

**МКБ**

Дивиденды могут удивить

6 МАЯ 2024



## МКБ: замороженные активы могут стать дополнительным источником прибыли в 2024

Мы считаем акции МКБ привлекательными для инвесторов и оцениваем их потенциал роста примерно в 20%.

- **Московский кредитный банк (МКБ)** – универсальный негосударственный публичный банк, специализирующийся на корпоративном и инвестиционном обслуживании.
- **МКБ занимает сильные позиции в корпоративном сегменте.** Его клиентская база в основном состоит из крупных компаний нефтегазовой, металлургической, транспортной и сельскохозяйственной отраслей, а также розничной торговли.
- **Банк также развивает розничное направление в синергии с корпоративным бизнесом по зарплатным проектам,** позиционирует себя в этом сегменте как банк для вкладчиков и фокусируется на премиальном банковском обслуживании. На долю розничного бизнеса приходится 4% активов и 18% обязательств МКБ.
- **Исторически инвесторы выделяли высокую долю сделок обратного РЕПО в активах МКБ как фактор неопределенности** (в 2018 году доля этих сделок в активах была 50%). Мы отмечаем, что доля таких сделок снизилась вдвое за последние пять лет, и ожидаем ее дальнейшего снижения по мере роста кредитного портфеля. Усиление диверсификации активов – положительные изменения для инвесторов МКБ.
- **Чистая процентная маржа (ЧПМ) МКБ в 2023 году составила 2,8%.** Это ниже, чем в среднем по российскому банковскому сектору, но рекордное значение для МКБ. Мы ожидаем, что ЧПМ банка вырастет до 3,1% в 2025 году за счет увеличения доли кредитов в активах и сокращения доли менее маржинального обратного РЕПО.
- **Чистая прибыль в 2023 году достигла рекордных для МКБ 60 млрд руб.,** рост относительно более показательного 2021 года составил 130%. Мы ожидаем, что в 2024 году прибыль МКБ от основной деятельности останется примерно на уровне 2023 года. В дальнейшем мы прогнозируем рост чистой прибыли в среднем на 10% в год.
- **МКБ в 2024 году может заработать дополнительную прибыль от перевода за баланс заблокированных активов и пассивов.** По нашим оценкам, разовый доход от этой операции может составить от 16 млрд руб. до 25 млрд руб.
- **Рентабельность капитала (ROE) по итогам 2023 года без учета бессрочных облигаций составила 23,4%, а рентабельность активов (ROA) – 1,4%.** Оба показателя оказались выше средних исторических значений МКБ. Мы ожидаем, что банк будет поддерживать ROE в среднем на уровне 20%, а ROA – 1,2%.
- **В базовом сценарии мы предполагаем, что МКБ выплатит 25% чистой прибыли по итогам 2024 года.** В таком случае совокупная дивидендная доходность за 2024 год может составить от 9%. Возобновление дивидендных выплат может способствовать росту котировок МКБ.
- **Акции МКБ торгуются с коэффициентами P/E и P/B** (без учета бессрочных облигаций, но с учетом разовой потенциальной прибыли от вывода за баланс замороженных активов) на 2024 год, равными соответственно 2,8 и 0,7, а также ROE по итогам 2024 года на уровне 29%.

- **С 2022 года МКБ раскрывает финансовые показатели в сокращенном объеме, без примечания к отчетности по МСФО.** Постепенно уровень раскрытия информации повышается, однако часть важных для оценки банка данных все еще недоступна. В связи с этим наш анализ исходит из большего, чем обычно, количества предположений, анализа СМИ и действий рейтинговых агентств.
- **Сдерживающим фактором для акций банка является низкая ликвидность.** Для акций МКБ характерна низкая ликвидность: дневной объем торгов не превышает 1,7 млрд руб., а в среднем составляет 291 млн руб., что соответствует 0,6% стоимости акций в свободном обращении.

## Обзор компании

**Московский кредитный банк (МКБ)** – универсальный публичный негосударственный банк, предлагающий широкий спектр банковских и инвестиционных услуг для корпоративных клиентов, а также малого бизнеса и частных лиц, включая услуги private banking. Банк специализируется на корпоративном и инвестиционном обслуживании, что обеспечивает ему 88% операционного дохода до вычета резервов.

МКБ занимает шестое место среди российских банков по величине активов и входит в перечень системно значимых банков. Доля МКБ в активах российского банковского сектора на конец 2023 года достигла 2,8%. Среднегодовой рост активов в 2018–2023 гг. составил 17%, в то время как активы всего банковского сектора за этот же период росли на 14% в год.

