

# Финансовый сектор

## Год рекордов

30 АВГУСТА 2023



## Год рекордов

■ **Восстановление экономической активности в России в 1П23 превзошло ожидания.** В связи с этим аналитики SberCIB Investment Research повысили прогноз роста ВВП на 2023 год до 2,2%, на 2024 год – до 1,7%. Рост доходов населения поддержит качество кредитного портфеля, который может вырасти на 18% в 2023 году. По мнению экспертов SberCIB Investment Research, ставка ЦБ останется на уровне 12% до конца 2023 года, а ее снижение начнется лишь в 2024 году. Повышение процентной ставки ЦБ может стать позитивным фактором для чистых процентных доходов в 2П23 и незначительно замедлит рост кредитования. Растущая потребительская уверенность также укрепляет готовность населения возвращать средства на банковские счета и сокращать долю наличности. Рост реальных доходов домохозяйств и прибылей компаний поддерживает платежеспособность заемщиков на фоне восстановления экономической активности.

■ **Комиссионные и процентные доходы находятся на рекордных уровнях.** Чистые комиссионные доходы банковского сектора в 1П23 достигли 0,9 трлн руб. (плюс 26% г/г). Во втором полугодии аналитики SberCIB Investment Research ожидают роста этого показателя до 1 трлн руб. Чистые процентные доходы в 1П23 увеличились на 51% г/г на фоне исторически высокой чистой процентной маржи сектора (4,6%). Аналитики SberCIB Investment Research не ожидают их снижения и в 2П23, принимая во внимание продолжающийся рост кредитного портфеля. Учитывая повышение процентных ставок и исчерпание эффекта от разовых факторов, которые повлияли на рынок в 2023 году, эксперты SberCIB Investment Research ждут снижения чистой прибыли банковского сектора в 2024 году на 16% г/г до 2,4 трлн руб. Ключевым фактором может стать повышение стоимости привлечения средств от клиентов, что может привести к снижению чистой процентной маржи сектора с 4,6% в 2023 году до 3,9% по итогам 2024 года.

■ **Операционные результаты должны поддержать акции банков.** Прибыль банков за 6М23 составила 1,7 трлн руб. – это рекорд за полгода. Кредитный портфель вырос на 10% с начала года, превысив 95 трлн руб., а портфель клиентских средств – на 5% до 86 трлн руб. В ближайшие месяцы рост продолжится (хотя и замедлится в 2П23) и среднемесячная чистая прибыль сектора останется около 200 млрд руб.

■ **Привлекательная оценка сектора.** Прибыль банковского сектора в 2023 году может достичь 2,9 трлн руб., что будет историческим рекордом. При этом средний коэффициент P/BV 2023о для крупных публичных банков составляет 1,0, а P/E 2023о – 4,3. Это указывает на сохраняющийся потенциал роста с учетом того, что ROE публичных банков может составить 23%. Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что в течение года мультипликаторы российского финансового сектора повысятся. Наибольший потенциал роста, по мнению аналитиков, сохраняется у акций TCS Group (Тинькофф Банка) и Московской биржи.

### Целевые цены и рекомендации

Компания	Целевая цена		Рекомендация	
	Прежняя	Новая	Прежняя	Новая
TCS Group	3 800	4 800	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Московская биржа	135	195	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Банк "Санкт-Петербург", обыкн.	160	310	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
ВТБ	-	0,037	-	ПОКУПАТЬ

