно-кредитной политики, повышается – в периоды снижения процентных ставок. Учитывая зрелый характер бизнеса Совкомбанка и ожидаемое сохранение достаточно стабильной структуры операций, мы предполагаем, что процентная маржа на следующие пять лет останется на уровне 5,5–6,5%. При этом она может циклически снизиться в 2024 году и расширяться в 2025–2026 годах. Чувствительность процентной маржи к кредитному циклу должна несколько снизиться относительно предыдущих периодов за счет заметного увеличения доли кредита с плавающими ставками в портфеле корпоративных кредитов банка.

## Комиссионный доход

Чистые комиссионные доходы составляют около 11% операционных доходов (по итогам 2023 года). Ключевым источником комиссионных доходов среди сегментов является корпоративное обслуживание, что включает в себя как комиссионные доходы по кредитным продуктам, так и по выдаче гарантий и размещениям на долговом и долевым рынках. Самыми крупными статьями в комиссионных доходах по типу операций в 2023 году являются выдача гарантий, расчетное обслуживание, операции с банковскими картами и доход от цифровой площадки для государственных и коммерческих закупок. Чистая комиссионная доходность в 2018–2022 годах составляла 2,1% к активам. Однако в 2023 году этот показатель снизился до 1,0% за счет переклассификации (в связи с переходом на стандарт МСФО 17) доходов и расходов по программам финансовой защиты и, частично, пластиковым картам в категорию прочих небанковских доходов и расходов, прежде всего связанных со страховой деятельностью. В перспективе пяти лет мы ожидаем темпы роста чистых комиссионных доходов на уровне около 15% в год. Потенциальное более быстрое развитие услуг для корпоративного бизнеса создает апсайд для нашего прогноза.

График 20: Чистые комиссионные доходы по сегментам, млрд руб.

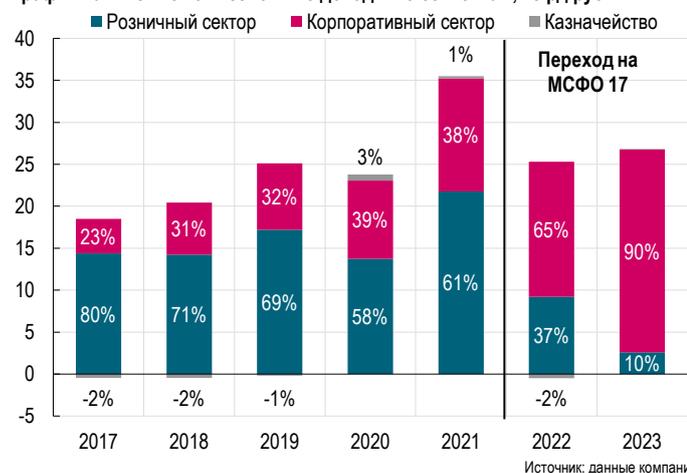
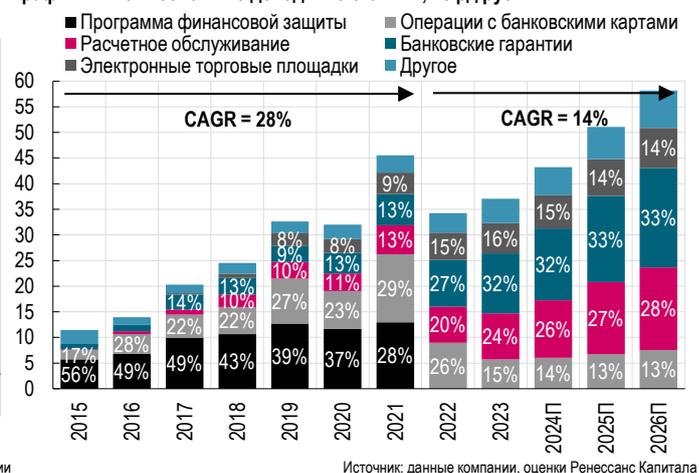


График 21: Комиссионные доходы по статьям, млрд руб.



## Другие доходы

Доходы от страховой деятельности и других небанковских услуг имеют растущий вес в доходах (чистый доход от этих операций за 2023 год составил около 9% от операционных доходов) и сохраняют запас опережающего роста. Доходы от операций с иностранной валютой (включая курсовую переоценку) и драгоценными металлами вносили существенную долю в формирование прибыли в 2023 году, достигнув 25 млрд руб., что полностью компенсировало убытки по этим статьям за 2022 год. Мы предполагаем, что размер доходов по этим статьям в будущие годы будет более умеренным, что не подразумевает больших эффектов курсовой переоценки. Устойчивая компонента в этих доходах, по нашим оценкам, может составлять несколько более 10 млрд руб. в год в ближайшие годы, или 4–5% операционных расходов.

Чистая прибыль по операциям с финансовыми инструментами, переоцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль и убыток, а также прочий совокупный доход в среднем за 5 лет была в небольшой положительной зоне даже с учетом (разовых) убытков, связанных с турбулентностью и санкциями 2022 года. За 2023 год чистая прибыль по операциям с финансовыми инструментами, переоцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль и убыток, достигла 31,5 млрд руб.