МКБ имеет 93 офиса в 19 регионах России, с особым акцентом на Центральный и Северо-Западный федеральные округа и обслуживает 45 тыс. юридических и 810 тыс. физических лиц.

### Основные факты о банке:

- основан в 1992 году;
- с 2017 года входит в перечень системно значимых кредитных организаций;
- входит в топ-6 банков России по размеру активов (4,7 трлн руб.<sup>1</sup>) и топ-3 по активам среди публичных банков России;
- крупнейший публичный негосударственный банк по величине активов;
- с 2015 года акции МКБ торгуются на Московской бирже;
- 22% акций МКБ находятся в свободном обращении;
- Банк трижды проводил SPO с целью докапитализации: в 2015, 2017 и 2021 годах.

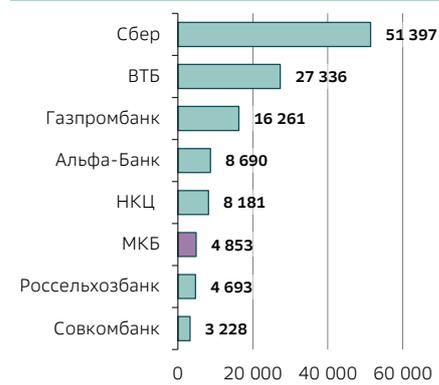
Акции МКБ включены в индексы МосБиржи и РТС (вес в индексах – соответственно 0,72% и 0,71%), а также в индекс МосБиржи средней и малой капитализации (вес в индексе – 4,4%).

С 2022 года МКБ находится под санкциями США и ЕС и отключен от международной системы передачи финансовых сообщений между банками (SWIFT), а с 2023 года – в SDN-списке OFAC.

### ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ

МКБ был основан в 1992 году, а в 1994 году приобретен бизнесменом Романом Авдеевым. В июне 2015 года банк провел первичное публичное размещение акций на Московской бирже. С июня 2016 года акции банка включены в состав индексов МосБиржи и РТС.

### Крупнейшие по размеру активов банки России, млрд руб.



Данные от 1.04.2024

Источник: Банк России

<sup>1</sup> по МСФО на 31.12.2023

МКБ развивался в том числе за счет M&A сделок. Первым приобретением стал инкассаторский бизнес «Инкахран» в 2015 году. Среди покупок также можно выделить:

- банк «Сбергательный-кредитного сервиса» в 2016 году для расширения бизнеса на финансовых рынках и развития нового направления – инвестиционного банкинга,
- банк «Веста» и Руснарбанк в 2020 году в рамках стратегического партнерства концерна «Россиум» с ГК «Регион»,
- банк «Кольцо Урала» в 2021 году у Уральской горно-металлургической компании,

УК МКБ Инвестиции в 2021 году в рамках развития инвестиционного бизнеса банка.

### История развития МКБ

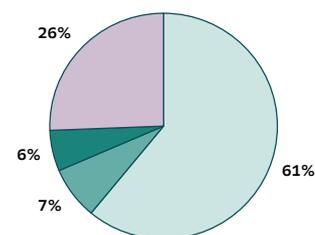


Источник: банк, SberCIB

### СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ

По состоянию на 31.03.2024 контрольный пакет акций МКБ принадлежал концерну «Россиум» (61%), конечный бенефициар которого – Роман Авдеев. Другие крупные акционеры – это АО «Управляющая компания «Регионфинансресурс» и ООО «ИК Алгоритм», еще 22% акций МКБ находятся в свободном обращении.

### Структура собственности МКБ на 31.03.2024



- Концерн «Россиум»
- УК «Регионфинансресурс»
- ИК "Алгоритм"
- Прочие акционеры

Источник: компания

## Сегменты бизнеса и стратегия

**МКБ делает ставку на корпоративный и инвестиционный бизнес, а также высокое качество обслуживания**

Основную часть активов составляют кредиты корпоративному бизнесу, сделки обратного РЕПО и операции с ценными бумагами. Исторически инвесторы выделяли высокую долю сделок обратного РЕПО в активах МКБ как фактор неопределенности. Мы отмечаем, что доля таких сделок существенно снизилась: почти с 50% в 2018 до 24% к концу 2023 года. Мы ожидаем дальнейшего снижения этой доли по мере роста кредитного портфеля.