Источник: SberCIB Investment Research

### Оценочные коэффициенты

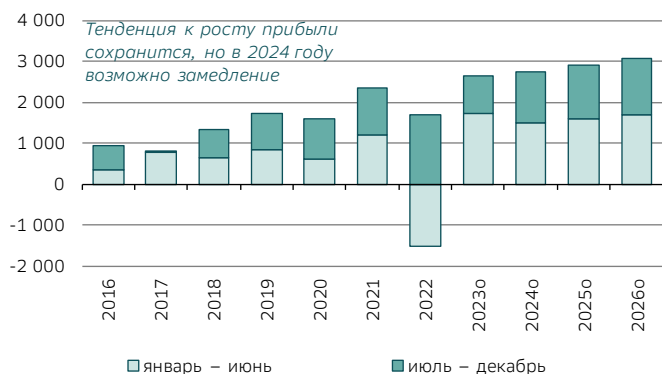
Компания	ADT 100, млн руб.	Капит., млрд руб.	P/BV		P/E	
			23о	24о	23о	24о
Сбер, обыкн.	13 663	5 898	0,9	0,8	4,2	3,8
TCS Group	1 459	716	2,6	1,8	9,7	5,9
Московская биржа	881	347	1,6	1,3	6,7	7,1
Банк "Санкт-Петербург", обыкн.	784	129	0,8	0,7	3,2	3,7
ВТБ	4 798	751	0,6	0,5	3,0	3,6

\* Примечание: Данные на основе консенсус-прогноза СПБМТСБ для Сбера

\*\* Мультипликаторы ВТБ учитывают балансовую стоимость привилегированных акций в размере 521,4 млрд руб.

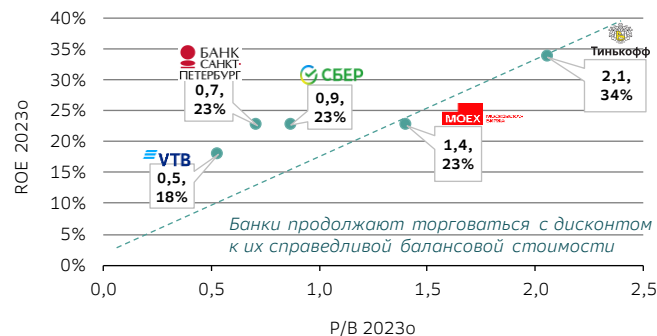
Источник: SberCIB Investment Research, Московская биржа, консенсус-прогноз СПБМТСБ

### Чистая прибыль сектора в 2023 году, млрд руб.



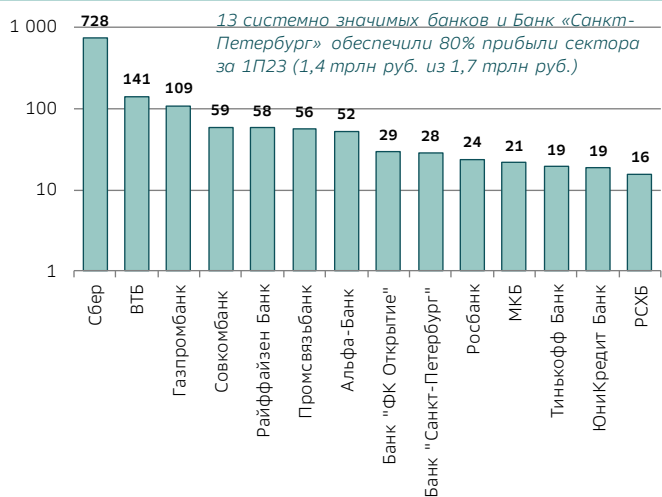
Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

### P/B и ROE компаний финансового сектора на 12 месяцев вперед



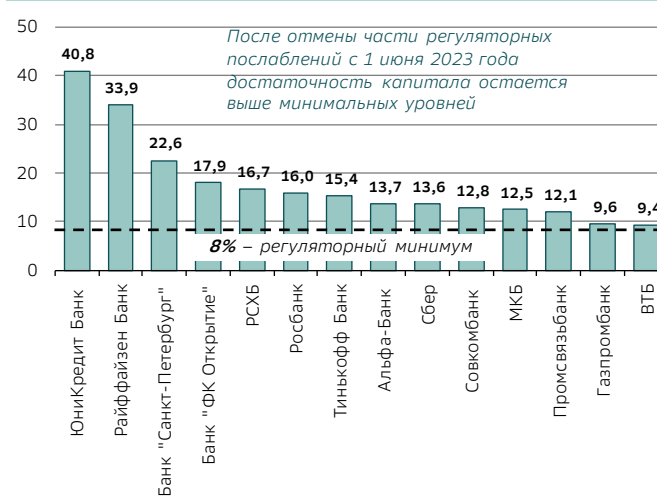
Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

