

**17 февраля 2010**

## Рынок облигаций I ОАО «Московский Кредитный Банк» Первичное размещение МКБ-БО-01

<b>МКБ-БО-01</b>	
Кредитный рейтинг	Moody's: B1 / Fitch: B+
Объем эмиссии:	3 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B020101978B
Дата размещения:	22.02.2011
Оферта:	28.02.2013
Дата погашения:	22.02.2014
Купон (орг-ры):	9.0-9.5% (полугодовой)
УТР	9.20(1.89)-9.73(1.88)
<b>Мин. купон (ДОФР ПКБ)</b>	<b>8.85%</b>

ОАО «Московский Кредитный Банк» (МКБ) 18 февраля закрывает книгу заявок на первичное размещение рублевого выпуска биржевых облигаций МКБ-БО-01. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку новых облигаций МКБ являются следующие принципиальные моменты:

1. **значительный рост кредитного портфеля при улучшении кредитного качества при достаточном уровне капитала**
2. **рост прибыльности в соответствии с отраслевыми трендами**
3. **премия к вторичному рынку в размере 40 б.п. даже по нижней границе интервала организаторов**

### Активы МКБ: значительный рост при улучшении качества

На наш взгляд, кредитное качество МКБ является достаточным для покупки облигаций этого банка. За первое полугодие 2010 года в соответствии с опубликованной отчетностью МСФО МКБ удалось значительно улучшить основные показатели деятельности. Чистый кредитный портфель банка увеличился на 45,5%. При этом по отношению к концу первого полугодия 2009 г. кредитный портфель вырос более чем на 100%. Это один из самых сильных результатов среди крупнейших банков РФ. В соответствии с отчетностью МСФО, МКБ наиболее активно наращивал свое присутствие в сегментах кредитования физических лиц и отрасли строительных материалов, лизинге и металлургической отрасли.

На конец первого полугодия доля NPL снизилась с 2,2% до 1,5%. При этом покрытие проблемной задолженности резервами превышает ее объем почти на 80%. Мы подтверждаем высокое качество кредитного портфеля МКБ.

### Источники фондирования: снижение роли ЦБ в пользу рыночных инструментов

Банк продолжает снижать зависимость в фондировании операций от средств ЦБ, снизив объем кредитов от ЦБ с 6,1 млрд. руб. до 1 млрд. руб. В то же время акцент был сделан на выпуск облигаций и векселей. В первом полугодии 2010 г. был размещен выпуск МКБ-08 объемом 3 млрд. руб., по сути, заместивший выпуск МКБ-03 (2 млрд. руб., погашен 16/06/2010). Кроме того, в соответствии с отчетностью МСФО, МКБ существенно увеличил

объем выпущенных торговых векселей с 5,1 млрд. руб. до 13,9 млрд. руб. Также выросла роль средств клиентов (некредитных организаций), которые увеличили объем депозитов на счетах банка на 17,8 млрд. руб. (рост 39%). При этом на долю физических лиц пришлось 5,6 млрд. руб. из совокупного объема прироста.

## R&L: рост рентабельности в соответствии с отраслевыми трендами

МКБ, как и многие успешные банки, показал значительный рост рентабельности. В частности, ROEA увеличился с 7,5% до 21,7% (полугодие значение приведено к годовой базе). ROAA также вырос с 2,1% до 2,5%. Показатель расходы/доходы продолжает оставаться на достаточно низком уровне в районе 0,4X. В части маржинальности операций МКБ движется в русле основных отраслевых трендов.

