

12 апреля 2010

Рынок облигаций I ОАО «Московский Кредитный Банк» Первичное размещение МКБ-БО-04

МКБ-БО-04	
Кредитный рейтинг	Moody's: B1 / Fitch: B+
Объем эмиссии:	5 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B020401978B
Дата размещения:	15.04.2011
Оферта:	19.10.2012
Дата погашения:	15.04.2014
Купон (орг-ры):	8.25-8.50% (полугодовой)
УТР	8.42(1.45)-8.68(1.44)
Мин. купон (ДОФР ПКБ)	8.05%

ОАО «Московский Кредитный Банк» (МКБ) 13 апреля закрывает книгу заявок на первичное размещение рублевого выпуска биржевых облигаций МКБ-БО-04. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку новых облигаций МКБ являются следующие принципиальные моменты:

1. **значительный рост кредитного портфеля при улучшении кредитного качества и достаточном уровне капитала**
2. **рост прибыльности в соответствии с отраслевыми трендами**
3. **премия к вторичному рынку в размере 30 б.п. даже по нижней границе интервала организаторов**

Результаты 2010 года

По итогам года чистый ссудный портфель банка увечился на 78%, при этом во втором полугодии кредитная организация показала более скромные темпы роста (22% против 46% в первом). По итогам года МКБ (28 место по размеру активов) зафиксировал один из самых сильных результатов в части роста кредитного портфеля среди крупнейших банков РФ. В соответствии с отчетностью МСФО, МКБ наиболее активно наращивал свое присутствие в сегментах кредитования физических лиц, строительной и финансовой отраслях. На конец года доля NPL снизилась с 2,2% до 1,0%. Мы подчеркиваем высокое качество кредитного портфеля МКБ.

Большую роль в структуре активов МКБ в 2010 году стали играть вложения в торговые ценные бумаги, доля которых в структуре баланса увеличилась с 14% до 17%. Около 50% портфеля ценных бумаг в денежном исчислении представлены облигациями эмитентов с кредитным рейтингом выше BBB-.

МКБ обладает достаточной подушкой ликвидности. Доля сверхликвидных активов (денежные средства и средства на счетах в ЦБ) по итогам года составила 9% от валюты баланса. Данные статьи на 12% покрывают общую сумму депозитов клиентов (кредитных и некредитных организаций).

Банк избавился от зависимости в фондировании операций средствами ЦБ, полностью выплатив 6,1 млрд. руб. – остаток на начало 2010 года. В то же время, акцент был сделан на выпуске 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 по итогам 2010 г., МКБ существенно увеличил объем выпущенных торговых векселей с 5,1 млрд. руб. до 17,6 млрд. руб. Уже в новом году был размещен дебютный выпуск биржевых облигаций объемом 3 млрд. руб. (замещение МКБ-04 на 2 млрд. руб.).

Выросла роль средств клиентов (некредитных организаций), которые нарастили депозиты на счетах банка на 47,9 млрд. руб. (рост 105%). При этом на долю физических лиц пришлось 19,0 млрд. руб. из совокупного объема прироста. Прирост по депозитным счетам ускорился во второй половине года, отражая маркетинговые усилия команды МКБ.

Однако еще более впечатляющую динамику в пассивной части баланса показал счет «Депозиты кредитных организаций», который прирос на 152%. Основными генераторами увеличения счета послужили расчеты по сделкам РЕПО, увеличившиеся с 3,2 млрд. руб. до 11,2 млрд. руб., синдицированные займы (с 1,8 млрд. руб. до 5,2 млрд. руб.) и срочные депозиты (с 5,3 млрд. руб. до 10,2 млрд. руб.). При этом в отчетности МКБ отмечается наличие трех кредитных организаций, чьи отдельные доли превышают 10% от общего размера статьи.