## Управление рисками

Совкомбанк устойчиво демонстрирует достаточно высокое качество кредитного портфеля. Учитывая структуру бизнеса Совкомбанка, стоимость риска (CoR, отражающий отношение формируемых провизий к кредитному портфелю) для него находится несколько выше, чем для крупнейших диверсифицированных конкурентов, однако остается умеренной. Стоимость риска по совокупному кредитному портфелю в среднем по экономическому циклу, по нашим оценкам, составляла около 3%, по розничному портфелю – около 4% (наименьшая по ипотеке – чуть более 1%, наибольшая – по потребительским ссудам – более 7%), по корпоративному портфелю – около 2%, а с учетом корректировки на эффект разовых факторов – около 1%. На среднесрочном горизонте мы видим уровень CoR в интервале 2,5–3,0%. При этом уровень просроченной задолженности по кредитному портфелю в последние годы оставался ниже среднего по сектору и не превышал 3% (за исключением 2022 года). Мы ожидаем сохранения невысокого уровня просрочки по портфелю Совкомбанка и в будущем. В целом наш прогноз можно назвать консервативным, он оставляет место для положительного сюрприза по уровню рисков.

С точки зрения чувствительности к рыночным рискам, мы отмечаем, что Совкомбанк за последние два года продолжал снижать чувствительность к процентному (за счет увеличения доли кредитования с плавающей ставкой) и валютному (за счет подстройки валютной позиции) рискам. Совкомбанк за счет поддержания сбалансированной валютной позиции и использования хеджирования избегал потерь и регистрировал доход от валютной переоценки до 2022 года. В прошлом году существенное изменение внешних условий и отсутствие доступа к отдельным инструментам для управления валютной позицией, а также высокая рыночная волатильность, оказали существенное давление на все российские банки, и в первую очередь попавшие по санкции. Вместе с тем в 2023 году Совкомбанк смог в большой степени отыграть потери 2022 года в части финансового результата по операциям с иностранной валютой и производными финансовыми инструментами. С учетом работы банка над переходом к более сбалансированной валютной

позиции (в соответствии с требованиями регулятора), а также достаточно стабильной курсовой динамики, которую мы ожидаем в базовом сценарии, мы закладываем в свой прогноз практически нейтральное влияние валютной переоценки на доходы банка на всем прогнозном горизонте.

График 22: Стоимость риска (CoR) и просроченная задолженность (NPL)

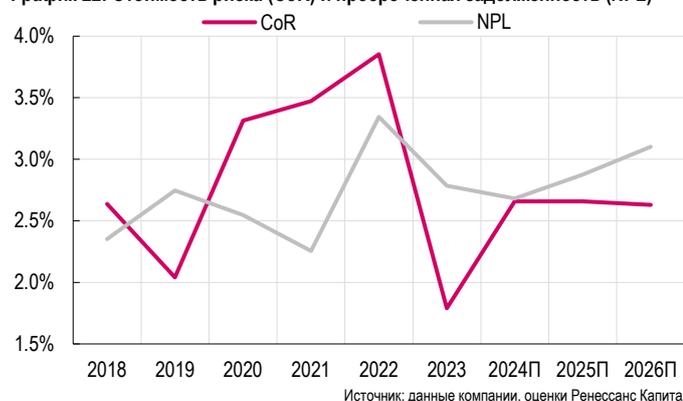
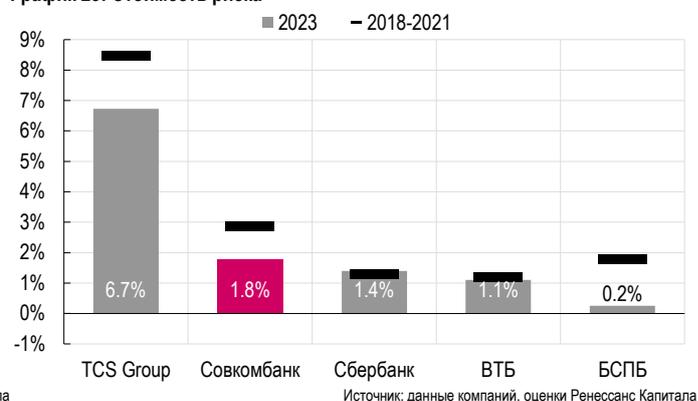


График 23: Стоимость риска



## Операционные расходы

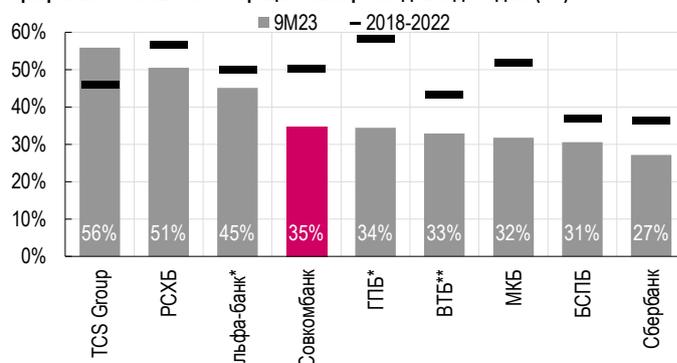
Ключевой вес в операционных расходах, типично для финансового сектора, приходится на расходы на персонал. Их доля в операционных расходах стабильна и держится на уровне около 56%. Численность сотрудников в 2023 году выросла на 13% до 29 тыс. человек. За тот же период количество офисов выросло на 5% до 2,9 тыс. в 79 субъектах России. При этом банк подчеркивает, что эффективность розничных офисов находится на высоком уровне (каждый из них в отдельности является прибыльным). Офисы построены по принципу минимизации затрат на капитальные активы, требуют небольшого времени для установки или переноса с учетом эффективности локации. Каждый сотрудник фронт-офиса может предоставить клиентам полный спектр банковских и страховых продуктов, а также работать в качестве сотрудника распределенного контактного центра, что снижает необходимость создания дополнительных подразделений в банке.

