

ВОЗВРАЩЕНИЕ НА РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Московский кредитный банк предлагает евробонды сроком пять лет

Новое предложение еврооблигаций. На текущей неделе Московский кредитный банк начал сбор заявок по второму выпуску еврооблигаций объемом до 300 млн. долл. сроком обращения пять лет. Организаторы ориентируют инвесторов на ставку купона 9,5% с доходностью к погашению около 9,73%. Дебютный выпуск, размещенный в октябре 2006 г., был погашен в октябре прошлого, так что в обращении находятся только рублевые выпуски банка: серия 04 (погашение в марте 2011 года), 05 (оферта в апреле 2011), 06 (погашение в августе 2012), 07 (оферта в июле 2012) и 08 с офертой в октябре 2011.

Крепкий представитель среднего класса. Московский кредитный банк – независимый средний универсальный банк, работающий преимущественно в Москве и Московской области. Согласно данным РБК, по итогам I полугодия 2010 г. банк занял 34-е место в российской банковской системе по размеру активов. Банк предоставляет корпоративным и розничным клиентам широкий набор услуг. В корпоративном сегменте МКБ является одним из основных игроков по предоставлению услуг факторинга. С 1994 г. единственным контролирующим акционером банка является Роман Авдеев.

Качество активов продолжает улучшаться. Благодаря высокому качеству активов и запасу ликвидности МКБ существенно опередил банковскую систему в целом по темпам роста активов. По итогам I полугодия 2010 г. совокупные активы банка увеличились на 27,2% до 3,7 млрд долл. Банк работает преимущественно с корпоративными клиентами – доля кредитов юридическим лицам в портфеле составила 83,3%, в отчетном периоде объем портфеля вырос на 39,4% до 2,8 млрд долл. Клиентская база достаточно диверсифицирована, но наиболее активно банк работает с компаниями потребительского и финансового секторов, а также с производителями строительных материалов. Концентрация кредитного портфеля остается достаточно высокой, хотя, по данным банка, доля 20 крупнейших заемщиков упала с 36% до 30%. Следует также отметить низкую долю кредитов связанным сторонам – порядка 1%. Нельзя также не заметить подъема активности банка в розничном сегменте – по итогам I полугодия объем кредитов увеличился на 39,8% до 366,7 млн долл. При этом наиболее существенно, почти вдвое, выросли объемы автокредитования, хотя в структуре кредитного портфеля по-прежнему преобладают ипотечные кредиты, доля которых составляет 51%, а объем – 239,9 млн долл.

С точки зрения качества кредитного портфеля банк демонстрирует одни из лучших показателей в отрасли. Грамотный риск-менеджмент позволил банку минимизировать убытки. Решению и предупреждению возможных проблем способствует также то обстоятельство, что МКБ предоставляет многим своим клиентам инкассаторские услуги. Получая в режиме «онлайн» информацию об их денежных потоках, банк может своевременно

Параметры выпуска

Эмитент	Московский кредитный банк
Кредитный рейтинг	- /B1/B+
Серия облигаций	СВОМ'15
Дата размещения	-
Срок обращения	5 лет
Купон	полугодовой
Оферта	не предусмотрена
Закрытие книги заявок	-
Ориентир по купону, %	9,5

Ключевые финансовые показатели Московского кредитного банка

	2008	I n/r 09	2009	I n/r 10
	GAAP	МОФО	МОФО	МОФО
Денежная позиция	210	76	215	136
Сов. кред. портфель	1 361	1 409	2 001	2 791
РВПС	(17)	(43)	(61)	(72)
Просроченная задолженность*	11	48	60	57
Задолженность банков	155	172	118	44
Финансовые активы	258	314	523	681
Основные средства	64	61	87	84
Активы	2 056	2 026	2 899	3 687
Средства клиентов	792	916	1 519	2 033
Долговые ценные бумаги	213	297	412	725
Средства ЦБ РФ	342	197	204	32
Средства банков	447	278	368	475
Собственный капитал	219	319	368	393
Чистый процентный доход	99	53	123	85
Отчисления в РВПС	(19)	(29)	(78)	(23)
ЧПД после резервов	80	24	46	62
Комиссионный доход	42	13	35	26
Операционная прибыль	135	43	106	101
Операционные расходы	(84)	(33)	(76)	(49)
Прибыль до налогов	52	10	31	52
Чистая прибыль	40	8	25	42
Чистая проц.-ая маржа	6,1	5,7	5,6	5,5
ЧПМ после резервов	4,9	2,6	2,1	4,0
Доходность ср. активов	2,1	0,8	1,0	2,5
Доходность капитала	18,5	5,1	6,7	21,4
Затраты/Доходы	0,5	0,5	0,4	0,4
Чист. кредиты/Депозиты	1,1	1,1	1,0	1,1
Ликвидности/Совокупн. активы	30,3	27,7	29,5	23,4
РВПС, % кред. портф.	1,3	3,0	3,0	2,6
Проср. задолженность*, %	0,8	3,4	3,0	2,0
Капитал/Активы, %	10,6	15,7	12,7	10,7