### Прибыль крупнейших российских банков за 1П23, млрд руб.\*



\* Прибыль после налогообложения на основе формы 102 ЦБ РФ  
Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

### Достаточность капитала Н1.0, %\*



\* На основе формы 0409135 ЦБ РФ  
Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

## Московская биржа (ПОКУПАТЬ, целевая цена 195 руб.)

- **Комиссионные доходы МосБиржи в 2023 году могут вернуться к рекордным уровням** и достичь 46 млрд руб. на фоне увеличения объемов торгов и изменения тарифной политики в 2П22. Совокупный объем торгов в 2К23 достиг 264 трлн руб., превысив уровни 2021 года. По итогам 2023 года объем торгов на МосБирже достигнет 1,04 квадриллиона рублей, что больше, чем в 2022 году (1,02 квадриллиона рублей) и в 2021 (0,99 квадриллиона рублей).
- **Рост ставки ЦБ поддержит процентные доходы на рекордных уровнях.** Несмотря на уход средств со счетов типа «С» в 1К23, у МосБиржи сохраняется существенный объем клиентских остатков. Повышение ставки ЦБ до 12% в 2023 году будет позитивно для МосБиржи из-за короткой дюрации ее портфеля.
- **Операционные расходы могут расти медленнее,** чем прогнозировала биржа (на 10-14% по итогам 2023 года). Аналитики SberCIB Investment Research полагают, что в 2023 году они повысятся лишь на 6% до 25 млрд руб., в том числе благодаря высокой базе 2022 года.
- **Прибыль по итогам 2023 года может составить рекордные 52 млрд руб.** (плюс 41% г/г). В 2024-2025 гг. прибыль МосБиржи будет снижаться из-за сокращения процентных доходов, но останется выше уровня 2021-2022 гг. Изменение объема остатков на счетах клиентов – один из потенциальных рисков для доходов компании наряду с возможными санкционными ограничениями, которые пока не коснулись МосБиржи.
- **Дивиденды за 2023 год могут составить более 8,6 руб. на акцию.** МосБиржа будет придерживаться текущей дивидендной политики (дивиденды в размере 50% от чистой прибыли МСФО) с поправкой на доходы НРД, которые МосБиржа не может в полной мере распределять в виде дивидендов. По итогам 2023 года компания сможет направить на дивиденды 16,7 млрд руб. (коэффициент выплат 40%). Компания может обновить дивидендную политику до конца сентября 2023 года, но аналитики SberCIB Investment Research не ожидают существенных изменений в ней.
- **Акции МосБиржи привлекательны.** Акции компании торгуются с коэффициентом P/E на следующие 12 месяцев на уровне 6,7 и с коэффициентом P/B на следующие 12 месяцев на уровне 1,6, то есть стоят на 40% дешевле, чем в среднем в 2013-2021 гг.

Обыкн.	МОЕХ RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	R162
Целевая цена	R195
Потенциал	20%
Свободное обращ.	64%

Капитализация	R366 415 млн.
ADT (100 дней)	R1 036,1 млн.
Цена на 29 августа 2023	

### Важнейшие показатели

	2022	2023о	2024о	2025о
<b>Финансовые показатели (IFRS), R млн.</b>				
Комиссион. доход	37 487	46 381	53 683	58 121
Операц. прибыль	83 495	89 562	88 744	89 969
ЕБИТДА	49 671	70 421	68 149	67 016
Чистая прибыль	36 271	52 145	49 598	48 198
EPS, R	22,24	22,91	21,79	21,22
Див. на акцию, R	4,84	8,72	8,47	10,30
Див. доходн.	3%	5%	5%	6%
<b>Рентабельность</b>				
по ЕБИТДА	59%	79%	77%	74%
по чист. приб.	61%	58%	56%	54%
Рент. капитала	32,0%	26,5%	20,5%	17,5%
<b>Коэффициенты</b>				
Ст. предпр/ЕБИТДА	5,2	3,2	2,6	2,3
Цена / прибыль	7,3	7,1	7,5	7,7
<b>Рост</b>				
Выручка	52%	7%	-1%	1%
ЕБИТДА	28%	42%	-3%	-2%
EPS	83%	3%	-5%	-3%

### Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	УТД
Обыкн.	23,9	40,3	40,6	71,2

### Динамика цены акций, руб.



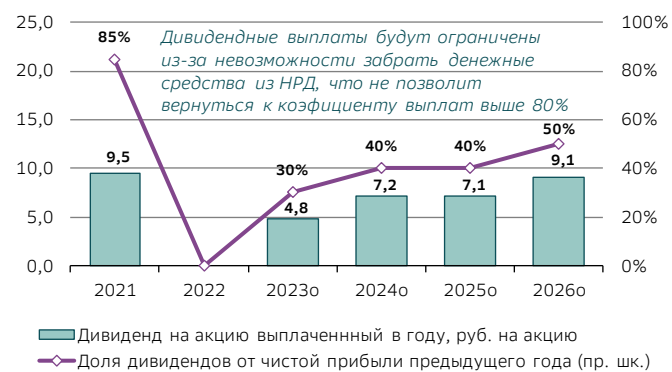
Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

### Структура собственности

ЦБ РФ	11,8%
Сбербанк	10,0%
ВЭБ	8,4%
ЕБРР	6,1%
The Capital Group	6,4%
ММВБ-Финанс	0,8%
Прочие	56,6%

Источник: компания

**Потенциал дивидендных выплат МосБиржи**



Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

**Динамика мультипликаторов МосБиржи на 12 месяцев вперед**



Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

# TCS Group (ПОКУПАТЬ, целевая цена 4 800 руб.)

TCS Group (Тинькофф Банк) – эффект от повышения ставок нейтральный, рост потребительского кредитования – позитивный фактор.

- **Рост чистого кредитного портфеля Тинькофф Банка в 2023 году ожидается на 59% до 963 млрд руб.** (против 15% по рынку в целом в сегменте розничного кредитования) в основном за счет увеличения необеспеченных потребительских кредитов и займов МСП. Тинькофф Банк начнет кредитовать клиентов, привлеченных в 2022. Число клиентов банка продолжает увеличиваться на 1,5-2,0 млн человек за квартал, и по ожиданиям аналитиков SberCIB Investment Research, на конец 2023 года клиентская база может достичь 37 млн человек.
- **Замедление роста кредитования в секторе компенсируется высокой ликвидностью и отменой ограничений по ПСК в 2П23.** Повышение процентной ставки ЦБ существенно не скажется на спросе на кредиты Тинькофф Банка. Потребительские кредиты, выдаваемые по высокой ставке, менее чувствительны к изменению ключевой ставки – они больше зависят от регуляторных ограничений и платежеспособности населения. Тинькофф Банк сохранит чистую процентную маржу благодаря высокой доле бессрочных и короткому сроку портфеля кредитных карт и необеспеченных потребительских кредитов.
- **Прогноз чистых комиссионных доходов банка на 2023 год был повышен на 3% г/г до 80 млрд руб.** Несмотря на высокую базу 2022 года, отмечается восстановление брокерского и транзакционного бизнеса.
- **В 2023 году качество кредитного портфеля останется высоким.** Доля просроченных кредитов может сократиться до 10%, а стоимость кредитного риска снизится до 8% (с 11% по итогам 2022 года).
- **Операционные издержки могут вырасти на 37% г/г до 185 млрд руб.** на фоне увеличения расходов на привлечение кредитных клиентов. Затраты на персонал могут повыситься на 23%, поскольку бизнес продолжает активно расти.
- **в 2023 году чистая прибыль Тинькофф Банка вырастет на 247% г/г до 73 млрд руб.** Это на 15% выше уровня 2021 года. При этом ROE банка достигнет 30%, что ниже исторических значений из-за высокого уровня капитала.
- **Выплата дивидендов осложняется из-за иностранной регистрации материнской компании** (на Кипре), а также высокой доли нерезидентов во free-float. Помимо этого, TCS Group стремится развивать текущий бизнес, который отличается высокими показателями эффективности (ROE может достичь 30% в 2023 году и 35% в 2024).
- **В настоящее время Тинькофф Банк оценен на уровне 9,7 по коэффициенту P/E 2023о и 2,6 – по P/B 2023о,** что предполагает дисконт около 30% к уровням 2021 года. Текущая рыночная оценка банка консервативна с учетом будущих темпов роста бизнеса и соответствует кризисным периодам 2015-2016 и 2020 гг.

