

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТ ДИНАМИЧНО РАЗВИВАЮЩЕГОСЯ БАНКА

Первичное размещение биржевых облигаций

Возвращение на рынок. В пятницу, 18 февраля, закрывается книга заявок по первому выпуску биржевых облигаций Московского кредитного банка. Объем выпуска – 3 млрд руб., срок обращения – три года, оферта через два года. Ориентир по ставке купона составляет 9,0–9,5%, что соответствует доходности 9,2–9,73% при дюрации около 1,87 года. Банк вернулся на внутренний рынок через полгода после размещения седьмого выпуска в середине прошлого года. Напомним также, что в конце прошлого года МКБ пробовал разместить еврооблигации объемом до 300 млн долл. и сроком обращения пять лет. Однако из-за неблагоприятных рыночных условий размещение было отложено на неопределенный срок. Рейтинги банка позволят включить этот выпуск ломбардный список ЦБ РФ – даже с учетом того, что критерии отбора облигаций стали недавно более строгими.

Крепкий представитель среднего класса. МКБ – независимый универсальный банк среднего размера, работающий преимущественно в Москве и Московской области. Согласно данным ЦБ РФ, по итогам 2010 г. банк был 27-й по величине активов, хотя еще в I полугодии находился на 34-м месте. МКБ предоставляет широкий спектр услуг как для корпоративных, так и розничных клиентов и является одним из ведущих игроков в сегменте факторинга. С 1994 г. контролирующий акционер банка – Роман Авдеев. МКБ публикует отчетность по МСФО на полугодовой основе. Наиболее актуальная из доступной отчетности – за I полугодие 2010 г. С подробным анализом финансового состояния МКБ можно ознакомиться в нашем обзоре, посвященном выпуску евробондов, планировавшемуся осенью прошлого года: <http://www.cbonds.info/comments/download.php/params/id/46962>. В отсутствие свежей отчетности по МСФО представление о состоянии банка и динамике его показателей можно получить из управленческой отчетности за 9 месяцев 2010 г.

Динамичный рост. За 9 месяцев прошлого года активы МКБ увеличились на 53% до 4,4 млрд долл., а с начала 2008 г. они выросли более чем в два раза, что значительно выше средних по российскому банковскому сектору темпов. Основным источником роста остается кредитный портфель, увеличившийся за 9 месяцев 2010 г. на 58% до 3,2 млрд долл. В структуре кредитного портфеля преобладают корпоративные клиенты, их доля – около 82%. Однако розничное кредитование растет быстрее, по итогам 9 месяцев прирост превысил 66%. Оценить качество активов по управленческой отчетности затруднительно, но МКБ традиционно отличался низкой долей «просрочки». Из управленческой отчетности видно, что банк замедлил наращивание резервов на возможные потери – по итогам отчетного периода отчисления снизились на 25% год к году, составив 42 млн долл., благодаря чему процент резервов относительно кредитного портфеля снизился с 3% в 2009 г. до 2,9% на конец сентября 2010 г.

Параметры выпуска

Эмитент	Московский кредитный банк
Кредитный рейтинг	- /В1/В+
Серия облигаций	БО-1
Закрытие книги заявок	18.02.2011
Дата размещения	22.02.2011
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	2 года
Ориентир по купону, %	9,0-9,5%
Ориентир по доходности, %	9,2-9,73%

Ключевые финансовые показатели

	МЛН ДОЛЛ.			
	9 мес. 09	2009	I п/г 10	9 мес. 10
	МСФО	МСФО	МСФО	управл.
Денежная позиция	117	215	136	210
Сов. кред. портфель	1 624	2 001	2 791	3 173
РВПС	(47)	(61)	(72)	(92)
Просроч. задолженность*	49	60	57	-
Задолженность банков	116	118	44	271
Финансовые активы	382	523	681	750
Активы	2 300	2 899	3 687	4 425
Средства клиентов	1 102	1 519	2 033	2 351
Долговые ценные бумаги	359	412	725	860
Средства ЦБ РФ	190	204	32	113
Средства банков	272	368	475	646
Собственный капитал	340	368	393	424
Чистый проц. доход	91	123	85	146
Отчисления на РВПС	(57)	(78)	(23)	(43)
ЧПД после резервов	33	46	62	103
Комиссионный доход	22	35	26	38
Операционная прибыль	70	106	101	156
Операционные расходы	(52)	(76)	(49)	(80)
Прибыль до налогов	18	31	52	75
Чистая прибыль	14	25	42	61
Чистая процентная маржа	6,2	5,6	5,5	4,3
ЧПМ после резервов	2,3	2,1	4,0	3,0
Доходность ср. активов	0,9	1,0	2,5	1,7
Доходность капитала	5,6	6,7	21,4	14,3
Затраты / доходы	0,4	0,4	0,4	0,4
Чист. кредиты / Депозиты	1,4	1,3	1,3	1,3
Ликв. / Совокупные активы	26,7	29,5	23,4	27,8
РВПС, % кред. Портфеля	2,9	3,0	2,6	2,9
Проср. задолж-сть *, %	3,0	3,0	2,0	-
Капитал/Активы I уров., %	15	13	11	10