* Задолженность, просроченная более чем на 90 дней

Источники: МКБ, оценка УРАЛСИБа

реагировать на критические ситуации и не допускать их развития. По итогам I полугодия доля задолженности по кредитам, просроченной более чем на 90 дней, в розничном портфеле снизилась до 8,9% с 13% на конец 2009 г. В корпоративном сегменте за тот же период доля таких кредитов уменьшилась с 1% до 0,7%, и в итоге просрочка по совокупному кредитному портфелю на конец полугодия составила всего 2%, по сравнению с 3% на начало года. Ситуация с покрытием проблемных кредитов также не вызывает у нас беспокойства. Резервы на возможные потери по ссудам на отчетную дату полностью покрывали просроченные кредиты, доля которых в совокупных активах составила 2,6%.

Пассивы достаточно диверсифицированы. Структура фондирования остается достаточно стабильной с преобладанием в ней средств клиентов, доля которых в пассивах за полгода выросла до 55,15%, а объем составил 2 млрд долл. Основную часть средств клиентов составляют розничные депозиты – на конец I полугодия 2010 г. их доля в пассивах на конец I полугодия 2010 г. равнялась 32,4%, объем – 1,2 млрд долл. При этом основной прирост обеспечило увеличение остатков на корпоративных счетах – на 81,2% до 837,1 млн долл. По-видимому это и привело к некоторому снижению чистой процентной маржи. За счет размещения рублевых выпусков весной и летом нынешнего года объем обязательств по долговым ценным бумагам вырос на 75,9% до 725,5 млн долл. Отметим также, что эмитент постепенно уменьшает зависимость от средств ЦБ РФ – на отчетную дату их объем упал на 84,3% до 32,1 млн руб. Следует также упомянуть давнюю историю сотрудничества эмитента с западными банками по международной программе финансирования факторинга. Успешное взаимодействие с ними и возможность получения внешнего финансирования подтверждаются тем, что летом банк при сотрудничестве с Международной финансовой корпорацией (IFC) привлек синдицированный кредит по ставке LIBOR+325 б.п. А 20 октября стало известно, что IFC увеличила свой лимит на банк до 140 млн долл.

Ликвидность на вполне комфортном уровне. По итогам полугодия доля ликвидных активов снизилась до 23,4% с 29,5% на конец 2009 г. Причиной этого стало уменьшение денежной позиции и средств в банках на 36,5% и 62,6% соответственно. С другой стороны на 30,3% до 681,4 млн долл. вырос портфель ценных бумаг, в структуре которого более 85% бумаг – государственные или муниципальные или имеют рейтинг выше «В» по версии международных рейтинговых агентств. Зависимость от оптового фондирования у МКБ, как у универсального банка, довольно низкая, что видно из коэффициента Чистые кредиты/Совокупные депозиты, составляющего около 1,1.

Низкая капитализация. Наиболее заметным отрицательным аспектом финансовых показателей эмитента, по нашему мнению, является низкий уровень достаточности капитала. Быстрый рост активов банка предъявляет все новые требования к размеру капитала, а он последние годы находится на достаточно низких уровнях. К примеру, на начало 2009 г. отношение собственного капитала к совокупным активам составляло лишь 10,6%, и лишь благодаря вливаниям дополнительного капитала в размере около 100 млн долл. (3 млрд руб.) удалось удержать достаточность капитала на конец прошлого года приблизительно на уровне 12,7%. За I полугодие 2010 г. на фоне продолжающегося увеличения кредитного портфеля коэффициент снизился до 10,7%, что может представлять угрозу при сохранении прежних же темпов роста активов. Однако, по данным компании, в августе нынешнего года акционер вновь внес в капитал банка средства в размере 50 млн долл. (1,5 млрд руб.).