Обыкн.	TCSG RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	R3 569
Целевая цена	R4 800
Потенциал	35%
Свободное обращ.	58%

Капитализация	R711 222 млн.
ADT (100 дней)	R1 500,3 млн.
Цена на 29 августа 2023	

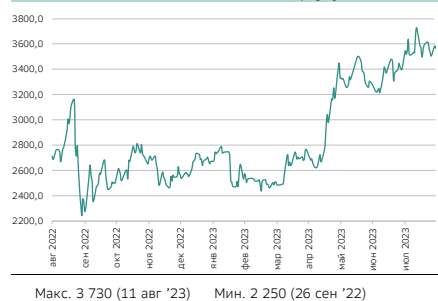
## Важнейшие показатели

	2022	2023о	2024о	2025о
<b>Финансовые показатели (IFRS), R млн.</b>				
Чист. проц. доход	143 897	219 138	313 242	431 685
Операц. доходы	175 012	281 018	382 349	510 609
Чистая прибыль	20 968	73 482	121 937	180 273
ВВП, R	1 033	1 401	2 027	2 745
EPS, R	105	369	612	905
Дивиденд / прибыль	-	-	-	30,0%
<b>Операционные показатели, R млн.</b>				
Активы	1 596 182	2 032 305	2 530 387	3 033 196
Капитал	205 913	279 196	404 059	547 089
Рент. капитала	11,0%	30,3%	35,7%	37,9%
Рент. активов	1,4%	4,1%	5,3%	6,5%
Расходы / доходы	55,6%	53,4%	48,1%	44,6%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / капитал	3,5	2,5	1,8	1,3
Цена / прибыль	33,9	9,7	5,8	3,9
Див. доходн.	-	-	-	7,6%
<b>Рост</b>				
Активы	21%	27%	25%	20%
Прибыль на акцию	-67%	250%	66%	48%

## Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	5,0	3,4	38,5	40,5

## Динамика цены акций, руб.



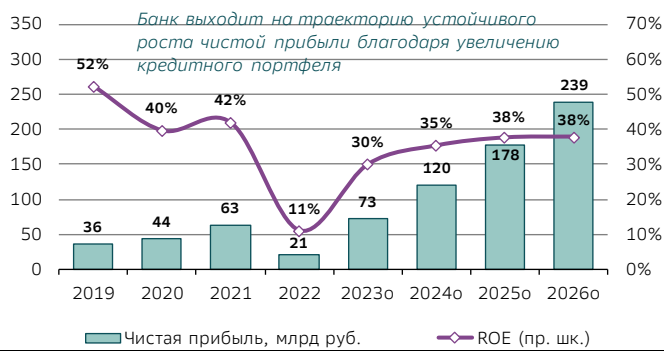
Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