* Более 90 дней

Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

Высокое качество кредитного портфеля, особенного корпоративного, можно объяснить тем, что большому количеству своих клиентов банк оказывает инкассаторские услуги. Это позволяет ему отслеживать финансовые потоки компаний и предупреждать проблемные ситуации. Мы считаем, что в дальнейшем уровень просроченной задолженности у МКБ будет находиться в районе 2–3%, так как, с одной стороны, быстрый рост активов будет размывать долю «плохих кредитов», но с другой – кредитный портфель растет в основном за счет сравнительно более рискованных розничных кредитов. Активы банка достаточно хорошо диверсифицированы, кредитный портфель составляет 72% от активов, доля волатильных финансовых активов уменьшилась до 17%. Возможно из-за того, что доля ликвидных активов немного подросла – с 23% в I полугодии до 28% за 9 месяцев 2010 г., – чистая процентная маржа (ЧПМ) банка по итогам 9 месяцев немного снизилась.

Структура пассивов вполне комфортна. Основной источник фондирования – это по-прежнему остатки на клиентских счетах. На конец 9 месяцев 2010 г. доля остатков немного выросла – до 53%, что также могло оказать давление на ЧПМ с учетом высокой стоимости клиентских средств. При этом доля частных вкладов продолжает снижаться – по итогам отчетного периода она составила 43% против 70% в 2009 г. Более заметной стала роль оптового финансирования – после выпуска облигаций в прошлом году их объем увеличился за 9 месяцев практически вдвое до 860 млн долл., а доля выросла с 14% в 2009 г. до 19% в отчетном периоде. Один из выпусков объемом 2 млрд руб. должен быть погашен уже в марте текущего года – возможно, для этого будут использованы средства, привлеченные за счет размещения последнего выпуска. Существенно выросла доля банков в фондировании МКБ – за 9 месяцев их счета увеличились на 75% до 646 млн долл. (сумма учитывает синдицированный кредит от IFC и субординированные кредиты на 40 млн долл. от ЕБРР и ЧБР).

Рост активов предъявляет повышенные требования к объему капитала. Собственные средства банка за 9 месяцев прошлого года выросли на 15% до 424 млн долл. – как за счет традиционно реинвестируемой нераспределенной прибыли, так и благодаря дополнительным вливаниям капитала со стороны акционера. Однако на фоне стремительного роста активов этого оказалось мало, и достаточность капитала упала до 10% с 11% в 2009 г. Впрочем, если посмотреть на капитал второго уровня, учитывающий субординированные депозиты и кредиты, то достаточность капитала оказывается на вполне безопасном уровне около 14%.