Отношение операционных расходов к доходам существенно повысилось в 2017–2018 годы (с 24% до 55%) на фоне крупных приобретений и запуска флагманского розничного продукта. В 2019–2023 годы показатель стабилизировался на уровнях близких 40% (с исключением кризисного 2022 года).

График 24: Операционные расходы Совкомбанка, млрд руб.



График 25: Отношение операционных расходов к доходам (C/I)



## Капитал

Совкомбанк имеет устойчивое положение в части достаточности капитала. Высокий уровень рентабельности банка при умеренном распределении прибыли на дивиденды обеспечил рост капитала банка более чем в 20 раз за 10 лет. Банк всегда с запасом выполнял нормативы достаточности капитала, устанавливаемые Банком России. После получения статуса системно значимого банка и без учета временного снижения надбавок, введенного с 2022 по 2028 год (с постепенным восстановлением), норматив базового капитала (Н1.1) для банка составляет 8,0%, общего капитала (Н1.0) – 11,5%. По итогам 2023 года показатели Н1.1 и Н1.0 Совкомбанка составили 9,0% и 12,0%, соответственно. Банк не имеет регуляторных ограничений на то, чтобы распределять прибыль на дивиденды.

По состоянию на конец 2023 года размер капитала Совкомбанка составлял 298 млрд руб., без учета бессрочных субординированных облигаций – 264 млрд руб. Общее количество размещенных и не выкупленных акций составляет 20,59 млрд номинальной стоимостью 0,1 руб., что включает результаты первичного размещения в 4кв23 (1 млрд акций). В составе общего капитала также присутствуют бессрочные субординированные облигации на 34,5 млрд руб. В ноябре Совкомбанк возобновил, приостановленные в 2022 году, выплаты по субординированным еврооблигациям. Вклад нераспределенной за прошлые периоды прибыли в капитал составляет более 242 млрд руб.

Совкомбанк имеет достаточно диверсифицированную структуру собственников, которая включает 44 акционера, включая команду менеджмента, другие российские частные инвесторы и фонды (в том числе иностранные), и акции в свободном обращении (free float 5%). По итогам размещения акционерами Совкомбанка стали 51 тыс. держателей (выпуск был распределен между институциональными и розничными инвесторами с долями 35% к 65%), включая 2 тыс. сотрудников Совкомбанка. Успешное публичное размещение акций в 2023 году расширило возможности управления долями текущих собственников и обеспечило возможности для дальнейшего публичного привлечения капитала, в том числе для ускорения органического и неорганического расширения бизнеса. Обе эти возможности, вероятно, будут использованы Совкомбанком в этом году. Во-первых, акции будут использоваться в рамках анонсированной сделки с ХКФ Банком: в рамках финансирования приобретения акций ХКФ Банка Совкомбанк планирует осуществить эмиссию собственных акций на сумму около 15 млрд руб., что должно увеличить количество акций на 1 млрд до порядка 21,7 млрд шт. Во-вторых, банк комментировал возможность увеличить объем акций в свободном обращении за счет размещения на рынке долей действующих акционеров (вероятно, в рамках еще 1 млрд акций).

Совкомбанк регулярно выплачивал дивиденды, за исключением кризисных 2020 и 2022 годов, в том числе с учетом ограничений со стороны регулирования в эти периоды. За те периоды, когда дивиденды выплачивались, средний уровень выплат с 2016 года составлял около 28% чистой прибыли. По итогам 2023 года рекомендованная дивидендная выплата может составить 28,5 млрд руб., включая 5 млрд руб., распределенных на дивиденды в 4кв23, и 23,5 млрд руб. на выплату в 2024 году. Это соответствует 30% чистой прибыли по МСФО, в рамках дивидендной политики и выплате в 2024 году в 1,1 руб. на акцию. Утвержденная в ноябре 2023 года (обновленная) дивидендная политика Совкомбанка подразумевает распределение на дивиденды от 25% до 50% чистой прибыли по МСФО за соответствующий период с учетом поддержания норматива Н1.0 банка на уровне не ниже 11,5% (в соответствии с регуляторными требованиями).

Проведенное в декабре 2023 года IPO Совкомбанка на Московской Бирже стало одним из наиболее успешных размещений на российском рынке с начала 2022 года. Совокупный объем заявок при размещении в 10 раз превысил объем размещения (11,5 млрд руб., по верхней границе целевого диапазона). При этом выпуск был высоко востребован как институциональными, так и розничными инвесторами (доля первых в размещении составила – 35%, вторых – 65% по данным компании). По итогам размещения акционерами Совкомбанка стали 51 тыс. держателей, включая крупные инвестиционные фонды и управляющие компании, а также 2 тыс. сотрудников Совкомбанка. Рыночная цена акций Совкомбанка после размещения (по 11,5 руб.) показала уверенную динамику и, с учетом ускорения роста в последние месяцы, выросла более чем на 65% до около 19 руб. при сохранении высокой активности торгов по бумаге.

На наш взгляд, с учетом перспектив роста, стратегии и показателей бизнеса, справедливая оценка Совкомбанка должна находиться в диапазоне между уровнями Сбербанка и ТКС Холдинга, чуть ближе к первому – сейчас это 1,0–2,1 по P/BV'23 и 4,6–7,6 по P/E'23. Средние значения мультипликаторов по пяти крупным эмитентам, входящим в расчет индекса финансового сектора Мосбиржи и представленным ниже, по нашей оценке, составляют 1,3 по P/BV'23 и 4,9 по P/E'23.

