

РЫНОК АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Совкомбанк: итоги 1 квартала 2025 года

На среднесрочном горизонте мы сохраняем позитивный взгляд на акции Совкомбанка и подтверждаем нашу оценку «покупать» с прогнозной стоимостью в 2025 г. в диапазоне 18-19 руб./акц. (+13-19% к текущей цене). При этом, не исключаем больший потенциал роста в текущем году в случае позитивной геополитической ситуации и рыночной конъюнктуры.

Банк раскрыл отчетность по МСФО за 1 квартал 2025 г., которую мы оцениваем нейтрально.

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ по МСФО за 1 кв. 2025г.

1. Высокие ставки сказываются на квартальных финансовых показателях, но годовые балансовые метрики демонстрируют устойчивый рост

Отчетность МСФО Совкомбанка за 1 кв. 2025 г. ожидаемо находится под давлением высоких процентных ставок. Так, активы Банка на конец марта составили 3,88 трлн руб., снизившись с начала года (н.г.) более чем на 4%, кредитный портфель упал на 1,6% до 2,62 трлн руб. преимущественно за счет сокращения корпоративного портфеля (-5% с н.г.). На фоне высоких процентных ставок Банк ужесточил кредитные требования и отбор клиентов, ограничил рискованные сегменты для усиления контроля за кредитным качеством, что явилось основной причиной замедления темпов роста кредитования. При этом розничный сегмент, напротив, продемонстрировал небольшой прирост (+1% с н.г.). Клиентские средства в целом сократились на 7,1% с н.г. на фоне существенного оттока депозитов юридических лиц (-14% с н.г.), но средства физлиц показали положительную динамику (+4% с н.г.).

Однако, по сравнению с 1 кв. 2024 г. на годовом горизонте основные балансовые статьи показывают значительный прирост как за счет консолидации с Хоум Банком, так и за счет органического роста залогового кредитования. Так, рост активов составил 8,3% г/г; рост кредитного портфеля – почти на 17,5% г/г; рост клиентских ресурсов – на 3,7% г/г.

2. Качество кредитного портфеля сохраняется на приемлемом уровне

На конец 1 кв. 2025 г. сохранилась стабильная структура кредитного портфеля: 50,5% - розница (1,38 трлн руб.) и 49,5% - корпоративный сегмент (1,36 трлн руб.).

В розничном бизнесе (+23% г/г), несмотря на рост стоимости фондирования до 17,3% (+7,5 пп г/г; +5 пп кв/кв), операционная доходность достигла 29,4% (+5,9 пп г/г; +2,1 пп кв/кв), чему способствовали рост числа выданных авто- и ипотечных кредитов, а также активных клиентов за счет синергии с Хоум Банком. Корпоративный сектор кредитного портфеля вырос на 12% г/г за счет органического роста, достигнув 1,36 трлн руб., а операционная доходность корпоративного бизнеса, несмотря на опережающую стоимость фондирования (+3,7 пп г/г; 1,9 пп кв/кв - до 16,8%) выросла до 24,7% (+7 пп г/г; +4,8 пп кв/кв).

При этом качество кредитного портфеля остается на приемлемом уровне (NPL (90+) = 3,7% при среднеотраслевом показателе по банковскому сектору – 5,4%) за счет значительной доли залогового кредитования (около 64%). Консервативный подход к формированию резервов обеспечивает достаточный объем покрытия просроченной задолженности (в 1,2 раза – в целом по портфелю при среднеотраслевом показателе Банка России в 0,96 раза).

Оценка основных финансовых показателей ПАО «Совкомбанк» по МСФО за 1 кв. 2025 г.

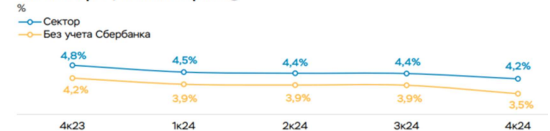
млн. руб.	1К25	1К24	%%
Процентные доходы	183 784	123 269	49,1%
Процентные расходы	148 896	87 715	69,7%
Чист. % доходы (до резерва)	34 888	35 554	-1,9%
Создание резервов и расходы по кредитным убыткам	12 009	17 160	-30,0%
Чист. % доходы (после резервов)	22 879	18 394	24,4%
Чистый комиссионный доход	8 794	5 389	63,2%
Доходы/расходы от операций на финансовых рынках	593	7 880	
Прочие операционные доходы/расходы	7 248	17 602	
Операционные доходы	39 514	49 265	-19,8%
Прибыль от небанковской деятельности	13 154	3 852	241,5%
SG&A	38 555	26 684	44,5%
Чистая прибыль, в т.ч.:	12 536	25 014	-49,9%
регулярная чистая прибыль	12 536	12 000	4,5%
Чистая прибыль, приходящаяся на акционеров	12 021	24 754	-51,4%

