

### ВОЗВРАЩЕНИЕ НА РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ С ХОРОШЕЙ ПРЕМИЕЙ

#### Первичное размещение еврооблигаций

**Еще одна попытка вернуться на рынок еврооблигаций.** Вчера открылась книга заявок по новому выпуску еврооблигаций Московского кредитного банка объемом 200 млн долл. и погашением через три года. По информации СМИ, предварительный ориентир по доходности к погашению составляет 8%. Банк решил воспользоваться относительно благоприятной ситуацией на мировых рынках капитала (недавно успешно разместились Металлоинвест и Северсталь) и вновь выпустить еврооблигации. Мы полагаем, что смягчение напряженности в отношении долговых проблем Греции и, соответственно, улучшение настроений на рынках, будут способствовать более высокому инвестиционному спросу на эти бумаги. Напомним, что в конце прошлого года МКБ планировал выйти на рынок с евробондами со схожим объемом (до 300 млн долл.) и сроком обращения до пяти лет, организовав роудшоу, однако впоследствии отказался от размещения ввиду неблагоприятной конъюнктуры.

**МКБ – динамичный универсальный банк средних размеров,** работающий в московском регионе. По данным Интерфакса, на конец 1 п/г 2011 г. он занял 21-е место по размеру активов, поднявшись с 26-го места, которое он занимал по итогам 2010 г. Банк предоставляет широкий спектр услуг как юридическим лицам, так и населению, обслуживая порядка 22 тыс. корпоративных и свыше 277 тыс. частных клиентов. МКБ – один из самых прозрачных банков, впервые отчетность по US GAAP он представил в 1999 г., а с текущего года раскрывает отчетность на ежеквартальной основе. Первый рейтинг банку присвоило агентство Moody's в 2003 г., рейтинг от Fitch был получен в 2004 г., и на текущий момент рейтинги МКБ находятся на уровнях «В1» и «В+» соответственно, прогноз «Стабильный».

**Возможно появление известных иностранных акционеров.** С 1994 г. контролирующим акционером МКБ является Роман Авдеев, которому принадлежит более 99% акций банка. Благодаря наличию бизнеса в целом ряде иных отраслей (строительстве, сельском хозяйстве и др.), у Авдеева есть возможность поддерживать МКБ путем регулярных вливаний в капитал и отказываться от дивидендных выплат. В эмиссионных документах к выпуску еврооблигаций банк указал, что основной акционер ведет переговоры о продаже 10% акций банка Международной финансовой корпорации и ЕБРР. Если сделка будет успешно завершена, это станет хорошей новостью для держателей облигаций.

**Взрывной рост активов.** В кризис МКБ стал одним из немногих банков, сумевших существенно увеличить масштабы бизнеса. За два года – с начала 2009 г. по конец 2010 г. – совокупные активы банка выросли более чем в два с половиной раза – до 5,4 млрд долл. По нашему мнению, столь стремительный рост обусловлен двумя причинами.

#### Параметры выпуска

Эмитент	Московский кредитный банк
Кредитный рейтинг	- /В1/В+
Серия облигаций	СВОМ14
Дата размещения	-
Объем	от 200 млн долл.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	не предусмотрена
Закрытие книги заявок	-
Ориентир по доходности, %	8,0

#### Ключевые финансовые показатели

Московского Кредитного Банка, млн долл.

	2009	2010	1 кв. 2010
Денежная позиция	301	791	642
Совкуп. кред. портфель	2 001	3 499	4 166
Чистые кредиты	1 941	3 408	4 065
РВПС	(61)	(92)	(102)
Просроч. задолженность*	60	53	54
Задолженность банков	32	19	4
Финансовые активы	523	1 048	1 074
Активы	2 899	5 429	5 967
Средства клиентов	1 519	3 070	3 570
Долговые ценные бумаги	4 12	944	931
Средства ЦБ РФ	204	-	-
Средства банков	368	914	881
Собственный капитал	368	452	526
Чистый проц-ый доход	123	200	66
Отчисления в РВПС	(78)	(51)	(5)
ЧПД после резервов	46	149	61
Комиссионный доход	35	58	18
Операционная прибыль	106	231	85
Операционные расходы	(76)	(107)	(33)
Чистая прибыль	25	99	42
Чистая проц-ая маржа	5,7	5,6	5,4
ЧПМ после резервов	2,1	4,2	5,0
Доходность ср. активов	1,0	2,6	2,8
Доходность капитала	6,7	22,0	31,6
Затраты / доходы	0,4	0,4	0,4
Чистые кредиты / Депозиты	1,0	0,9	0,9
Доля ликвидных активов, %	30	34	29
РВПС, % кредитного портфеля	3,0	2,6	2,4
Проср. задолженность*, %	3,0	1,5	1,3
Капитал/Активы I уровня, %	12,7	8,3	8,8

Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

- Во-первых, это высокое качество активов, которое позволило банку сконцентрироваться на привлечении новых клиентов.
- Во-вторых, своевременное вливание средств контролирующим акционером, что позволяет банку кредитовать клиентов по вполне доступным ставкам на приемлемые сроки. Как следствие, на фоне снижения кредитной активности большинства банков в тот период МКБ смог переманить к себе часть их клиентской базы.