Модель бизнеса Совкомбанка в большей степени представляет собой классический банк с диверсифицированным бизнесом, но при этом сохраняет значительный запас опережающего роста относительно отрасли. Растущая доля небанковского бизнеса в структуре активов и прибыли Совкомбанка может, вероятно, несколько сместить оценку вверх, ориентируясь на более высокие мультипликаторы. Банк уже успешно адаптировался к санкциям и не имеет каких-либо «отягчающих» факторов в плане домициляции и ограничений по выплате дивидендов, которые могли бы негативно отражаться на оценке. Мы полагаем, что несмотря на реализовавшийся сильный рост, цены Совкомбанка имеют заметный запас повышения, в том числе с учетом сделки с ХКФ Банком, эффект которой, на наш взгляд, не в полной мере отражен в котировках.

При этом отметим, что большинство эмитентов финансового сектора имеют, на наш взгляд, значительный среднесрочный потенциал для роста стоимости акций и улучшения мультипликаторов по мере снижения давления на рынок факторов повышенных процентных ставок и повышенной неопределенности. Мы полагаем, что использование в качестве бенчмарка оценки аналогичных бизнесов на внешних рынках сейчас неактуально ввиду закрытого характера российского рынка.

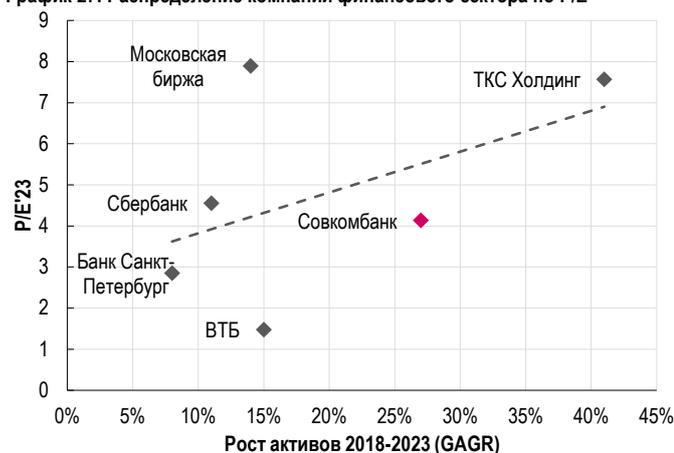
Таблица 26: Оценка мультипликаторов компаний финансового сектора по текущим ценам

	P/E		P/BV		Дивидендная доходность 2024П	RoE		Рост активов CAGR
	2023	2024П	2023	2024П		2023	2024П	
ТКС Холдинг	7,6	7,2	2,1	1,8	-	33%	27%	41%
Московская биржа	7,9	6,7	2,2	2,0	8,2%	30%	31%	14%
Сбербанк	4,6	5,3	1,0	1,0	11,2%	24%	19%	11%
Банк Санкт-Петербург	2,9	4,7	0,8	0,7	10,6%*	30%	16%	8%
ВТБ	1,5	2,0	0,5	0,4	-	24%	15%	15%
Среднее	4,9	5,2	1,3	1,2	-	28%	21%	18%
Медиана	4,6	5,3	1,0	1,0	10,6%	30%	19%	14%
Совкомбанк	4,1	4,7	1,3	1,0	5,8%	39%	25%	27%

Примечание: оценка мультипликаторов на 2023–2024 годы осуществлена на основе цен закрытия 15 марта 2024 года; дивидендная доходность Банка Санкт-Петербург оценена с учетом выплаченных по итогам 1П23 дивидендов (19,08 руб. на обыкновенную акцию)

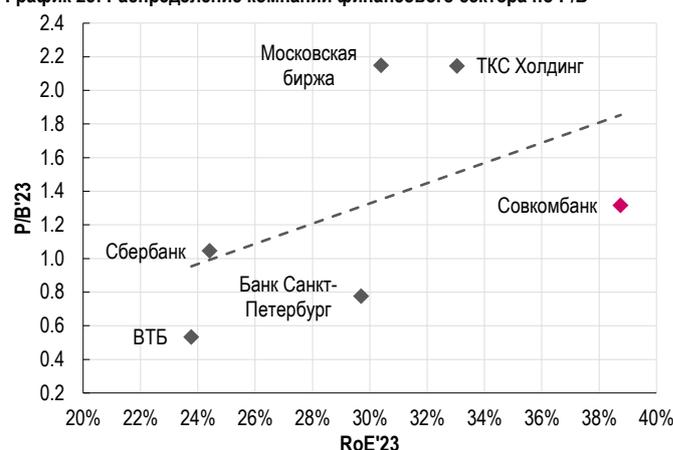
Источник: Sbonds, данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

График 27: Распределение компаний финансового сектора по P/E



Примечание: оценка мультипликаторов осуществлена на основе цен закрытия 15 марта 2024 года  
Источник: Sbonds, данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

График 28: Распределение компаний финансового сектора по P/B



Примечание: оценка мультипликаторов осуществлена на основе цен закрытия 15 марта 2024 года  
Источник: Sbonds, данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

Для получения ориентира стоимости акций Совкомбанка на основе показателей бизнеса, мы использовали 5-летнюю модель дисконтирования дивидендов (DDM). Она включает прогноз основных показателей Совкомбанка на 2024–2028 годы (с учетом сделки с ХКФ Банком), предполагая ежегодные дивидендные выплаты в размере 30–40% от чистой прибыли на прогнозном горизонте. За пределами 2028 года мы предполагали темп долгосрочного устойчивого роста на уровне 5% г/г, рентабельность капитала без учета субординированного долга на уровне около 24% при предположении о сохранении устойчивой структуры бизнеса. Мы предполагаем неизменность регуляторных нормативов достаточности капитала (с учетом восстановления надбавок), которые банк будет выполнять с небольшим запасом. Применяем ставку налога на прибыль в размере 20%. Мы использовали стоимость капитала (cost of equity) на уровне 21,0% (в расчете использовали уровень 10-летней безрисковой доходности в 12,5%).