МКБ, как и многие успешные банки, показал значительный рост рентабельности. В частности, ROEA увеличился с 7,5% до 25,2%. ROAA также вырос с 2,1% до 2,4%. 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	2008	2009IIQ	2009	2010IIQ	2010
АКТИВЫ	42 199 616	60 448 171	62 814 282	87 059 000	115 003 124	165 470 643
Чистые кредиты	26 630 128	39 839 113	42 364 294	58 290 515	84 833 761	103 852 309
Ликвидные активы (денежные средства и депозиты в ЦБ)	4 759 256	6 156 493	2 353 972	6 457 166	4 265 657	14 214 957
Депозиты клиентов (без кредитных орг-ций)	17 217 491	23 684 669	28 394 200	45 624 691	63 422 724	93 555 780
Депозиты физ. лиц	7 344 414	13 201 739	20 657 150	31 750 674	37 310 318	50 725 247
Собственный капитал	5 459 213	6 387 495	9 888 784	11 043 446	12 247 874	13 767 095
ЧПД (после резервов)	1 336 082	2 097 382	891 739	1 448 220	1 859 376	4 526 761
Операционные доходы	2 328 029	3 859 509	1 551 266	5 925 165	3 764 767	8 660 065
Операционные расходы	1 539 894	2 086 032	1 215 859	2 488 416	1 511 627	3 367 744
Чистая прибыль	487 998	1 031 745	268 563	779 962	1 261 155	3 021 376
Доля Ссудной задолженности в Активах	63.1%	65.9%	67.4%	67.0%	73.8%	62.8%
Доля NPL в чистых кредитах	0.2%	2.8%	3.7%	2.2%	1.5%	1.0%
Достаточность Собственного капитала	14.6%	11.8%	16.4%	13.7%	11.1%	9.1%
Норма резервирования	0.8%	1.3%	3.1%	3.1%	2.6%	2.7%
Ликвидные активы/Депозиты Клиентов ЧПД (после резервов)/ Чистые кредиты (средние)	16.1%	16.6%	6.4%	11.4%	5.5%	11.7%
	5.8%	6.3%	2.4%	3.0%	5.2%	5.6%
Расходы/Доходы	66.1%	54.0%	78.4%	42.0%	40.2%	38.9%
ROEA	10.2%	16.8%	3.3%	7.5%	21.7%	25.2%
ROAA	1.4%	1.9%	0.4%	2.1%	2.5%	2.4%

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

Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 8,25-8,50% соответствует YTP 8,42-8,68% (дюрация до оферты – 1,45/1,44). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 320-347 б.п. Мы видим, что по наиболее ликвидным сериям МКБ (первый биржевой выпуск и восьмая серия) спреда на данный момент оцениваются в интервале 278-346 б.п. При этом результаты восьмой серии в силу низкой дюрации не могут быть признаны релевантными для анализа первичного размещения четвертой биржевой серии. В такой парадигме предложение организаторов предполагает премию к текущей кривой МКБ в размере 29-56 б.п. В сравнении с банками, обладающими аналогичными кредитными рейтингами от международных агентств, МКБ предлагает одну из наиболее высоких премий к суверенной кривой. Более того, при дюрации более года более высокий спред зафиксирован только по выпуску облигаций КБ «Центр-Инвест», объем активов которого более чем в три раза ниже, чем у МКБ.