**Структура фондирования МКБ стабильна: основную долю занимают депозиты корпоративных клиентов.** В 2021–2023 гг. на них приходилось в среднем 47% обязательств банка. Еще 18% – средства физлиц. При этом 80% совокупных средств клиентов – это срочные депозиты. Отдельно стоит отметить высокую концентрацию средств клиентов: на десять крупнейших клиентов на конец 2023 года приходилось 35% общей суммы обязательств. Это может нести повышенные риски ликвидности в случае разовых крупных изъятий, если эти депозиты предполагают возможность досрочного изъятия средств без потери дохода (банк не раскрывает эту информацию в отчетности). Однако, как отмечает рейтинговое агентство АКРА, которое в условиях частичного раскрытия отчетности имеет полноценный доступ к данным банка, большинство крупнейших вкладчиков являются постоянными клиентами банка.

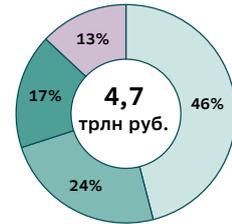
Также существенную долю (28%) в обязательствах банка составляют счета и депозиты банков. Большая часть этих средств – обязательства по сделкам прямого РЕПО.

**У МКБ сильные позиции в корпоративном сегменте: шестое место по размеру корпоративного кредитного портфеля и пятое – по объему привлеченных средств юрлиц.** Его клиентская база в основном состоит из крупных компаний нефтегазовой, металлургической, транспортной и сельскохозяйственной отраслей, а также розничной торговли. На конец 2023 года клиентами МКБ были 45 тыс. компаний. Клиентская база активных крупных и средних клиентов корпоративного блока МКБ заметно расширилась – более чем на 25% за 2023 год.

В 2023 году корпоративный бизнес обеспечил МКБ 49% операционного дохода до вычета резервов и является основным драйвером роста банка. Чистый кредитный корпоративный портфель МКБ за последние два года вырос на 82%, в то время как розничный – на 25%. Доля просроченной задолженности по корпоративному портфелю небольшая – 1% по итогам 2023 года.

**Развитие прочих направлений.** В 2023 году МКБ стал лидером на рынке международного факторинга с долей 38%. В 2024 году банк планирует увеличить свою долю в этом сегменте до более 50%. По данным АФК, рынок факторинга в 2023 году составил 2 трлн 257 млрд руб., увеличившись за год на 57%. В 2024 году, по прогнозам АФК, рынок может вырасти еще на 30%. На международный факторинг приходится около 2% всего факторингового портфеля России.

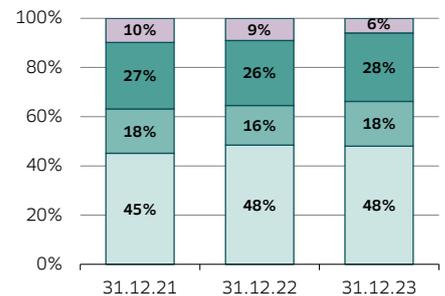
### Структура активов МКБ на конец 2023 года



- Корпоративные кредиты
- Обратное РЕПО
- Ценные бумаги
- Прочее

Источник: компания, SberCIB

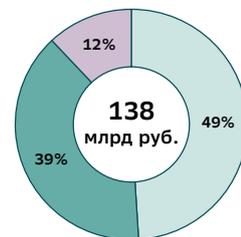
### Динамика структуры фондирования МКБ



- Прочее
- Счета и депозиты банков
- Депозиты физлиц
- Депозиты корпоративных клиентов

Источник: компания, SberCIB

### Структура операционного дохода до вычета резервов на конец 2023 года



- Корпоративный банковский бизнес
- Инвестиционно-банковский бизнес
- Розничный бизнес

Источник: компания, SberCIB

**ИНВЕСТИЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ**

МКБ оказывает полный спектр инвестиционно-банковских услуг: организация сделок на рынках капитала, управление портфелем ценных бумаг, M&A и финансирование сделок pre-IPO, частные инвестиции и прочее. По итогам 2023 года МКБ вошел в топ-7 организаторов облигационных выпусков в России с долей рынка 9%.

**РОЗНИЧНОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ**

Общее количество розничных клиентов МКБ составляет 885 тыс. МКБ занимает девятое место среди российских банков по объему розничных депозитов и 16-е – по объему кредитов, выданных розничным клиентам.

Банк развивает розничное направление в синергии с корпоративным бизнесом по зарплатным проектам, позиционирует себя в этом сегменте как банк для вкладчиков и фокусируется на премиальном банковском обслуживании. Объем депозитов и текущих счетов физлиц в четыре раза превышает розничный кредитный портфель банка. Депозиты физлиц в МКБ по итогам 2023 года выросли на 32% на фоне высоких процентных ставок на рынке.