Таблица 29: Оценка Совкомбанк методом дисконтирования дивидендов, млрд руб.

	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Чистая прибыль	-18 583	95 036	87 245	104 282	126 021	135 435	155 247
Дивиденды	6 567	5 000	23 511	26 174	36 499	44 107	47 402
Коэффициент дисконтирования, %				94,5%	78,1%	64,6%	53,3%
Приведённая стоимость дивидендов				24 738	28 510	28 474	25 277
<b>Стоимость ожидаемых дивидендов</b>							<b>106 998</b>
Стоимость капитала							21,0%
Долгосрочная рентабельность капитала, %							24,2%
Долгосрочный темп роста, %							5,0%
Долгосрочный мультипликатор P/BV, x							1,20
Материальный капитал							841 367
Коэффициент дисконтирования, %							48,5%
Приведённая стоимость капитала							407 757
<b>Итоговая справедливая стоимость</b>							<b>514 755</b>

Источник: оценки Ренессанс Капитала

Данная модель предполагает целевую цену на уровне 23,7 руб. на горизонте 12 месяцев, по нашей оценке. Это соответствует мультипликаторам 1,3 по P/BV'24 и 5,9 по P/E'24, что в целом соответствует представленной выше относительной оценке.

Рекомендованные дивиденды по итогам 2023 года могут составить 1,1 руб. или 5,7% к текущей рыночной цене (решение общего собрания акционеров и выплаты, вероятно, могут прийти на лето). При распределении на дивиденды 30–40% чистой прибыли 2024 года дивидендная доходность по итогам этого года, по нашей оценке, может составить 6–8% к целевой цене (с выплатой в 2025 году). Для сравнения, из числа пяти публичных компаний финансового сектора,

приведенных выше, по итогам 2023 года только два эмитента выплатят дивиденды с доходностью выше 10%, как мы ожидаем, а именно Сбербанк и Банк Санкт-Петербург (по последнему – с учетом выплаты по итогам 1П23 внутри 2023 года и дивиденд по итогам 2П23 с выплатой в 2024 году). Отметим, что средняя за пять лет, предшествующих 2022 году, дивидендная доходность по эмитентам финансового сектора составляла 3–7%.

Таблица 30: Чувствительность целевой цены к изменениям параметров

Стоимость капитала = 21.0%		Доходность капитала				
Долгосрочный темп роста	22%	23%	24%	25%	26%	
3%	21,7	22,5	23,4	24,3	25,1	
4%	21,7	22,6	23,6	24,5	25,4	
5%	21,8	22,8	23,7	24,7	25,7	
6%	21,9	22,9	23,9	25,0	26,0	
7%	21,9	23,1	24,2	25,3	26,4	

Источник: оценки Ренессанс Капитала

Таблица 31: Чувствительность мультипликатора P/E'24 к изменениям параметров

Стоимость капитала = 21.0%		Доходность капитала				
Долгосрочный темп роста	22%	23%	24%	25%	26%	
3%	5,4	5,6	5,8	6,0	6,2	
4%	5,4	5,6	5,9	6,1	6,3	
5%	5,4	5,7	5,9	6,1	6,4	
6%	5,4	5,7	6,0	6,2	6,5	
7%	5,5	5,7	6,0	6,3	6,6	

Источник: оценки Ренессанс Капитала

Таблица 32: Чувствительность целевой цены к изменениям параметров

Доходность капитала = 23,5%		Стоимость капитала				
Долгосрочный темп роста	23%	22%	21%	20%	19%	
3%	21,5	22,4	23,4	24,5	25,7	
4%	21,6	22,5	23,6	24,7	26,0	
5%	21,7	22,6	23,7	25,0	26,4	
6%	21,7	22,8	23,9	25,3	26,9	
7%	21,8	22,9	24,2	25,7	27,4	

Источник: оценки Ренессанс Капитала

Таблица 33: Чувствительность мультипликатора P/E'24 к изменениям параметров

Доходность капитала = 23,5%		Стоимость капитала				
Долгосрочный темп роста	23%	22%	21%	20%	19%	
3%	5,4	5,6	5,8	6,1	6,4	
4%	5,4	5,6	5,9	6,1	6,5	
5%	5,4	5,6	5,9	6,2	6,6	
6%	5,4	5,7	6,0	6,3	6,7	
7%	5,4	5,7	6,0	6,4	6,8	

Источник: оценки Ренессанс Капитала

## Потенциальные факторы роста

- Возможность поддержания более высокого уровня рентабельности за счет опережающего развития небанковского бизнеса, увеличения доли более маржинальных кредитных продуктов и/или операций на финансовых рынках.
- Потенциальный выигрыш от дальнейшей консолидации российского банковского сектора в пользу крупных устойчивых игроков с сильным брендом, таких как Совкомбанк.
- Более быстрый рост активов и капитала за счет (выгодных) M&A сделок, учитывая сильную экспертизу и устойчивый позитивный опыт реализации стратегических сделок банком. Вместе с тем, эту же активность можно упомянуть и в числе возможных рисков для прогноза финансовых показателей банка.