млн. руб.	1К25	2024	%%
Касса, остатки в ЦБ, корр-счета и размещ. депозиты	445 501	571 699	-22,1%
Кредитный портфель	2 620 055	2 663 991	-1,6%
Вложения в ценные бумаги	569 604	611 575	-6,9%
ВСЕГО АКТИВЫ	3 875 516	4 046 267	-4,2%
КАПИТАЛ	381 255	389 991	-2,2%
Средства других банков	360 694	320 091	12,7%
Средства клиентов	2 826 322	3 041 259	-7,1%
Субординированный долг	21 850	26 825	-18,5%
Выпущенные долговые бумаги	52 673	54 397	-3,2%
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 494 261	3 656 276	-4,4%

млн. руб.	1К25	2024	%%
NPL 90+ / Кредитный портфель	3,7%	2,9%	0,8%
Достаточность капитала (H1.0)	9,41%	10,00%	-0,6%
Резервы / NPL (90+)	123,1%	148,9%	-25,8%
Опт. Фондирование/ Активы	10,7%	9,3%	1,4%
Чистая % маржа	4,3%	5,4%	-1,1%
COR	2,2%	2,6%	-0,4%
ROaE	14,7%	25,5%	-10,8%
Cost-to-income	74,8%	54,8%	20,0%

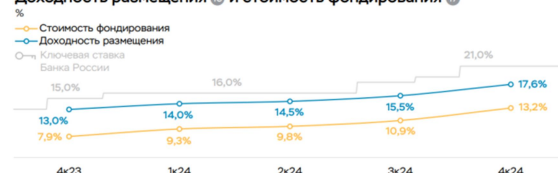
Источник: данные МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Чистая процентная маржа



Источник: Отчет Банка России «Банковский сектор, 4кв 2024, март 2025»

Доходность размещения и стоимость фондирования



Источник: Отчет Банка России «Банковский сектор, 4 кв 2024, март 2025г»

3. Несмотря на жесткую ДКП, регулярная чистая прибыль Банка демонстрирует позитивную динамику на годовом горизонте

Высокие процентные ставки, безусловно, оказали влияние на финансовый профиль Банка в 1 кв. 2025 г. Так, рост процентных доходов до 184 млрд руб. (+49% г/г) был полностью нивелирован опережающим увеличением процентных расходов (почти +70% г/г) на фоне повышения стоимости фондирования (+5,5 пп г/г; +3,5 пп кв/кв). Как результат, чистые процентные доходы (до резервов) сократились почти на 2% г/г до 34,9 млрд руб. Однако, ввиду окончательной консолидации с Хоум Банком снизились отчисления в резервы, что привело к росту чистых процентных доходов (после резервов) более чем на 24% г/г до 22,9 млрд руб.

Коммиссионные доходы, на 42% состоящие из банковских гарантий и на 23% из расчетно-кассового обслуживания, показали существенную восходящую траекторию (+41% г/г). При этом контроль над коммиссионными расходами (лишь +3% г/г) объясняет более масштабное повышение чистого коммиссионного дохода (+63% г/г), который совокупно с более чем 3-м кратным ростом доходов небанковского бизнеса (страхование, электронные платежи, комиссии закупочных платформ) определил выручку в размере 228 млрд руб. (+57% г/г). Основной вклад в динамику выручки в 1 кв 2025 г. внес розничный сегмент (116 млрд руб.), показавший 86% прирост г/г (удвоение кв/кв) за счет синергии с Хоум Банком, роста доходов от расчетных операций и от страхового бизнеса.

Однако, давление на чистую прибыль оказало существенное увеличение SG&A (+44,5% г/г) из-за роста масштаба Группы, расходов на интеграцию и инвестиции в технологии. На сокращение операционных доходов до 39,5 млрд руб. (-20% г/г) повлияли операции с иностранной валютой, драгметаллами и производными финансовыми инструментами, которые принесли убыток в размере 14,9 млрд руб. (прежде всего из-за валютной переоценки активов) и снижение прочих операционных доходов, которые в 1 кв. 2025 составили 8,9 млрд. руб. против 17, 8 млрд. руб. годом ранее (в 1 кв. 2024г. в отчетности Совкомбанка отражены поступления от выгодного приобретения Хоум Банка). Как итог, чистая прибыль Совкомбанка уменьшилась почти вдвое до 12,5 млрд руб. Однако, регулярная прибыль, отражающая устойчивую часть бизнеса без влияния волатильных факторов, связанных с рыночными колебаниями (переоценкой ценных бумаг и валюты, разовыми доходами/расходами и тд), составила около 13 млрд руб. (+5% г/г). Рост ее обеспечен в первую очередь за счет банковских коммиссионных доходов и доходов от страховой деятельности.