Примечательно, что МКБ не собирается останавливаться на достигнутом – согласно планам банка, в текущем году его активы вырастут на 30–35% с уровня 2010 г. до примерно 7,9 млрд долл., а к началу 2014 г. они составят 12,8–13,8 млрд долл. с долей кредитов в активах около 80% и долей розничных кредитов в кредитном портфеле примерно 30%. С нашей точки зрения, достижение этих показателей представляется вполне посильной задачей для банка. С одной стороны, благоприятная макроэкономическая конъюнктура будет способствовать росту кредитной активности как корпоративных, так и розничных клиентов, а с другой, опыт взаимодействия с юрлицами может оказаться полезным при перекрестных продажах розничных продуктов сотрудникам компаний-клиентов.

**Качество активов – одно из лучших на рынке.** МКБ сохраняет высокое качество кредитного портфеля, оставаясь по этому показателю одним из лидеров российского банковского сектора. Низкую долю «плохих» кредитов можно объяснить несколькими факторами.

- МКБ выполняет инкассаторские функции для большинства своих заемщиков, что является одним из важных направлений деятельности банка. Ежедневный мониторинг движения денежных средств клиентов позволяет банку отслеживать их финансовое состояние и оперативно реагировать при угрозе возникновения проблем. Кроме того, именно денежные потоки выступают в качестве обеспечения большей части торговых кредитов.
- Консервативное управление рисками в части выдачи кредитов и контроля над их обеспечением (по данным руководства МКБ, на начало текущего года обеспечение кредитного портфеля превышало 100%) позволило банку избежать существенного роста просроченной задолженности и снизить убытки от дефолтов.
- Упомянувшееся выше ограничение географии деятельности московским регионом также внесло свою лепту: в кризисный период ситуация в Москве была не столь тяжелой, а количество проблемных клиентов было ниже, чем в среднем по России.

По итогам 2010 г. доля кредитов, просроченных более чем на 90 дней, в кредитном портфеле МКБ составляла 1,5%, а за 1 кв. снизилась до 1,3%. Снижение обусловлено не только быстрым ростом кредитного портфеля, но и улучшением его качества. В абсолютном выражении объем просроченной задолженности (90+ дней) сократился в прошлом году до 53 млн долл., а за первые три месяца нынешнего года незначительно увеличился – до 54 млн долл. С учетом реструктурированных кредитов доля проблемных долгов находится на вполне комфортном уровне ниже 3%. После кризиса банк стал исповедовать более консервативный подход к формированию резервов на возможные потери – теперь они с запасом покрывают просроченную задолженность. В 2010 г. РВПС составляли 2,6% кредитного портфеля, а по итогам 1 кв. 2011 г. – 2,4%. Однако в условиях усиления конкуренции со стороны более крупных банков и борьбы за клиента качество выдаваемых кредитов может снизиться.

**Приемлемый риск портфеля ценных бумаг.** В прошлом году портфель ценных бумаг рос чуть быстрее активов и кредитного портфеля, увеличившись на 100% до 1,1 млрд долл. В результате его доля в активах за год выросла с 18% до 19%, однако уже в 1 кв. 2011 г. она вновь снизилась до 18%, и, как заявляет руководство МКБ, ожидается ее дальнейшее сокращение. При внушительном объеме портфеля ценных бумаг его структура, на наш взгляд, комфортная – доля высоконадежных государственных облигаций, а также корпоративных бумаг с рейтингом от «BBB+» до «B-» в 2010 г. выросла до 90% по сравнению с 88% в 2009 г. В отчетном квартале существенных изменений структуры портфеля ценных бумаг не зафиксировано – доля указанной категории бумаг осталась достаточно высокой и составила 86%.