Таблица 1. Финансовые показатели ОАО «МКБ» (МСФО)

тыс. руб.	2007	2008IIQ	2008	2009IIQ	2009	2010IIQ
<b>АКТИВЫ</b>	42 199 616	45 641 027	60 448 171	62 814 282	87 059 000	115 003 124
<b>Чистые кредиты</b>	26 630 128	32 698 606	39 839 113	42 364 294	58 290 515	84 833 761
<b>Ликвидные активы (денежные средства и депозиты в ЦБ)</b>	4 759 256	2 358 249	6 156 493	2 353 972	6 457 166	4 265 657
<b>Депозиты клиентов (без кредитных орг-ций)</b>	17 217 491	19 369 060	23 684 669	28 394 200	45 624 691	63 422 724
<b>Депозиты физ. лиц</b>	7 344 414	11 329 888	13 201 739	20 657 150	31 750 674	37 310 318
<b>Собственный капитал</b>	5 459 213	5 897 100	6 387 495	9 888 784	11 043 446	12 247 874
<b>ЧПД (после резервов)</b>	1 336 082	837 305	2 097 382	891 739	1 448 220	1 859 376
<b>Операционные доходы</b>	2 328 029	1 528 101	3 859 509	1 551 266	5 925 165	3 764 767
<b>Операционные расходы</b>	1 539 894	916 581	2 086 032	1 215 859	2 488 416	1 511 627
<b>Чистая прибыль</b>	487 998	408 222	1 031 745	268 563	779 962	1 261 155
<b>Доля Ссудной задолженности в Активах</b>	63.1%	71.6%	65.9%	67.4%	67.0%	73.8%
<b>Доля NPL в чистых кредитах</b>	0.2%	0.2%	2.8%	3.7%	2.2%	1.5%
<b>Достаточность Собственного капитала</b>	14.6%	13.6%	11.8%	16.4%	13.7%	11.1%
<b>Норма резервирования Ликвидные активы/Депозиты Клиентов</b>	0.8%	0.5%	1.3%	3.1%	3.1%	2.6%
<b>ЧПД (после резервов)/ Чистые кредиты (средние)</b>	16.1%	8.0%	16.6%	6.4%	11.4%	5.5%
<b>Расходы/Доходы</b>	5.8%	5.6%	6.3%	2.4%	3.0%	5.2%
<b>ROEA</b>	66.1%	60.0%	54.0%	78.4%	42.0%	40.2%
<b>ROAA</b>	10.2%	14.4%	16.8%	3.3%	7.5%	21.7%
<b>ROAA</b>	1.4%	1.9%	1.9%	0.4%	2.1%	2.5%

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

## Ликвидная позиция: сохранение комфортного уровня на 2011 г

В течение 2011 г. МКБ будет испытывать необходимость в рефинансировании текущих публичных займов. В частности, в марте погашается выпуск МКБ-04 (2 млрд. руб.), в мае предстоит прохождение оферты по МКБ-06 (2 млрд. руб.), в октябре – оферта по МКБ-08 (3 млрд. руб.). Размещение обсуждаемого МКБ-БО-01, судя по всему, снимает проблему погашения в марте четвертого выпуска. В дальнейшем, мы предполагаем, что и шестой, и восьмой выпуски, скорее всего, останутся в рынке. Помешать этому могут только форс-мажорные события на рынке рублевого долга, вероятность которых на данный момент мы оцениваем как невысокую. По данным РСБУ на конец III квартала 2010 г. объем ликвидных активов (денежных средств и депозитов в ЦБ) составлял 6,4 млрд. руб. Сохранение такой «подушки ликвидности» в течение 2011 г. позволит банку безболезненно пройти все назначенные оферты.

## Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 9,0-9,5% соответствует УТР 9,12-9,63% (дюрация до оферты – 1,91/1,90). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 291-343 б.п. Мы видим, что по наиболее ликвидным сериям МКБ спреда концентрируются в интервале 258-291 б.п. При этом дюрация МКБ-08 не позволяет в полной мере классифицировать спред по этому выпуску как устойчивый, поэтому мы предлагаем в большей степени опираться на значения спредов для выпусков шестой и седьмой серий (258-260 б.п.). В такой парадигме предложение организаторов предполагает премию к текущему рынку в размере около 40-95 б.п.