## Потенциальные риски

- Ключевые риски для банка, на наш взгляд, макроэкономические. В случае сохранения жестких денежно-кредитных условий в экономике в течение продолжительного времени банковский сектор в целом и Совкомбанк в частности, могут испытывать давление на процентную маржу, сталкиваться с растущей конкуренцией за клиента, испытывать ограничения на рост активов. Кроме того, реализация рискованных экономических сценариев, прежде всего связанных с геополитической неопределенностью, могут привести к ухудшению финансового результата банка через реализацию валютного и рыночного риска, кредитных убытков, и замедление общего роста сектора.
- Увеличение конкуренции, в том числе со стороны крупнейших (государственных) банков, может ограничить потенциал наращивания рыночной доли банком, а также сказаться на рентабельности, в том числе через увеличение стоимости привлечения и удержания клиентов.
- Регуляторные риски могут включать как ужесточение пруденциальных стандартов со стороны Банка России (например, в части требований к капиталу), так и повышение налоговой нагрузки (вероятность этого выросла в последнее время), или изменение рыночных условий с учетом санкций (в отношении инфраструктуры). С учетом уже введенных санкций на банк этот риск в меньшей степени влияет на нашу оценку.

# Основные показатели прогноза

Ренессанс Капитал  
18 марта 2024

Совкомбанк

Таблица 34: Основные финансовые метрики Совкомбанка, млн руб. (если не указано иное)

	2020	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
<b>Отчет о совокупном доходе</b>									
Чистый процентный доход	79 812	116 093	103 028	138 862	175 584	220 875	253 534	273 156	305 864
Чистый комиссионный доход	23 799	35 483	24 810	26 822	32 004	37 780	43 034	49 030	55 877
Другие доходы	9 027	5 893	-21 065	71 032	70 650	65 346	79 408	87 794	102 347
Операционные доходы	112 638	157 469	106 773	236 716	278 237	324 001	375 976	409 980	464 089
Операционные расходы	-43 154	-64 770	-75 854	-94 480	-111 028	-125 091	-141 058	-159 129	-179 460
Прибыль до резервирования	69 484	92 699	30 919	142 236	167 209	198 910	234 918	250 851	284 629
Резервирование под ожидаемые кредитные убытки	-20 937	-31 637	-53 942	-32 513	-58 152	-68 557	-77 392	-81 557	-90 570
Прибыль/убыток до налога на прибыль	48 547	61 062	-23 023	109 723	109 056	130 353	157 526	169 293	194 059
Расход/доход по налогу на прибыль	-9 346	-11 353	4 440	-14 687	-21 811	-26 071	-31 505	-33 859	-38 812
Чистая прибыль/убыток	39 201	49 709	-18 583	95 036	87 245	104 282	126 021	135 435	155 247
<b>Отчет о финансовом положении</b>									
Активы	148 886	306 755	152 581	625 989	405 920	453 429	497 786	538 975	583 683
Кредиты и облигации корп. клиентов	645 154	1 169 817	1 377 403	1 892 577	2 287 564	2 626 238	2 950 299	3 302 862	3 701 548
Текущие счета и депозиты клиентов	998 593	1 418 983	1 687 828	2 500 207	2 706 131	3 022 862	3 318 571	3 593 169	3 891 219
Капитал	188 289	242 952	192 115	298 357	394 591	465 200	554 722	646 049	753 895
Капитал (без бессрочных облигаций)	162 073	202 238	165 054	263 867	356 097	426 706	516 228	607 555	715 401
<b>Темпы роста, г/г</b>									
Чистый процентный доход	44,9%	45,5%	-11,3%	34,8%	26,4%	25,8%	14,8%	7,7%	12,0%
Чистый комиссионный доход	-4,6%	49,1%	-30,1%	8,1%	19,3%	18,1%	13,9%	13,9%	14,0%
Операционные расходы	9,9%	50,1%	17,1%	24,6%	17,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%
Активы	30,7%	42,3%	3,5%	45,9%	6,3%	12,2%	10,5%	10,1%	10,2%
Кредиты и облигации корп. клиентов	36,5%	81,3%	17,7%	37,4%	20,9%	14,8%	12,3%	12,0%	12,1%
Текущие счета и депозиты клиентов	29,0%	42,1%	18,9%	48,1%	8,2%	11,7%	9,8%	8,3%	8,3%
<b>Ключевые метрики</b>									
Рентабельность активов (RoA)	3,0%	2,8%	-0,9%	3,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,1%	3,2%
Рентабельность капитала (RoE)	23,9%	23,1%	-8,5%	38,8%	25,2%	24,3%	24,7%	22,6%	22,2%
Рентабельность капитала без бессрочных облигаций	26,4%	28,1%	-10,5%	44,7%	28,7%	27,4%	27,4%	24,6%	23,8%
Доходность активов	10,5%	10,6%	12,0%	12,1%	14,1%	12,4%	11,7%	11,4%	11,4%
Стоимость фондирования	4,6%	4,2%	7,6%	7,5%	9,6%	6,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Чистая процентная маржа (NIM)	6,3%	6,7%	5,0%	5,4%	5,5%	6,3%	6,5%	6,3%	6,4%
Стоимость риска (CoR)	3,3%	3,5%	3,9%	1,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Доля просроченной задолженности (NPL)	2,5%	2,3%	3,3%	2,8%	2,7%	2,9%	3,1%	3,0%	2,7%
Покрытие просроченной задолженности	187%	200%	165%	160%	169%	173%	176%	189%	210%
Операционные расходы к доходам (C/I)	38,3%	41,1%	71,0%	39,9%	39,9%	38,6%	37,5%	38,8%	38,7%
Кредиты к депозитам (LDR)	64,6%	82,4%	81,6%	75,7%	84,5%	86,9%	88,9%	91,9%	95,1%
<b>Достаточность капитала</b>									
H1.1	10,7%	9,3%	9,4%	9,0%					
H1.0	15,3%	12,6%	12,6%	12,0%					