**Достаточный уровень диверсификации базы фондирования.** Традиционно главным источником средств для МКБ выступают счета клиентов: их доля в активах на конец 1 кв. 2011 г. составляла 60%. Более половины депозитов формируется за счет вкладов населения, которые увеличились за первые три месяца 2011 г. на 24% до 2,1 млрд долл., а поскольку объемы остатков на счетах корпоративных клиентов за этот период выросли всего на 7% до 1,5 млрд долл., доля розничных депозитов в счетах клиентов повысилась до 58% с 54% в прошлом году. Объем долговых бумаг МКБ в 1 кв. 2011 г. снизился квартал к кварталу на 1% до 1,1 млрд долл., при этом доля облигаций в активах в настоящее время составляет 16%. Обязательства перед финансовыми институтами сократились в отчетном квартале на 3,6% до 0,9 млрд долл. (их доля уменьшилась с 17% в 2010 г. до 15% в 1 кв. 2011 г.), порядка 40 млн долл. из которых – субординированные кредиты. Еще одним положительным фактором мы считаем окончательное погашение кредитов ЦБ в прошлом году, тогда как их объем на начало 2010 г. составлял 204 млн долл.

**Невысокая капитализация.** В последние годы капитализация представляет собой слабое место МКБ, препятствующее повышению рейтингов банка. Стремительный рост активов предъявляет высокие требования к размеру капитала, и на фоне почти двукратного роста активов в 2010 г. показатель Капитал /Активы МКБ достиг минимального уровня 8%. В 1 кв. текущего года ситуация немного улучшилась – отношение выросло до 9%. Между тем нам представляется более целесообразным рассматривать достаточность капитала банка в контексте Базельских стандартов, то есть с учетом капитала II уровня, поскольку на последний приходится существенная часть капитализации. При оценке с позиции Базельских стандартов достаточность капитала находится на вполне комфортном уровне 14%. В целом мы не видим серьезных угроз кредитному качеству банка, а низкая капитализация МКБ скорее обусловлена спецификой стратегии акционера, вкладывающего в банк средства по мере необходимости, что в условиях достаточно благоприятной экономической ситуации не является критичным фактором. В прошлом году за счет субординированных кредитов совокупный капитал МКБ увеличился до 0,7 млрд долл., а по итогам первых трех месяцев текущего года он повысился на 16% до 0,8 млрд долл. Примечательно, что достаточно низкий уровень капитализации способствует сохранению показателя рентабельности капитала на высоком уровне – около 32% в 1 кв. 2011 г. (22% в 2010 г.). В текущем году у банка возникнуть не должно проблем с достаточностью капитала – финансовое вливание и чистая прибыль, которая в 2011 г. ожидается на уровне 4,5 млрд руб., обеспечат увеличение капитала на 10 млрд руб. и покроют заявленный рост активов. По нашим оценкам, капитализация банка позволяет ему относительно безболезненно пережить потенциальный рост просрочки, связанный с наращиванием активов, в среднем до 5–6% от кредитного портфеля.

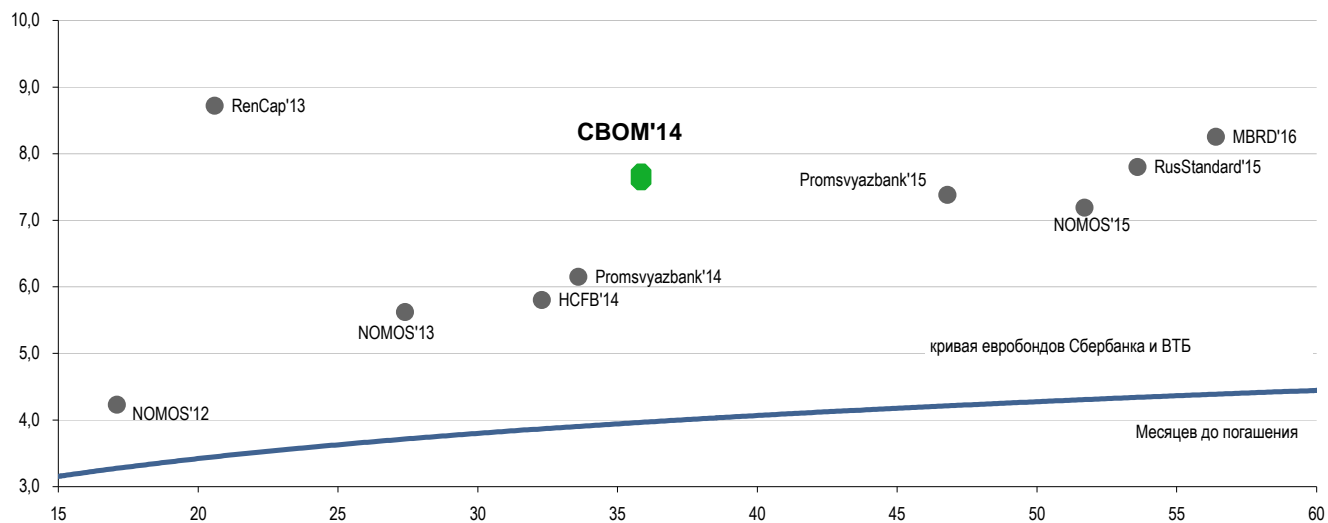
**Ликвидности достаточно.** На начало 2011 г. банку предстояло погасить или рефинансировать долговые обязательства на сумму 0,7 млрд долл., что с солидным запасом покрывалось денежными средствами в размере 0,8 млрд долл., а также портфелем ценных бумаг (торговым и до погашения) объемом 1 млрд долл. на конец 2010 г. В целом МКБ поддерживает долю ликвидных активов на высоком уровне – 34% по итогам 2010 г. и 29% по результатам 1 кв. 2011 г.