Рентабельность растет. Высокая доля депозитов оказывает давление на чистую процентную маржу, которая постепенно снижается и по итогам полугодия составила 5,5% против 5,7% годом ранее, при том что чистый процентный доход за тот же период увеличился на 61%. В тоже время в связи с уменьшением отчислений в резервы на 20,2% по сравнению с I полугодием 2009 г. – до 22,8 млн долл. – ЧПМ после резервов поднялась с 2,6% до 4%. Значительный вклад в увеличение прибыли внес комиссионный доход, выросший на 92,4% до 25,7 млн долл. В результате операционная прибыль подросла на 136,2% до 101,3 млн долл. Подчеркнем, что, несмотря на активное увеличение кредитного портфеля, МКБ удается сдерживать рост операционных расходов, ограничивая его показателями, близкими к среднерыночным. Так, на конец 2009 г. отношение Затраты/Доходы снизилось у банка с 0,54 до 0,41, а к концу I полугодия 2010 г. оно еще несколько уменьшилось – до 0,40. В итоге чистая прибыль МКБ за отчетный период выросла на 417% и составила 42 млн руб. – больше чем за весь 2008 г. Благодаря этому банк даже превысил показатели доходности активов и капитала докризисных лет – ROE составила 21,4%, ROAA – 2,5%.

Высокое качество активов, низкая капитализация

Сравнение финансового положения банков, МСФО

	Рейтинг	Период	Активы млн долл.	Чист. проц. маржа, %	Затраты/ Доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ Депозиты	Достаточность капитала, %	Резервы/ Кредиты, %
МКБ			2 898	5,7	0,4	1,0	1,3	12,7	2,4
ХКФБ			3 212	22,8	0,4	4,6	4,3	27,8	13,1
Ренессанс Капитал		2009	1 436	12,5	0,7	(8,1)	4,3	22,0	15,2
Татфондбанк*			1 752	8,7	0,3	1,6	1,2	16,0	2,1
МКБ	-B1/B+		3 697	5,5	0,4	2,5	1,1	10,7	2,6
ХКФБ	B+/Ba3		2 818	22,8	0,4	11,3	3,7	37,9	9,5
Ренессанс Капитал	B-/B1/CCC	I п/г10	1 382	-	0,5	-	2,4	28,2	-
Татфондбанк*	-B2/-		1 779	2,2	1,0	0,3	1,1	15,2	2,6