Всего 4% активов МКБ (или 8,5% совокупного кредитного портфеля после вычета резервов) составляют кредиты физлицам, большая часть которых – ипотечные кредиты (63% розничного кредитного портфеля). Портфель ипотечного кредитования за последние два года вырос на 94% – с 67 млрд руб. на конец 2021 года до 131 млрд руб., став в этот период драйвером роста розничного кредитования МКБ.

**Динамика кредитного портфеля МКБ после вычета резервов, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB

## Финансовые показатели

С 2022 года МКБ раскрывает финансовые показатели в сокращенном объеме, без примечания к отчетности по МСФО. Постепенно уровень раскрытия информации повышается, однако часть важных для оценки банка данных все еще недоступна. В связи с этим наш анализ исходит из большего, чем обычно, количества предположений.

### ■ Чистый процентный доход

По итогам 2023 года банк заработал 116 млрд руб. чистого процентного дохода (ЧПД), что составляет 84% от его операционного дохода. Рост ЧПД в 2023 году составил рекордные 92% благодаря увеличению корпоративного портфеля и чистой процентной маржи (ЧПМ). При этом в среднем за период 2018–2023 гг. ЧПД рос ежегодно на 19%. Мы ожидаем, что в следующие пять лет этот показатель будет увеличиваться в среднем на 15% в год за счет более умеренного роста кредитного портфеля.

ЧПМ банка в 2023 году составила 2,8%. Это ниже, чем в среднем по российскому банковскому сектору (4,2% без учета Сбера), но рекордное значение для МКБ. Мы ожидаем, что этот показатель МКБ повысится до 3,1% в 2025 году за счет увеличения доли кредитного портфеля и сокращения доли менее маржинального обратного РЕПО в структуре активов банка.

### ■ Комиссионные доходы

На чистые комиссионные доходы (то есть за вычетом комиссионных расходов) приходится около 12% операционного дохода. Основные статьи комиссионного дохода – это предоставление банковских гарантий, операции с банковскими картами и кассовые операции. Относительно 2022 года рост чистых комиссионных доходов банка составил 31% – прежде всего за счет роста транзакционного бизнеса (выдача гарантий и аккредитивов) при стабильных комиссионных расходах. В дальнейшем мы ожидаем увеличения чистых комиссионных доходов на 20% в год на фоне роста кредитного портфеля и планов МКБ развивать транзакционный бизнес.

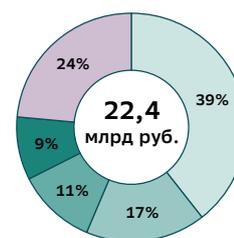
### ■ Операционные расходы

Отношение операционных расходов к операционным доходам (CIR) МКБ по итогам 2023 года составило 29% против 41% в среднем среди российских банков. В течение последних пяти лет этот показатель у МКБ был в среднем 39%.

Низкого значения CIR в 2023 году МКБ удалось добиться благодаря высокой операционной эффективности и сокращению сети отделений. Операционные расходы в 2023 году выросли лишь на 14,5%, тогда как операционные доходы увеличились почти в два раза.

Как сообщают некоторые СМИ, МКБ в прошлом году начал трансформацию отделений: уже обновлены семь отделений в Москве и в течение нескольких лет планируется обновить всю сеть. В связи с этим мы ожидаем, что CIR банка в будущих периодах вырастет до 33–34%.

### Структура комиссионных доходов за 2023 год



- Выдача гарантий и открытие аккредитивов
- Операции с банковскими картами
- Кассовые операции
- Расчетные операции и банковские переводы
- Прочее

Источник: компания, SberCIB

## ■ Чистая прибыль и рентабельность

Чистая прибыль МКБ в 2023 году достигла рекордных для банка 60 млрд руб., рост относительно более показательного 2021 года составил 130%. Мы ожидаем, что в 2024 году прибыль МКБ от основной деятельности останется примерно на уровне 2023 года. Рост операционных расходов окажет сдерживающее влияние на прибыль банка в 2024 году. В последующих периодах мы ожидаем роста чистой прибыли в среднем на 16% в год.

Рентабельность капитала (ROE) по итогам 2023 года без учета бессрочных облигаций составила 23,4%, в рентабельность активов (ROA) – 1,4%. Оба показателя выше средних исторических значений МКБ. Мы ожидаем, что банк продолжит поддерживать более высокую рентабельность относительно 2018–2022 гг., но она будет несколько ниже, чем в рекордном 2023 году: ROE в среднем на уровне 20%, ROA – 1,2%.