4. Давление на прибыльность и рентабельность начнет спадать во 2 п/г 2025г.

Банк России пока сохраняет умеренно – жесткую риторику и удерживает высокую ключевую ставку. Однако, последняя инфляционная статистика показывает замедление инфляционных трендов, некоторое охлаждение экономики и снижение темпов роста кредитования. Все это является фундаментальной основой для начала смягчения ДКП. Денежный рынок закладывает начало снижения ключевой ставки на 2 п/г 2025 г., а к концу года, согласно консенсус – прогноза, ставка может снизиться до 17-19%, что позитивно отразится на финансовом профиле Совкомбанка. Несмотря на снижение чистой процентной маржи в 1 кв 2025 г. до 4,3% из-за роста процентных ставок и высокой стоимости фондирования, NIM остается практически на среднеотраслевом уровне для российских универсальных банков (по данным ЦБ РФ, NIM = 4,2%).

На 31 марта 2025 г. акционерный капитал Банка (без учета субординированного долга и неконтролируемой доли) составляет 352 млрд руб. (+7% кв/кв). Снижение чистой прибыли и рост акционерного капитала сказались на рентабельности капитала (ROaE), которая сохраняется под давлением на фоне продолжающегося роста стоимости фондирования до 17,4% против 13,9% на конец 2024г. ROaE снизился с 25,5% в 2024 г. до 14,7% в 1 кв. 2025 г. Однако, среднегодовой уровень ROE Совкомбанка за 10 лет составляет 35% (средний ROE за последние 12 мес. = 20%), что существенно выше, чем в среднем по банковскому сектору за тот же период (ROE за 10 лет = 13%).

5. Рост бизнеса закладывает основу для будущей прибыли.

Совкомбанк завершил интеграцию с Хоум Банком и со страховой Группой Инлайф, которая позволила обеспечить значительный прирост объемов кредитования (+23% г/г – розница; +12% г/г – корпоративный сегмент) и усилить страховой бизнес (+27% г/г). При этом, за счет органического роста Совкомбанк существенно нарастил объемы выдачи банковских гарантий (+40% г/г), лизинговый (+19%

Стоимость кредитного риска банковского сектора



Основные финансовые показатели банковского сектора

Показатель	31.12.23	30.09.24	31.12.24
Капитал, %			
Достаточность капитала (H1.0)	13,3	12,1	12,5
Достаточность базового капитала (H1.1)	9,7	9,4	9,3
Достаточность основного капитала (H1.2)	10,7	10,3	10,3
Финансовый рычаг (H1.4)	8,2	7,9	7,8
Качество кредитного портфеля			
Доля проблемных кредитов, в том числе:			
по кредитам ЮП	5,2	5,5	5,4
по кредитам ФЛ	4,2	4,3	4,6
в том числе ИЖК	0,6	0,7	0,8
в том числе потребительское кредитование	7,8	7,9	8,9
Покрываемость резервами проблемных кредитов (всего), в том числе:			
по кредитам ЮП	107,2	96,9	96,4
по кредитам ФЛ	96,3	83,6	83,5
CoR по ЮП, %	1,0	0,3	0,2
CoR по ФЛ, %	1,3	3,2	2,1
Ликвидность, %			
Кредитный портфель / депозиты	101,8	105,0	99,8
Ликвидные рублевые активы / средства клиентов (в рублях)	20,7	22,9	21,3
Прибыльность, %			
Рентабельность активов	1,4	2,4	2,1
Рентабельность капитала	14,5	26,6	23,8
Чистая процентная маржа	4,8	4,4	4,2

Источник: Отчет Банка России

Динамика индекса ММВБ за период 2023 – 18.05.2025 г.



Динамика индекса ММВБ (финансовый сектор) за период 2023-18.05.2025г.



г/г) и факторинговый портфель (+39% г/г). Кроме того, на фоне роста ключевой ставки доходность активов существенно выросла, обеспечив прирост чистого процентного дохода после резервов (+24% г/г), чистого комиссионного дохода (+63% г/г) и утроение чистого дохода от небанковской деятельности. Активный рост на высоких ставках, по нашим оценкам, закладывает хорошую основу для поддержки чистой прибыли на среднесрочном горизонте, когда ставки стабилизируются и начнут снижаться.