**Высокая эффективность и давление на рентабельность вследствие быстрого роста активов.** Чистый процентный доход (ЧПД) банка увеличился за 2010 г. на 62% до 200 млн долл., то есть его рост немного отстал от динамики кредитного портфеля, что неудивительно, учитывая высокие темпы кредитования. На фоне повышения качества активов в 2010 г. и снижения отчислений в РВПС (на 35% до 51 млн долл.) чистый процентный доход после резервов вырос у банка больше чем втрое по сравнению с показателем 2009 г. и составил 149 млн долл. Динамика комиссионных доходов также впечатляет – за 2010 г. они увеличились на 66% до 58 млн долл. В структуре комиссионных доходов львиную долю по-прежнему занимают доходы от инкассации (порядка 30%), однако наивысшие темпы роста наблюдались в части комиссий за переводы и расчеты. В 1 кв. текущего года МКБ продолжает показывать довольно динамичный рост: ЧПД – 66 млн долл., ЧПД после резервов – 61 млн долл., комиссионные доходы – 18 млн долл. На фоне стремительного роста активов чистая процентная маржа (ЧПМ) постепенно снижается: 5,4% по итогам 1 кв. 2011 г. против 5,6% в 2010 г. и 5,7% в 2009 г. И хотя по этому показателю МКБ в среднем уступает сравнимым банкам, последние, в силу более высокого уровня «просрочки» вынуждены направлять на формирование резервов гораздо большую часть ЧПМ, что оказывает давление на итоговый показатель прибыли. Кроме того, стоит отметить, что МКБ демонстрирует хороший контроль над расходами, в том числе на персонал, который позволяет банку сохранять показатель Затраты/Доходы на достаточно низком уровне – около 37%. Вся совокупность факторов привела к взрывному росту чистой прибыли: в 2010 г. – на 305% до 99 млн долл., а в 1 кв. 2011 г. – до 42 млн долл. Результат 1 кв. 2011 г. даже превышает показатель, зафиксированный по итогам всего 2009 г., таким образом, план руководства банка, предусматривающий получение в 2011 г. чистой прибыли в размере 160–180 млн долл., может быть выполнен. Рост чистой прибыли привел к ожидаемому эффекту в виде существенного повышения рентабельности – как средних активов (до 3%), так и капитала (до 32%).

**Ориентир организаторов предполагает щедрую премию.** В настоящий момент еврооблигации МКБ в обращении отсутствуют, и для целей позиционирования нового выпуска можно ориентироваться на бумаги сопоставимой дюрации: Промсвязьбанка (BB-/Ba2), ХКФБ (BB/Ba3/B+), Ренессанс Кредита (B/B3/B), Банка Русский Стандарт (B+/Ba2/B+). По информации СМИ, доходность нового выпуска МКБ может составить 8%, что предлагает премию к кривой долларовых свопов на уровне около 700 б.п., тогда как RusStandard'16 торгуется со спредом примерно 600 б.п. при сопоставимых масштабах и рейтингах этих кредитных организаций, по нашей оценке, разница в спредах не должна превышать 50 б.п. В то же время сопоставимые по срочности бумаги Промсвязьбанка и ХКФБ предлагают премию от 490 до 530 б.п., а значит, новый выпуск МКБ будет выше этих выпусков по доходности примерно на 200 б.п. Учитывая разницу в рейтингах и в кредитном качестве, мы полагаем, что справедливый уровень СВМ'14 находится в диапазоне 7,5–7,7% (премия к Промсвязьбанку и ХКФБ в размере около 150–170 б.п.) и не исключаем, что итоговая доходность окажется ниже ориентиров, иначе новые бумаги будут обладать потенциалом снижения доходности как минимум на 30 б.п.

### Хорошая премия к другим банкам

Доходности облигаций (по состоянию на 25 июля 2011 года), %



Источники: ММВБ, Sbonds.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

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazova@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

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

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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