**МКБ может заработать дополнительную прибыль в 2024 году благодаря переводу заблокированных активов за баланс.** Летом 2022 года был принят закон №292-ФЗ, который позволяет подсанкционным банкам провести реорганизацию. Они могут создать новое юридическое лицо, перевести на него активы, которые были заморожены из-за ограничений, и одновременно пассивы в виде обязательств перед иностранными кредиторами. После этого все расчеты по долгам перед клиентами-нерезидентами будут осуществляться только за счет активов новой компании. Такое право действует до 31 декабря 2024 года. Перевод замороженных активов на отдельное юрлицо позволит банкам распустить часть резервов, которые они создали в 2022 году по МСФО (по РСБУ ЦБ предоставил десятилетнюю рассрочку на создание таких резервов).

В прошлом году этой возможностью уже частично воспользовался Совкомбанк, в этом году то же самое планирует сделать ВТБ. Сбер также завил, что прорабатывает с регулятором этот вопрос. Мы считаем, что и МКБ может воспользоваться такой возможностью до конца этого года. В этом случае МКБ заработает дополнительную прибыль, по нашим оценкам, от 16 млрд руб. до 25 млрд руб. Кроме того, этот перевод позволит банку снизить нагрузку на капитал.

## ■ Управление капиталом и потенциал дивидендных выплат

Согласно дивидендной политике, МКБ стремится поддерживать долю дивидендных выплат на уровне не менее 25% от чистой прибыли по МСФО с учетом ряда факторов. К таким факторам, помимо размера чистой прибыли, относятся:

- ▶ финансово-хозяйственные планы на следующий отчетный период,
- ▶ параметры утвержденной стратегии,
- ▶ структура оборотных средств,
- ▶ долговая нагрузка и соблюдение ковенантов,
- ▶ соблюдение обязательных нормативов Банка России,
- ▶ соблюдение баланса интересов банка и его акционеров.

### Потенциальные дивидендные выплаты, млрд руб.



Источник: SberCIB

**МКБ за всю свою публичную историю выплатил дивиденды всего один раз.** Мы считаем, что это может измениться: исторически МКБ поддерживал достаточность капитала на уровне, незначительно превышающем регуляторный минимум. Это не позволяло банку направлять прибыль на выплату дивидендов. Акционеры банка получили дивиденды лишь однажды: в 2019 году по итогам 2018 года. Размер дивиденда в расчете на одну акцию составил 0,11 руб., а общая сумма выплат – почти 3 млрд руб. (24,6% от чистой прибыли банка за 2018 год по МСФО). Дивидендная доходность составила около 2%.

Мы считаем, что банк вышел на траекторию устойчивой прибыли благодаря эффективной стратегии работы с корпоративными клиентами и способен генерировать капитал. По итогам 2023 года норматив достаточности собственных средств (Н1.0) составил 12,4% при регуляторном минимуме 8%. По нашим прогнозам, по итогам 2024 года МКБ сможет выплатить дивиденды в соответствии с дивидендной политикой в размере не менее 25% чистой прибыли по МСФО, а к 2028 году сможет увеличить выплаты до 50% чистой прибыли. В зависимости от финального коэффициента выплаты, дивидендная доходность по итогам 2024 года может составить от 9%.