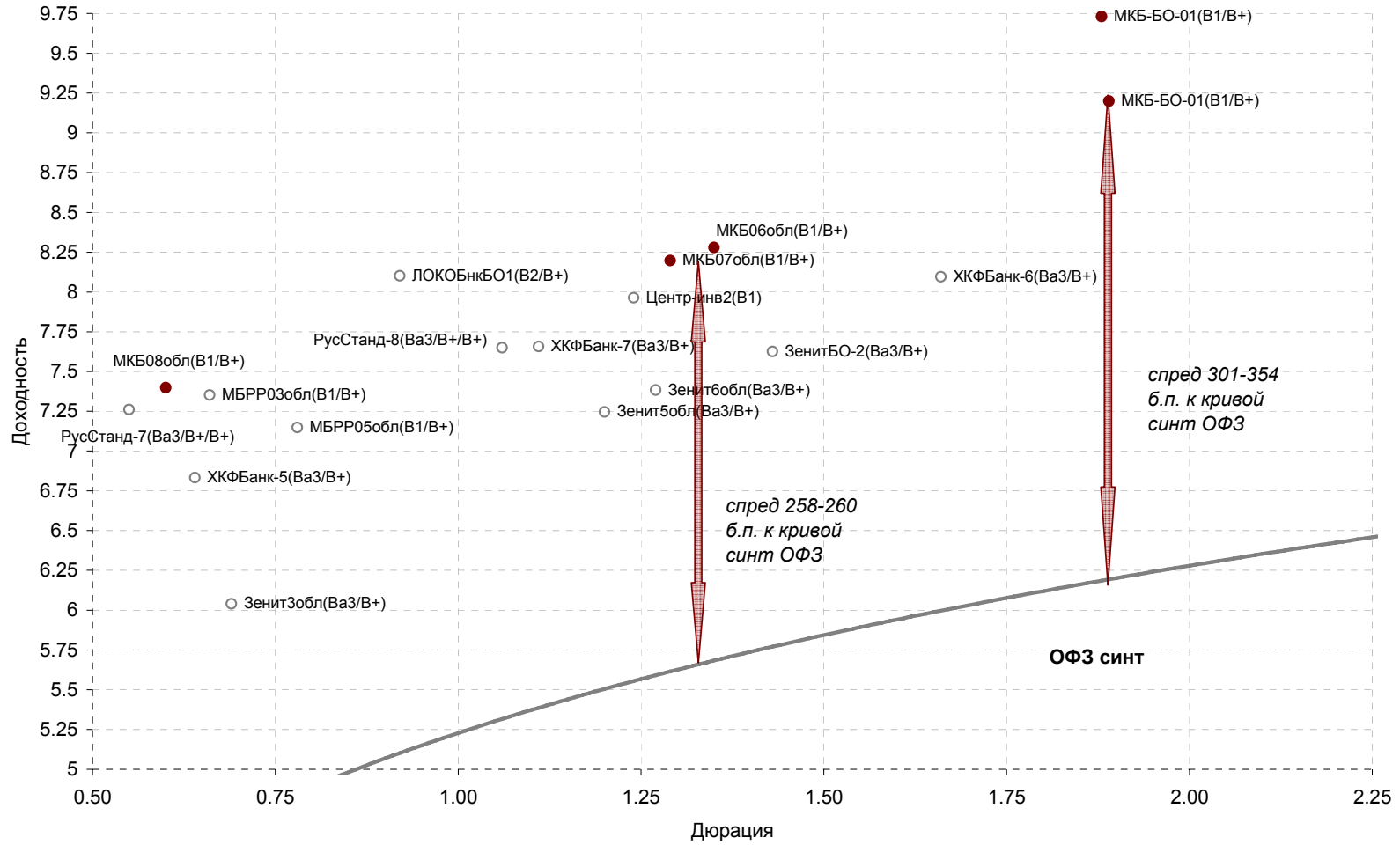
Мы полагаем, что этот факт будет отмечен инвесторами, участвующими в первичном размещении МКБ-БО-01, поэтому доходность на размещении может сложиться ниже ориентира организаторов на 10-15 б.п.