* Отчетность по РСБУ, остальные по МСФО

Источники: отчетность банков, оценка УРАЛСИБА

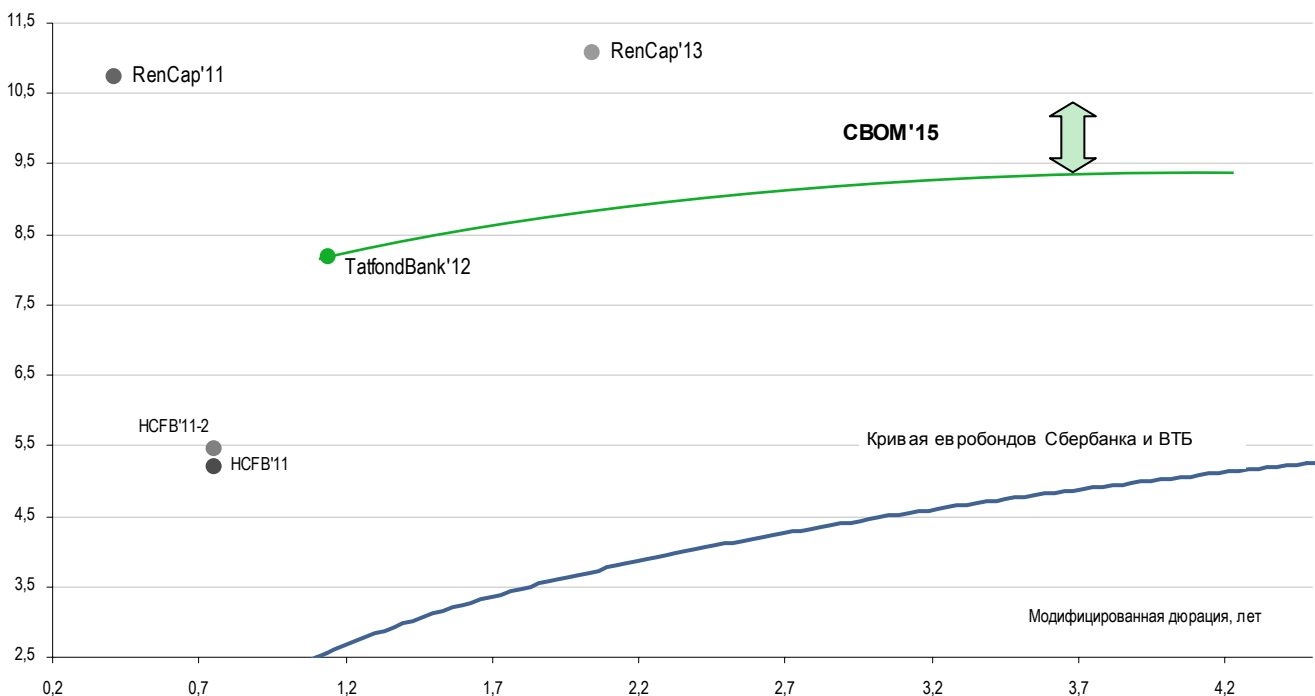
Позиционирование. Для позиционирования облигаций нового выпуска мы выбрали сопоставимые по масштабам банки, уже имеющие в обращении еврооблигации, – ХКФБ, Банк «Ренессанс Капитал» и Татфонд Банк.

- В пользу ХКФБ говорят более высокие, чем у эмитента, чистая процентная маржа и доходность капитала. Необходимо также отметить существенно лучшую ситуацию с достаточностью собственного капитала. В то же время МКБ отличают значительно более низкая доля просрочки по кредитам и более высокие темпы роста, а также меньшая зависимость от оптового фондирования. К тому же поддержка ХКФБ со стороны материнской Группы PPF добавляет банку надежности. На обращающиеся еврооблигации банка ориентироваться достаточно проблематично в силу очень короткой дюрации этих бумаг.
- Татфондбанк, отличающийся меньшими масштабами бизнеса, так же, как и эмитент, является универсальным банком. К сильным сторонам банка можно отнести участие в капитале (27%) республики Татарстан и более высокий, чем у эмитента, показатель достаточности капитала. Банк сопоставим с эмитентом по доле просроченной задолженности: на конец I полугодия 2010 г. она составляла около 2,6%, хотя следует отметить, что это данные по РСБУ. С другой стороны, у МКБ выше чистая процентная маржа и более эффективный контроль за расходами. С нашей точки зрения, уровни, на которых торгуется Tatfondbank'12, должны служить нижней границей доходности СВОМ'15.
- До кризиса Ренессанс Капитал был одним из крупнейших игроков на рынке потребительского кредитования, наравне с ХКФБ, однако в результате серьезного сокращения объемов бизнеса и показателей эффективности в условиях кризиса активы существенно упали. По итогам отчетного периода банк показал отрицательную ЧПМ. К положительным сторонам можно отнести достаточно высокий уровень капитализации Ренессанса, что, впрочем, неудивительно при таких темпах снижения активов. По-нашему мнению, уровни доходности евробондов RenCap должны служить верхней границей для СВОМ'15.

Tatfondbank'12 с модифицированной дюрацией около 1,14 лет торгуется с доходностью приблизительно 8,19%, то есть с премией к кривой UST на уровне примерно 800 б.п. Исходя из доходности аналогичного спреда для СВОМ'15 это дает диапазон доходности 9,3–9,8% при модифицированной дюрации около 3,7 лет. Мы считаем, что ориентир эмитента по доходности, равный 9,73%, является привлекательным предложением и рекомендуем этот выпуск к покупке.

Привлекательное предложение

Доходности облигаций (по состоянию на 19 октября 2010 г.)



Источники: ММВБ, Cbonds.info

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010