## Структура собственности

Интеррос	35,1%
Менеджмент (вкл. опционы)	6,5%
ГДР	58,4%

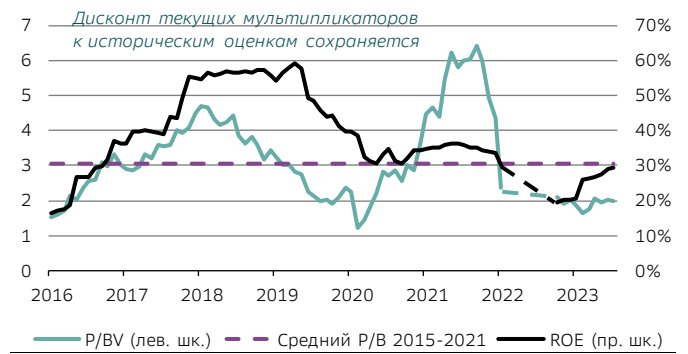
Источник: компания

### Чистая прибыль и ROE Тинькофф Банка



Источник: банк, SberCIB Investment Research

### Динамика мультипликаторов TCS Group на 12 месяцев вперед



Примечание. Скорректированный показатель ROE

Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

## ВТБ (ПОКУПАТЬ, целевая цена 0,037 руб.)

- В 2П23 кредитный портфель ВТБ продолжит расти медленнее, чем по сектору в целом.** Портфель потребительских кредитов ВТБ по итогам 2023 года увеличится на 15% (в 1П23 он вырос на 9,3%), а корпоративных – на 13% (в 1П23 – на 9,7%). Более быстрый рост ограничен достаточностью капитала банка и спросом на кредиты по более высоким ставкам. в 2024 темпы роста кредитного портфеля нормализуются до 10% г/г, а его объем составит 20,3 трлн руб.
- Чистая процентная маржа в 2023 году может превысить 3,3%.** В 2П23 ее поддержит выбытие дорогих депозитов, привлеченных в 2022 году. Перерасчет портфеля корпоративных кредитов по плавающей ставке и портфеля льготной ипотеки также обеспечит позитивный эффект. Однако чистая процентная маржа может опуститься ниже 3%, так как клиентская база ВТБ чувствительна к изменению процентных ставок по депозитам. Менеджмент банка заявляет, что развитие розничных каналов в «низком и среднем сегментах рынка» и увеличение доли текущих счетов позволят уменьшить стоимость привлечения средств в будущем.
- Чистая прибыль в 2023 году во многом будет обеспечена результатами первого полугодия.** В 1П23 ВТБ заработал 289 млрд руб., из них 149,1 млрд руб. – за счет разовых факторов (валютной переоценки и прибыли от покупки РНКБ) и прочих операционных доходов. В 2П23 банк продолжит наращивать доходы от основного бизнеса, и прибыль за 2023 год может достичь 424 млрд руб. В 2024 году чистая прибыль банка может сократиться на 18% до 349 млрд руб., поскольку уменьшится влияние разовых факторов, а растущая стоимость привлечения средств от клиентов может оказать давление на чистые процентные доходы.
- Операционные затраты в 2023 году вырастут на 30% до 369 млрд руб.** Причина – интеграция Банка «Открытие» и рост затрат на ИТ-проекты. Снижение этих расходов ожидается лишь с 2025 года.
- Достаточность капитала останется фактором риска в 2023 году.** По итогам 2023 года чистая прибыль ВТБ может составить 424 млрд руб., что, наряду с привлеченными в ходе допэмиссии 243,2 млрд руб., компенсирует потери 2022 года (606 млрд руб.). С учетом возможного увеличения активов на 13% в 2023 году запас капитала банка выглядит ограниченным. С 2024 года ЦБ РФ начнет возвращать надбавки за системную значимость, поэтому поддерживать минимальную достаточность капитала станет сложнее. Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что банк сможет возобновить дивидендные выплаты только в 2025 году, а коэффициент выплат может составить 50% от чистой прибыли 2024 года по МСФО.

Обыкн.	VTBR RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	R0,0282
Целевая цена	R0,04
Потенциал	32%
Свободное обращ.	38%