Выпуск	Объем, млрд. руб.	Дюрация	УТР, %	Спред к синт. ОФЗ, б.п.
ЗенитБО-2(Ва3/В+)	5	1.43	7.63	186
ЗенитЗобл(Ва3/В+)	3	0.69	6.04	137
Зенит5обл(Ва3/В+)	5	1.2	7.25	174
Зенит6обл(Ва3/В+)	3	1.27	7.38	179
ЛОКОБанк5(В2/В+)	2.5	0.42	7.95	404
ЛОКОБнкБО1(В2/В+)	2.5	0.92	8.10	300
МБРР03обл(В1/В+)	3	0.66	7.35	275
МБРР05обл(В1/В+)	5	0.78	7.15	230
РусСтанд-7(Ва3/В+/В+)	5	0.55	7.26	294
РусСтанд-8(Ва3/В+/В+)	5	1.06	7.65	233
ХКФБанк-5(Ва3/В+)	4	0.64	6.83	228
ХКФБанк-6(Ва3/В+)	5	1.66	8.10	210
ХКФБанк-7(Ва3/В+)	5	1.11	7.66	227
Центр-инв2(В1)	3	1.24	7.96	241
<b>МКБ06обл(В1/В+)</b>	<b>2</b>	<b>1.35</b>	<b>8.28</b>	<b>260</b>
<b>МКБ07обл(В1/В+)</b>	<b>2</b>	<b>1.29</b>	<b>8.20</b>	<b>258</b>
<b>МКБ08обл(В1/В+)</b>	<b>3</b>	<b>0.6</b>	<b>7.40</b>	<b>294</b>
<b>МКБ-БО-01(В1/В+)</b> <b>(ориентир орг-ров)</b>	<b>3</b>	<b>1.89</b>	<b>9.20</b>	<b>301</b>
<b>МКБ-БО-01(В1/В+)</b> <b>(ориентир орг-ров)</b>	<b>3</b>	<b>1.88</b>	<b>9.73</b>	<b>354</b>

На наш взгляд, участвовать в первичном размещении имеет смысл даже по нижней границе интервала. Однако, учитывая возможный переспрос, мы предлагаем выставлять заявки по купону на уровне 8,85% (УТР=9,05%). Даже такой уровень будет предполагать премию к вторичному рынку в размере 25 б.п.

**Алексей Бизин**  
ведущий аналитик

# ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование МКБ-БО-01



### Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

**Покупать** – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

**Держать** – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

**Продавать** – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

### Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

**Покупать** – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

**Держать** – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

**Риск** – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

### Методологическая информация

**Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ)** – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели ОАО Банк «Петрокоммерц», В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

Головная организация:  
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24  
Телефон: +7(495) 411-6411  
Факс: +7(495) 623-3607  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [welcome@pkb.ru](mailto:welcome@pkb.ru)

Аналитическое управление:  
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А  
Телефон: +7(812) 332-3751  
Факс: +7(812) 332-3751  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [research@pkb.ru](mailto:research@pkb.ru)

## Аналитика

Потребительский сектор / Химия  
Металлургия/Строительство  
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент  
[dorofeev.e.a@pkb.ru](mailto:dorofeev.e.a@pkb.ru)

Сырьевые рынки / Экономика  
Сурикова Наталья, MA in Economics  
[surikova.n.v@pkb.ru](mailto:surikova.n.v@pkb.ru)

Денежный рынок / Валютный рынок  
Харлампиев Дмитрий, к.э.н  
[kharlampiev.d.n@pkb.ru](mailto:kharlampiev.d.n@pkb.ru)

Телекоммуникации / Медиа  
Машиностроение  
Бизин Алексей  
[bizin.a.v@pkb.ru](mailto:bizin.a.v@pkb.ru)

*Настоящий материал был подготовлен специалистами Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».*

*Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.*

*Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.*

*ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.*

*© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.*