Примечание: при расчете чистой процентной маржи в составе активов, генерирующих процентный доход, учитываются денежные средства и их эквиваленты

Источник: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

## Команда аналитиков

Имя	Телефон	Электронная почта	Имя	Телефон	Электронная почта
<b>Макроэкономика</b>			<b>Ресурсные секторы</b>		
Софья Донец	+7 (499) 956-4502	SDonets@rencap.com	Татьяна Галич	+7 (499) 956-4094	TGalich@rencap.com
Андрей Мелашенко	+7 (499) 956-4508	AMelaschenko@rencap.com	<b>Потребительский сектор, недвижимость и здравоохранение</b>		
<b>Долговой рынок</b>			Кирилл Панарин	+7 (499) 956-4216	KPanarin@rencap.com
Алексей Булгаков	+7 (499) 956-4532	ABulgakov@rencap.com	Марьяна Лазаричева	+7 (499) 956-4217	MLazaricheva@rencap.com
<b>Финансовый сектор</b>			<b>Телекомы, медиа и технологии</b>		
Софья Донец	+7 (499) 956-4502	SDonets@rencap.com	Кирилл Панарин	+7 (499) 956-4216	KPanarin@rencap.com
Андрей Мелашенко	+7 (499) 956-4508	AMelaschenko@rencap.com	Марьяна Лазаричева	+7 (499) 956-4217	MLazaricheva@rencap.com

## Заявление об ограничении ответственности в отношении инвестиционно-аналитических материалов

Настоящий материал подготовлен в соответствии с законодательством Российской Федерации и не является аналитическим отчетом как это определено в юрисдикциях, имеющих соответствующие регулирование, включая страны Европейского экономического пространства, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты Америки, а также не проходил одобрение в юрисдикциях, нормативными актами которых требуется соответствующее одобрение. Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «Ренессанс Брокер», отображает частное мнение, не является обещанием в будущем эффективности деятельности (доходности финансовых вложений) и носит исключительно справочный характер.

Данный материал не является предложением финансовых инструментов – информацией, адресованной определенному лицу или кругу лиц, информацией, направленной на побуждение к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Данный материал не является «рекламой» в понимании Федерального закона №38-ФЗ от 13 марта 2006 г. «О рекламе».

Представленная в материале информация не является частью проспекта эмиссии ценных бумаг для целей Федерального закона РФ №39-ФЗ от 22 апреля 1994 г. «О рынке ценных бумаг» (далее – «Закон о рынке ценных бумаг»). Любое решение купить ценные бумаги в ходе предполагаемого размещения следует принимать исключительно на основе информации, представленной в окончательной версии проспекта эмиссии ценных бумаг, опубликованного в целях соответствующего размещения. ООО «Ренессанс Брокер» не предоставляет ни инвестиционных консультаций, ни индивидуальных инвестиционных рекомендаций получателям настоящего материала или любым иным лицам в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг (или соответствующими правилами и нормативно-правовыми актами, в каждом случае, с учетом периодически вносимых изменений) или иными документами. Ни одна из частей настоящего документа не является установленной законом независимой оценкой в Российской Федерации для целей Федерального закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. или Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г., в каждом случае, с учетом периодически вносимых изменений.

Настоящий материал не представляет собой имущественные отношения доверительного характера или консультацию, а также не является и не должен толковаться в качестве предложения или запроса на предложение ценных бумаг или связанных с ними финансовых инструментов или приглашения участвовать в инвестиционной деятельности и не может быть использован в качестве заверения о том, что какая-либо определенная сделка непременно могла быть или может быть осуществлена по указанной цене. Точки зрения, выраженные в материале, могут отличаться или противоречить точкам зрения, представленным другими подразделениями ООО «Ренессанс Брокер» вследствие использования различных допущений и критериев. Любая такая информация и точки зрения могут изменяться без уведомления, и ни ООО «Ренессанс Брокер», ни любое из его аффилированных лиц не обязаны дополнять информацию, представленную в настоящем материале или любом другом материале.

Не предполагается, что описания какой-либо компании или эмитента или их ценных бумаг или рынков или указанных в материале событий будут представлены в полном объеме. Информация не должна рассматриваться получателем в качестве замены проведения ими самостоятельного анализа, поскольку материалы не связаны с конкретными инвестиционными целями, финансовым положением или определенными нуждами какого-либо конкретного получателя. Информация и точки зрения были получены или собраны на основе информации, полученной из источников, которые считаются надежными и добросовестными. Указанная информация не была независимо проверена, предоставляется в текущей редакции. Кроме того, не предоставляется каких-либо заверения или гарантий, будь то явных или подразумеваемых, в отношении точности, полноты, надежности или пригодности для конкретной цели такой информации и точек зрения, за исключением информации о ООО «Ренессанс Брокер» и его аффилированных лицах. Все точки зрения и все прогнозы, оценки или заявления касательно ожиданий в отношении будущих событий или возможной будущей доходности инвестиций представляют собой собственную оценку и толкование ООО «Ренессанс Брокер» на основании имеющейся в настоящее время у него информации.