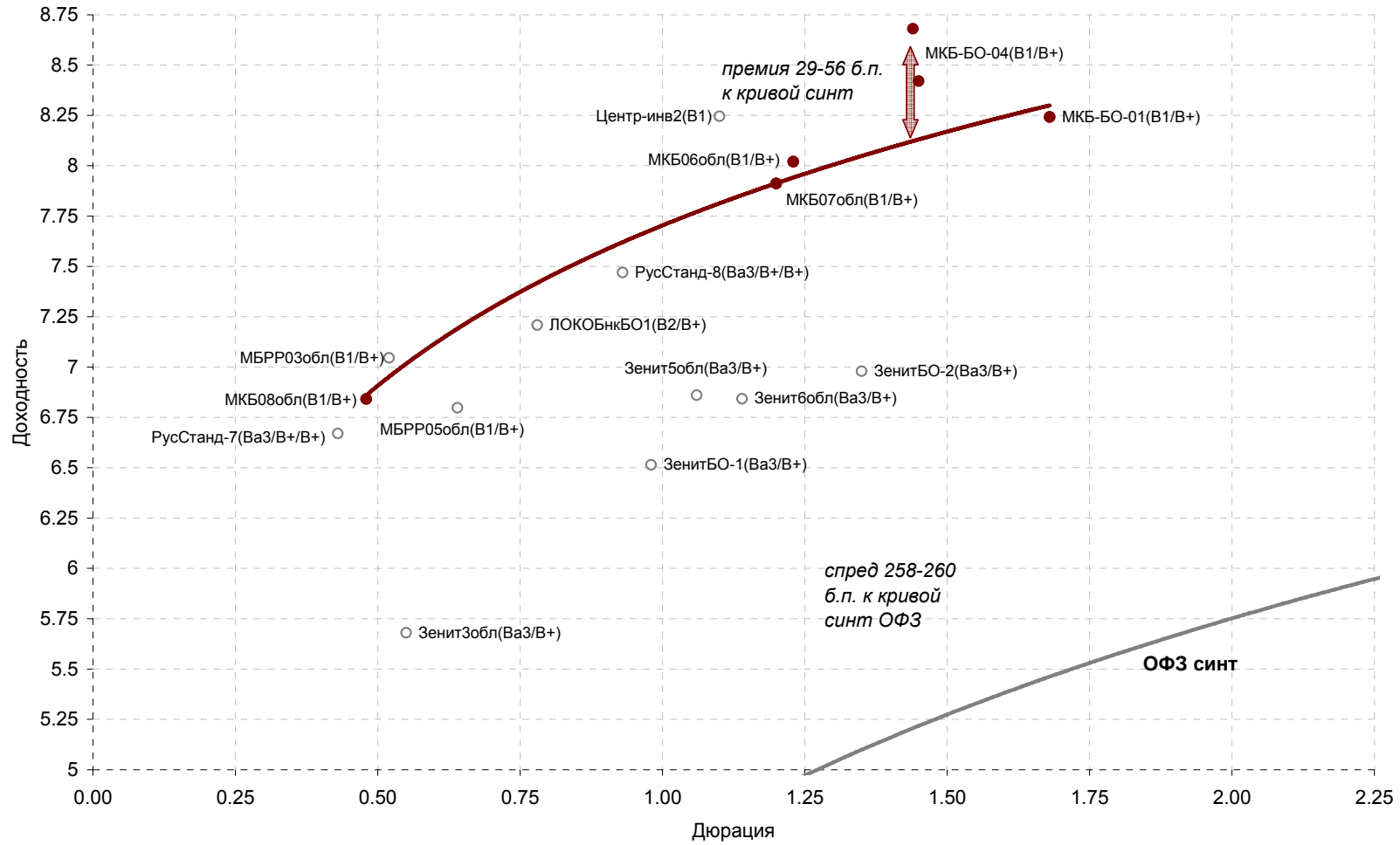
Выпуск	Объем, млрд. руб.	Дюрация	YTP, %	Спред к синт. ОФЗ, б.п.
ЗенитБО-1(Ва3/В+)	5	0.98	6.51	195
ЗенитБО-2(Ва3/В+)	5	1.35	6.98	188
ЗенитЗобл(Ва3/В+)	3	0.55	5.68	207
Зенит5обл(Ва3/В+)	5	1.06	6.86	216
Зенит6обл(Ва3/В+)	3	1.14	6.84	202
ЛОКОБнкБО1(В2/В+)	2.5	0.78	7.209	302
МБРР03обл(В1/В+)	3	0.52	7.05	353
МБРР05обл(В1/В+)	5	0.64	6.80	294
РусСтанд-7(Ва3/В+/В+)	5	0.43	6.67	347
РусСтанд-8(Ва3/В+/В+)	5	0.93	7.47	299
ХКФБанк-5(Ва3/В+)	4	0.50	6.64	319
ХКФБанк-6(Ва3/В+)	5	1.55	7.43	210
ХКФБанк-7(Ва3/В+)	5	0.97	7.55	299
Центр-инв2(В1)	3	1.1	8.25	349
МКБ06обл(В1/В+)	2	1.23	8.02	308
МКБ07обл(В1/В+)	2	1.20	7.91	301
МКБ08обл(В1/В+)	3	0.48	6.84	346
МКБ-БО-01(В1/В+)	3	1.68	8.24	278
МКБ-БО-04(В1/В+) (ориентир орг-ров)	3	1.45-1.44	8.42-8.68	320-347

Мы полагаем, что освещенные нами факторы будут отмечены инвесторами, участвующими в первичном размещении МКБ-БО-04, поэтому доходность на размещении может сложиться ниже ориентира организаторов на 10-20 б.п.

На наш взгляд, участвовать в первичном размещении имеет смысл по нижней границе интервала. Однако, учитывая возможный переспрос, мы предлагаем выставлять заявки по купону на уровне 8,05% (YTP=8,21%). Даже такой уровень будет предполагать премию к вторичному рынку в размере 10 б.п.

Алексей Бизин
ведущий аналитик

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование МКБ-БО-01



Источник: ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

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
E-mail: 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
E-mail: research@pkb.ru

Аналитика

Потребительский сектор / Химия
Металлургия/Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
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.