НАШ ВЗГЛЯД НА ОЦЕНКУ АКЦИЙ СОВКОМБАНКА

В декабре 2023 г. Совкомбанк успешно провел первичное размещение акций на Московской бирже. IPO произошло по цене 11,5 руб./акция (верхняя граница маркируемого ценового диапазона), а рыночная капитализация на момент начала торгов составляла 230,5 млрд руб. Цена акций SVCB продемонстрировала положительную динамику с момента размещения и, несмотря на существенную коррекцию в течение 2024 года, по состоянию на 18.05.2025 г. акции Банка торгуются на отметке около 16,0 руб./акция (+39,4% с момента размещения), обогнав индекс финансового сектора Мосбиржи MOEXFN (+5% за аналогичный период). Учитывая геополитическую неопределенность, индекс Мосбиржи (IMOEX) уже больше года находится под давлением, и с начала 2024 года потерял более 9% против положительной динамики акций SVCB за тот же период (+17%).

В сентябре 2024г. акции Банка были включены в 1-й котировальный список Мосбиржи. Объем торгов за 1 кв. 2025г. превысил 53 млрд руб., а акции Совкомбанка являются одними из самых ликвидных бумаг по показателю соотношения объема торгов к free float. Доля акций в свободном обращении выросла с 5% на 01.01.24 г. до 15% на 01.04.25 г., что повышает их ликвидность.

Консолидация с Хоум Банком и органический рост бизнеса создают базу для восстановления прибыли в 2025 г. на фоне возможного начала смягчения ДКП. В текущий момент акции Совкомбанка торгуются по мультипликаторам P/B = 0,9х и P/E = 5,1х и фундаментально выглядят справедливо оцененными. Умеренно-жесткая риторика спикеров Банка России оказывает давление на чистую прибыль и на капитал Совкомбанка, что определяет диапазон ROaE от 15% до 20% в 2025г. Чистая прибыль Банка за 1 кв. 2025г. оказалась ниже наших ожиданий, в связи с чем, мы скорректировали наши прогнозы по чистой прибыли на текущий год.

Тем не менее, по нашим оценкам, в 2025 г. из-за возможного снижения геополитической напряженности и ожидаемого разворота ставок во 2 п/г 2025г. чистая прибыль Банка вполне может восстановиться к уровню 2024 года. Драйвером роста мы видим начало снижения ключевой ставки (КС) Банком России, которая приведет к положительной переоценке ценных бумаг, а также к сокращению стоимости фондирования и росту чистой процентной маржи. Мы ожидаем постепенное восстановление NIM до среднего уровня (около 6%) за последние 2 года. Это окажет поддержку чистой прибыли, которая, по нашим консервативным оценкам, в 2025г достигнет порядка 77-80 млрд руб. (уровень 2024г.). Отметим также, что отрицательная валютная переоценка, полученная от сделки по покупке собственных валютных субординированных займов у нерезидентов, отраженная в отчетности за 1 кв. 2025, носит единоразовый характер.

Учитывая вышеизложенное, в базовом сценарии наша финансовая модель закладывает на 2025 г. достижение **целевого диапазона по акциям Совкомбанка в размере 18-19 руб./акц.** (+13-19% от текущих котировок). Однако, на коротком горизонте давление на акции Банка может оказать возможное решение о переносе выплаты дивидендов за 2024г. на 2 п/г 2025г. ввиду существенного снижения нормативов достаточности капитала (Н1.0 = 9,4%).

При этом, стоит отметить, что при существенном улучшении геополитической ситуации, более быстром, чем ожидает рынок смягчении ДКП, мы допускаем более смелые оценки роста акций Совкомбанка. Бизнес Банка наиболее чувствителен к высоким ставкам и при смягчении ДКП может дать опережающую динамику.

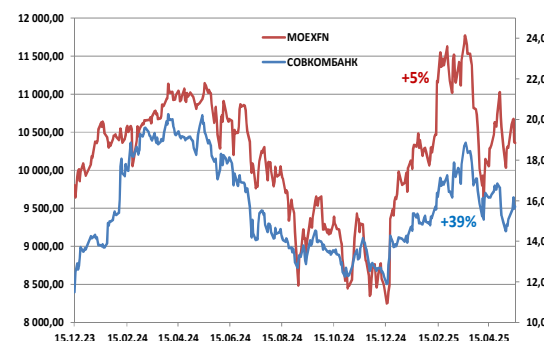
Новостной фон сейчас оказывает определяющее влияние на российский фондовый рынок в целом, в связи с чем, учитывая геополитическую неопределенность, на коротком горизонте нам видится оправданной нейтральная (выжидательная) позиция для всего российского рынка акций.