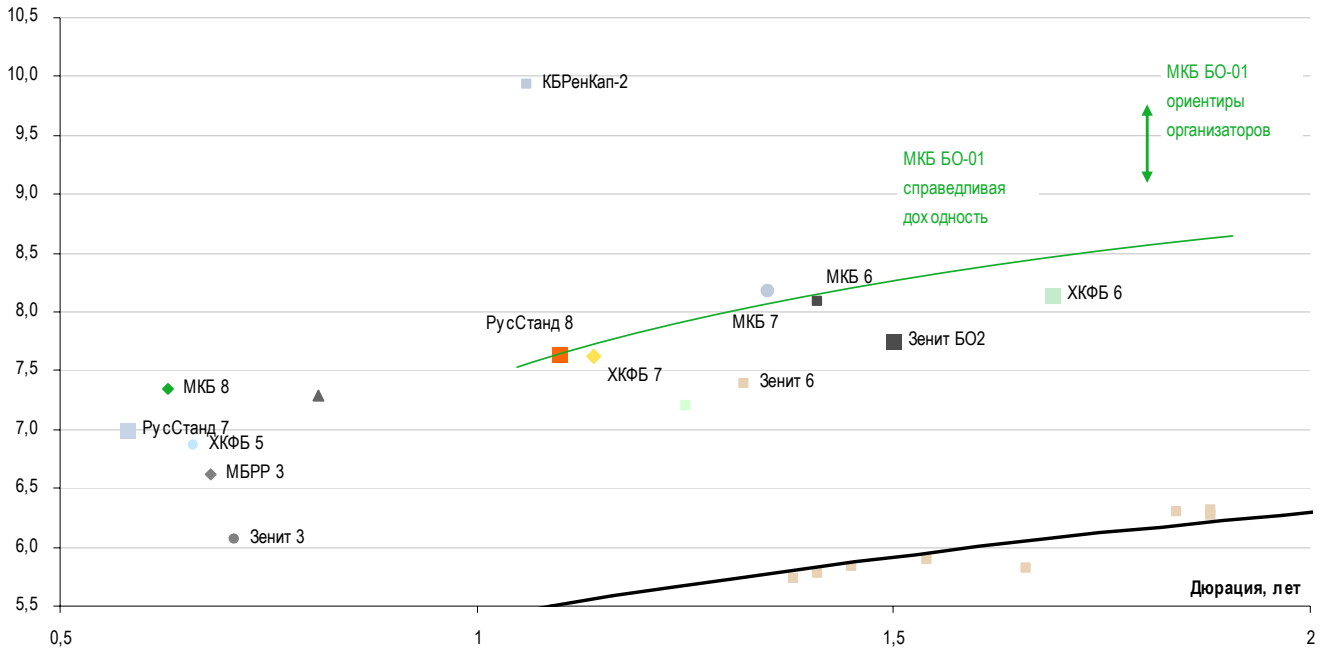
Доходы растут, рентабельность снижается. Стремительный рост активов обеспечил сопоставимое по размеру увеличение процентных доходов и процентных расходов, на фоне чего чистый процентный доход (ЧПД) вырос по итогам 9 месяцев 2010 г. на 61% год к году до 146 млн долл. В то же время в связи с уменьшением отчислений в резервы ЧПД после резервов более чем удвоился, составив 103 млн долл. Рентабельность МКБ, несмотря на рост доходов, немного снизилась, что, по нашему мнению, можно объяснить как резким ростом активов, так и увеличением ликвидных активов, приносящих меньший доход. По тем же причинам чистая процентная маржа упала за 9 месяцев 2010 г. до 4,3% с 5,6% в 2009 г. и 5,5% в I полугодии 2010 г. Однако мы считаем, что это временное явление, банк будет снижать долю неработающих активов и наращивать кредитование, что поддержит рентабельность. Также стоит отметить демонстрируемый банком жесткий контроль над расходами: несмотря на рост бизнеса, отношение Затраты/Доходы стабильно и находится около 0,4.

Облигации МКБ выглядят привлекательно. Сейчас в обращении находится пять выпусков МКБ общим объемом 13 млрд руб., из них три выпуска слишком короткие, чтобы их сравнивать с новым. Выпуски МКБ-6 (УТМ 8,09% дюрация 1,41 года) и МКБ-7 (УТР 8,17% дюрация 1,35 года) достаточно ликвидны и торгуются со спредами к кривой ОФЗ в диапазоне 250–280 б.п. Если исходить из доходности ОФЗ со сравнимой дюрацией, доходность нового выпуска могла бы составить 8,8–9,1%, что делает этот выпуск привлекательным даже по нижней границе ориентира. Однако мы считаем, что текущие уровни, на которых торгуется МКБ, не отражают изменений в масштабах бизнеса (рост активов) и кредитном качестве банка. По нашему мнению, премия к сопоставимому по размеру бизнеса банку «Зенит» (-/ВаЗ/В+) не должна превышать 60 б.п., учитывая наличие у последнего сильного акционера в лице Татнефти. Премия же к ХКФ Банку (В+/ВаЗ/-) не должна быть выше 40 б.п. ввиду более высокой рентабельности и достаточности капитала у последнего. Таким образом, мы полагаем, что справедливый уровень доходности МКБ БО-1 находится в пределах 8,7–9,2%. Поэтому предлагаемая эмитентом доходность привлекательна даже по нижней границе объявленного диапазона.

См. график на следующей странице.

Привлекательно даже по нижней границе ориентиров

Доходности облигаций (по состоянию на 15 февраля 2011 года)



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 Мырсыкова, myrsikovann@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 Девятков, 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, pushds@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

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, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@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 был 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 2011