Указанные в настоящем материале ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Стоимость инвестиций может как снизиться, так и повыситься, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Некоторые инвестиции могут быть нереализуемы по причине неликвидности рынка, отсутствия вторичного рынка для доли инвестора или применимого регулирования. Вследствие этого оценка инвестиций и определение риска, которому подвержен инвестор, могут быть затруднены. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги связаны с высокой долей риска и подходят исключительно для опытных инвесторов, имеющих повышенную терпимость к риску и не требующих немедленного и быстрого вывода инвестиций в денежные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены изменению обменного курса, которое может оказать негативное влияние на стоимость или цену инвестиций или доход, извлекаемый в результате инвестиций. Другие факторы риска, влияющие на цену, стоимость инвестиций или на доход от инвестиций, включают, помимо прочего, политические, экономические, кредитные и рыночные риски. Инвестирование средств в развивающиеся рынки, а также в ценные

бумаги развивающихся рынков связано с высокой долей риска, и инвесторам следует провести самостоятельную комплексную проверку перед тем, как инвестировать средства.

За исключением случаев бенефициарного владения крупным пакетом ценных бумаг, когда ООО «Ренессанс Брокер» приняло обязательства предоставлять непрерывное аналитическое покрытие эмитента или ценных бумаг эмитента, ООО «Ренессанс Брокер» и его аффилированные лица, их директора, представители, работники или клиенты вправе иметь доли в ценных бумагах эмитентов, указанных в настоящем материале, или занимать длинные или короткие позиции в любых ценных бумагах, указанных в данном материале, или иных связанных с ними финансовых инструментах, и могут купить и/или продать или предложить купить и/или продать любые такие ценные бумаги или иные финансовые инструменты в тот или иной момент времени на биржевом рынке или иным образом, выступая в каждом случае в качестве принципалов или агентов.

В тех случаях, когда ООО «Ренессанс Брокер» не приняло на себя обязательства осуществлять непрерывное аналитическое покрытие эмитента или ценных бумаг эмитента, ООО «Ренессанс Брокер» и его аффилированные лица вправе выступать или выступать в качестве «маркет-мейкеров» в отношении ценных бумаг или иных финансовых инструментов, указанных в настоящем материале, или ценных бумаг, являющихся базовым активом, или связанных с такими ценными бумагами. Работники ООО «Ренессанс Брокер» или его аффилированные лица вправе выступать или выступать в качестве должностных лиц или директоров соответствующих компаний. ООО «Ренессанс Брокер» и его аффилированные лица вправе и могут взаимодействовать или предоставлять инвестиционно-банковские услуги, услуги по рынку капитала, консультационные услуги или иные финансовые услуги соответствующим компаниям. При этом, в ООО «Ренессанс Брокер» установлены и поддерживаются информационные барьеры, такие как «китайские стены», с целью контроля за потоком информации между подразделениями и отделами ООО «Ренессанс Брокер», а также между аффилированными лицами. ООО «Ренессанс Брокер» придерживается политики недопущения конфликта интересов, предназначенной для предотвращения использования выгоды в корпоративных или личных целях и во избежание причинения существенного ущерба интересам клиентов вследствие различных видов деятельности ООО «Ренессанс Брокер».

В случае если настоящий материал является спонсируемой аналитикой, о чем будет специально указано на первой странице данного материала, ООО «Ренессанс Брокер» получил вознаграждение от компании или иного эмитента ценных бумаг за подготовку данного аналитического продукта. Для того, чтобы обеспечить непредвзятость и неподконтрольность спонсируемой аналитики, мы применяем при подготовке таких продуктов специальные процедуры. Характер наших взаимоотношений с компанией или иным эмитентом при подготовке спонсируемой аналитики определяется соглашениями, в которых учитывается более значительный риск возникновения конфликта интересов, чем при подготовке независимых исследований и аналитических материалов, за которые ООО «Ренессанс Брокер» не получает вознаграждения от компании или иного эмитента. Спонсируемая аналитика предназначена исключительно для институциональных или профессиональных инвесторов и не рассматривается в качестве приемлемого продукта для розничных или неквалифицированных инвесторов. Спонсируемая аналитика также не должна восприниматься как финансовое или инвестиционное консультирование.

Указанная в материале информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может быть воспроизведена, повторно распространена или опубликована полностью или частично для любой цели без письменного разрешения ООО «Ренессанс Брокер», и ни ООО «Ренессанс Брокер», ни какое-либо его аффилированное лицо не принимает какую бы то ни было ответственность за действия третьих лиц в этом отношении. Настоящая информация не может быть использована с целью создания финансовых инструментов или продуктов или любых индексов. Ни ООО «Ренессанс Брокер», ни его аффилированные лица, ни их директора, представители или работники не несут ответственность за любой прямой или косвенный убыток или ущерб, возникающий в результате использования всей указанной в настоящем материале информации или любой ее части.

Указанная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном материале, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Настоящий материал не следует толковать в качестве инвестиционной, налоговой, юридической консультации, консультации по вопросам бухгалтерского учета, нормативным вопросам или иной консультации.

Настоящий материал носит конфиденциальный характер и предназначен исключительно для использования указанным(-и) получателем(-ями). Любое несанкционированное использование (и ссылки на него), копирование, раскрытие, хранение или распространение данного материала запрещены.

Распространение в иных юрисдикциях: распространение настоящего материала в других юрисдикциях может быть ограничено в силу закона, и лица, получающие в свое распоряжение указанный материал, должны ознакомиться с такими ограничениями и соблюдать их. Настоящий материал не предназначен для распространения на территории США, а также не может распространяться среди граждан США.

Настоящий материал не предназначен для доступа розничных инвесторов за пределами Российской Федерации.

ООО «Ренессанс Брокер», все права защищены.