Капитализация	R758 235 млн.
ADT (100 дней)	R4 526,5 млн.
Цена на 29 августа 2023	

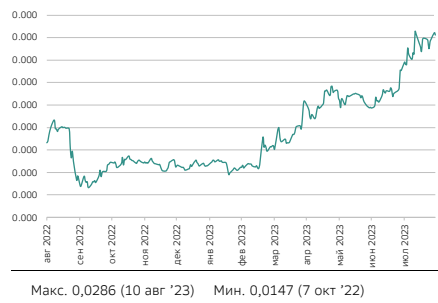
### Важнейшие показатели

	2022	2023o	2024o	2025o
<b>Финансовые показатели (IFRS), R млн.</b>				
Чист. проц. доход	321 000	796 820	813 519	911 470
Операц. доходы	(513 200)	880 756	771 342	895 520
Чистая прибыль	(612 600)	423 918	348 546	434 011
BVPS, R	0,07	0,06	0,07	0,09
EPS, цент	(4,67)	1,58	1,30	1,62
Дивиденд / прибыль	-	-	-	50,0%
<b>Операционные показатели, R млн.</b>				
Активы	24 424 000	27 689 566	30 478 707	33 492 590
Капитал	1 492 028	2 170 646	2 525 292	2 962 353
Рент. капитала	(33,3%)	23,1%	14,8%	15,8%
Рент. активов	(2,7%)	1,6%	1,2%	1,4%
Расходы / доходы	(319,8%)	34,8%	34,5%	32,1%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / капитал	0,4	0,5	0,4	0,3
Цена / прибыль	отр.	1,8	2,2	1,7
Див. доходн.	-	-	-	12,4%
<b>Рост</b>				
Активы	17%	13%	10%	10%
Прибыль на акцию	-	-	-18%	25%

### Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	УТД
Обыкн.	12,6	21,2	71,5	69,6

### Динамика цены акций, руб.



Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

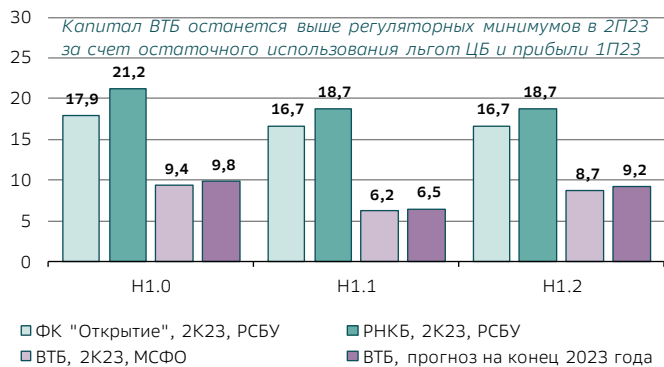
### Структура собственности

Росимущество	39,9%
МинФин	27,0%
Свободное обращение	23,6%

Источник: компания



**Достаточность капитала %**



**Динамика мультипликаторов ВТБ на 12 месяцев вперед**



# Банк «Санкт-Петербург»: (ДЕРЖАТЬ, целевая цена 310 руб.)

- Кредитный портфель Банка «Санкт-Петербург» растет медленнее, чем в среднем по рынку, из-за консервативной политики банка.** Совокупный кредитный портфель Банка «Санкт-Петербург» в 2023 году увеличится на 12%, а розничный – на 19% г/г, в основном за счет ипотечного кредитования. Банк может конкурировать с более крупными игроками за привлечение высококачественных заемщиков за счет процентных ставок, а повышение доли ипотеки в совокупном кредитном портфеле поддержит снижении стоимости риска.
- Портфель клиентских остатков в 2023 году может вырасти на 10% до 706 млрд руб.** В 2024 году темпы роста портфеля могут составить 9%. Более медленный, чем в целом по сектору, рост депозитов обусловлен сокращением средств корпоративных клиентов в 1К23 из-за внесения банка в санкционные списки западных стран.
- Комиссионные доходы в 2023 году могут достичь 10,5 млрд руб., что 10% выше, чем в 2021.** В дальнейшем их темпы роста, по прогнозам аналитиков SberCIB Investment Research, составят 10% г/г, что соответствует среднерыночным уровням. Доходы от торговых операций и валютной переоценки волатильны, и по итогам 2023 года могут упасть на 70% и останутся на пониженных уровнях в 2024 году.
- Качество портфеля банка по итогам 2023 года** улучшится за счет продажи части старой проблемной задолженности (кредитов, выданных более 10 лет назад).
- Операционные издержки в 2023 году снизятся** на 18% (после роста на 68% в 2022 году) фоне сокращения закупок ПО, оборудования, а также снижения затрат на персонал.
- Прибыль банка в 2023 году может составить 42 млрд руб.** Это на 13% меньше, чем в рекордном 2022 году, но на 130% больше, чем в 2021 году. В следующем году прибыль снизится на 14% до 35,8 млрд руб. на фоне высокой базы 1П23, когда банк получил рекордный комиссионный и торговый доход. ROE может достичь 26% по итогам 2023 года, а в 2024-2026 гг. приблизится к 18%.
- Банк может сохранить повышенный коэффициент дивидендных выплат.** По итогам 1П23 Банк «Санкт-Петербург» впервые выплатил промежуточные дивиденды в размере 30% от чистой прибыли. Сохраняющаяся повышенная достаточность капитала позволит банку выплачивать дивиденды на уровне 30% от чистой прибыли в 2023-2026 гг. и далее.