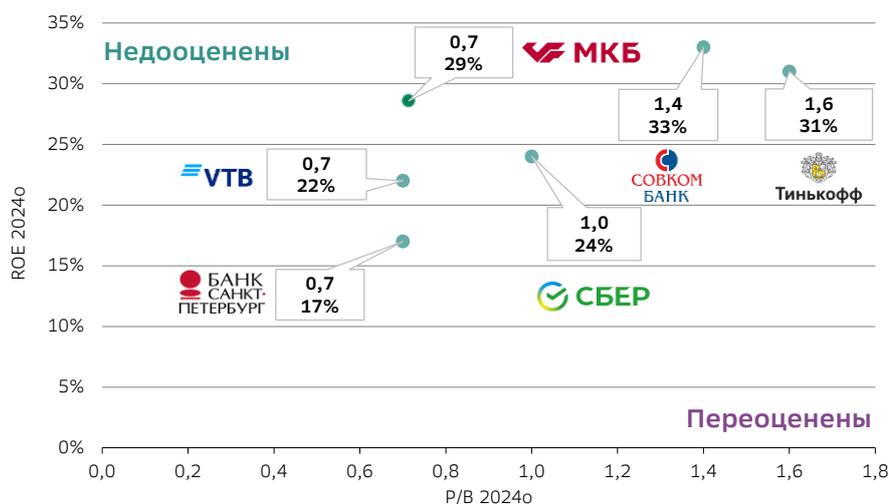
## Оценка

Акции МКБ торгуются с коэффициентами P/E и P/B (без учета бессрочных облигаций, но с учетом разовой потенциальной прибыли от вывода за баланс замороженных активов) на 2024 год, равными соответственно 2,8 и 0,7, а также ROE по итогам 2024 года на уровне 29%.

**Мы считаем акции МКБ привлекательными для инвесторов и оцениваем их потенциал роста примерно в 20%** (относительно цены на конец апреля 2024 года).

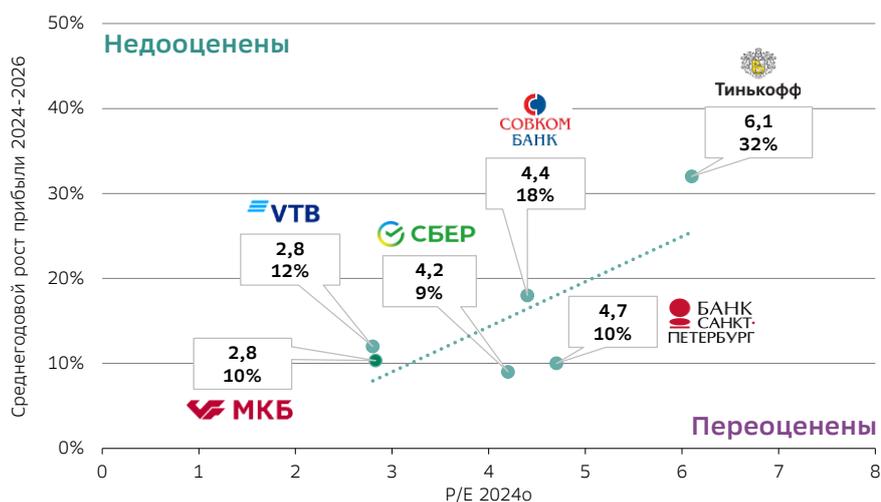
Сдерживающим фактором для котировок банка остается низкая ликвидность и ограниченность раскрываемой информации.

### Сравнительная оценка акций банковского сектора по прогнозным P/B и ROE



Источник: СПБМТСБ, Московская биржа, SberCIB

### Сравнительная оценка акций банковского сектора по прогнозным P/E и темпам роста прибыли



Источник: СПБМТСБ, Московская биржа, SberCIB

## SWOT-анализ

### Сильные стороны

- МКБ занимает прочные позиции среди крупнейших банков страны, в частности в корпоративном сегменте.
- Бизнес-модель МКБ предполагает тесные партнерские взаимоотношения с крупными российскими компаниями, что во многом помогает ему привлекать и удерживать клиентов.
- Благодаря статусу системно значимого банка МКБ в случае кризиса может рассчитывать на государственную помощь, направленную на поддержание ликвидности.

### Слабые стороны

- Низкая ликвидность акций.
- Высокая концентрация средств клиентов.
- Высокая концентрация активов по контрагентам и отраслям экономики.
- Умеренно низкая диверсификация активов, в том числе из-за все еще высокой доли операций обратного РЕПО.

### Возможности

- Замороженные активы могут стать дополнительным источником прибыли в 2024 году.
- Возобновление публикации подробной отчетности и выплата дивидендов могут вызвать интерес инвесторов к акциям банка.
- Потенциал развития сегмента малого и среднего бизнеса, а также розничного обслуживания за счет тесных связей с крупными клиентами – благодаря использованию их разветвленной сети контрагентов, подрядчиков и партнеров, а также привлечению их сотрудников в качестве клиентов.
- Возможности наращивания инвестиционного бизнеса на фоне развития фондового рынка России.
- Укрепление позиций на быстрорастущем рынке факторинга.

### Риски

- Объем раскрываемой информации не позволяет провести должную оценку качества кредитного портфеля и достаточности резервирования проблемных кредитов. В связи с этим мы отмечаем повышенный риск прогнозирования этих показателей.
- Риск ухудшения макроэкономической ситуации в России.
- Ужесточение конкуренции в корпоративном сегменте.

## Ограничение ответственности