Динамика котировок акций ПАО «Совкомбанк» с начала торгов, руб./акц.



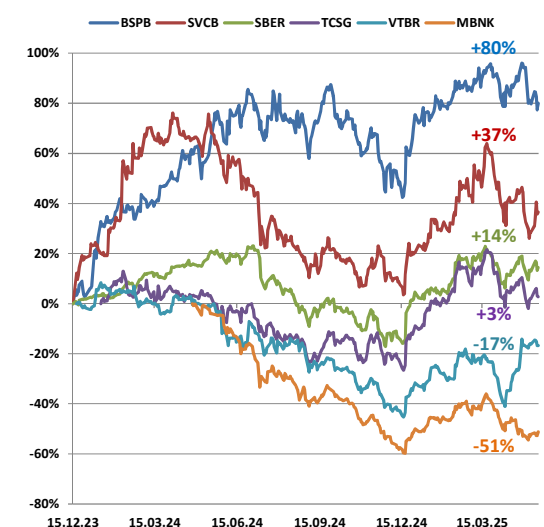
Источник: МосБиржа <https://www.moex.com/>

Совкомбанк опередил индекс ММВБ финансового сектора



Источник: МосБиржа <https://www.moex.com/>

Динамика изменения котировок акций финансового сектора, % (за период с 15.12.23 по 16.05.25)



Источник: МосБиржа <https://www.moex.com/>

Таблица. Сравнительная характеристика банковского сектора по состоянию на 18.05.25 г.

Показатель	СОВКОМБАНК		Сбер	БСПБ	Т-Банк	МКБ	ВТБ	МТС Банк
	текущие	2025F						
Кредитный рейтинг (АКРА/Эксперт)	AA (RU) / ruAA		AAA (RU) / ruAAA	A+ (RU) / ruA+	AA- (RU) / ruAA-	A+ (RU) / ruA+	AAA (RU) / ruAAA	A (RU) / ruA
Рыночная цена 1 обыкновенной акции, руб.	16,03	19,0	307,19	378,35	3083,6	7,35	98,26	1284
Количество обыкновенных акций, млн. шт.	20 694	20 694	21 587	462	199	33 434	5 373	30
Рыночная цена 1 привилегированной акции, руб.	-	-	322,88	-	-	-	0,01	-
Количество привилегированных акций, млн. шт.	-	-	1 000	-	-	-	52 142 847	-
Рыночная капитализация, млрд. руб.	332	393	6 954	175	614	246	1 049	39
Чистая прибыль LTM, млрд. руб.	65,2	77,0	1 580,3	50,8	122,2	20,9	551,4	12,4
Капитал (балансовый без учета субординированного и неконтролируемой доли), млрд. руб.	352	383	7 026	201	373	348	2 146	93
Рыночные мультипликаторы	СОВКОМБАНК		Сбер	БСПБ	Т-Банк	МКБ	ВТБ	МТС Банк
	текущие	2025F						
P/E	5,1	5,1	4,4	3,4	6,0	6,1	1,9	3,1
P/B	0,9	1,0	1,0	0,9	1,6	0,7	0,5	0,4
Дивидендная доходность, % (подовая)	5,7%	5,9%	11,4%	7,3%	3,6%	-	-	-
Финансовые показатели	СОВКОМБАНК		Сбер	БСПБ	Т-Банк	МКБ	ВТБ	МТС Банк
	текущие	2025F						
Достаточность капитала (H1.0), %	9,4%	10,0%	12,9%	22,2%	11,5%	11,1%	9,4%	10,5%
ROaE, %	14,7%	20,1%	22,7%	30,1%	30,8%	7,0%	20,9%	19,2%

Источник: данные Банков, расчеты Банка ЗЕНИТ

Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Совкомбанка на среднесрочном горизонте. Акции в текущий момент торгуются дешевле капитала ($P/B=0,9x$) и при смягчении ДКП Банком России котировки SVCB имеют потенциал роста до целевых отметок 18-19 руб./акц.

КОНТАКТЫ

Россия, Москва, ул. Одесская, дом 2,
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

**Аналитический отдел
Инвестиционный Департамент**

Владимир Евстифеев

v.evstifeev@zenit.ru

Марина Никишова

m.nikishova@zenit.ru

+7 (903) 141-0770 (моб.)

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности.

Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Данная информация носит только аналитический характер, и Банк ЗЕНИТ не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

© 2025 Банк ЗЕНИТ.