Обыкн.	BSPB RX
Реком.	ДЕРЖАТЬ
Последняя цена	R289
Целевая цена	R310
Потенциал	7%
Свободное обрац.	35%

Капитализация	R129 656 млн.
ADT (100 дней)	R815,0 млн.

Цена на 29 августа 2023

## Важнейшие показатели

	2022	2023о	2024о	2025о
<b>Финансовые показатели (IFRS), R млн.</b>				
Чист. проц. доход	40 268	48 646	49 409	57 970
Операц. доходы	87 347	76 811	71 771	78 782
Чистая прибыль	47 649	41 623	35 836	39 703
BVPS, R	308	358	408	470
EPS, R	100,15	88,65	76,33	84,56
Дивид. / прибыль	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>Операционные показатели, R млн.</b>				
Активы	839 329	905 733	1 012 581	1 131 879
Капитал	144 780	168 310	191 659	220 611
Рент. капитала	38,3%	26,6%	19,9%	19,3%
Рент. активов	5,8%	4,8%	3,7%	3,7%
Расходы / доходы	30,0%	30,4%	33,8%	33,1%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / капитал	0,9	0,8	0,7	0,6
Цена / прибыль	2,9	3,3	3,8	3,4
Див. доходн.	4,1%	13,9%	9,6%	8,3%
<b>Рост</b>				
Активы	5%	8%	12%	12%
Прибыль на акцию	171%	-11%	-14%	11%

## Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	УТД
Обыкн.	31,8	73,5	167,2	188,4

## Динамика цены акций, руб.



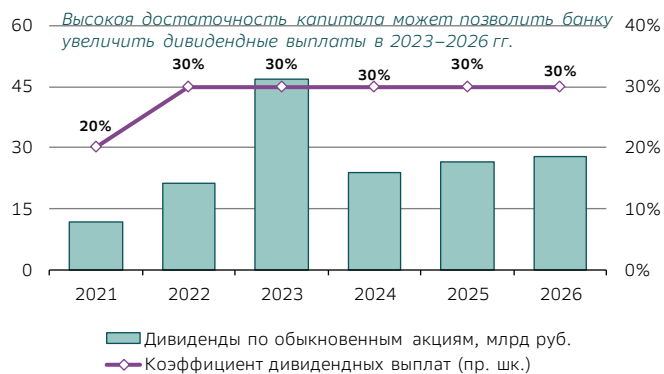
Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

## Структура собственности

Топ-менеджмент	52,4%
East Capital	4,6%
ЕБРР	5,1%
Прочие	38,0%

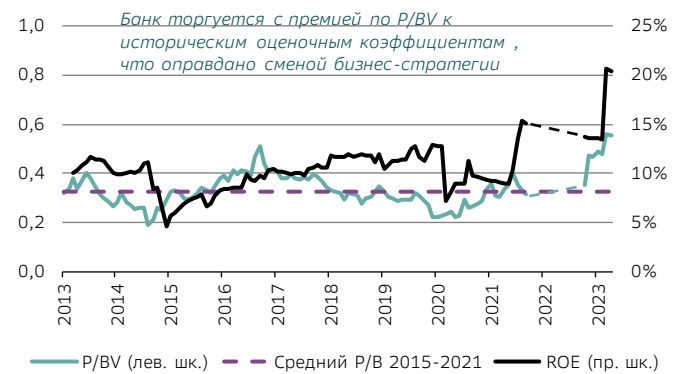
Источник: компания

### Дивиденды Банка «Санкт Петербург» и коэффициент выплат



Источник: банк, SberCIB Investment Research

### Динамика мультипликаторов Банка «Санкт-Петербург» на 12 месяцев вперед



Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

## Ограничение ответственности