

**Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «МКБ»**

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

**Ключевые моменты:**

- ✓ 100% акций банка принадлежит единственному акционеру – Роману Авдееву;
- ✓ высокая вероятность поддержки со стороны собственника;
- ✓ ЧПД до вычета резервов вырос в 1 кв. 2011 года на 60,4% до 1 925 млн. рублей;
- ✓ отчисления в резервы продолжают падать, в 1 кв. 2011 они составили 143,5 млн. рублей, что на 52,3% меньше 1 кв. 2010 года;
- ✓ высокие уровни рентабельности: рентабельность по чистой прибыли в 2010 году выросла до 21,9%, а рентабельность активов – до 1,8%;
- ✓ высокая диверсификация кредитного портфеля в разрезе заемщиков и отраслей: в конце 1 кв. 2011 года на 10 крупнейших заемщиков приходилось 14,6% кредитного портфеля;
- ✓ высокое качество кредитного портфеля: уровень просроченной задолженности в 1 кв. 2011 года – 1,6% ссудного портфеля;
- ✓ резервы покрывают просроченную задолженность на 153,1%;
- ✓ относительно низкий уровень достаточности капитала – главная уязвимость банка.

**Параметр выпуска:**

Выпуск	МКБ-14
Объем размещения	200 млн. долл.
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организаторов),%	8,0
Доходность к погашению (оценка UFS),%	7,9-8,0
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	-/B1/B+

Показатели	2009	2010	1 кв. 2011
Кредитный портфель/активы, %	67,0%	62,8%	68,1%
Кредиты/депозиты, %	127,8%	109,2%	113,8%
Просроченная задолженность/кредиты, %	3,8%	2,1%	1,6%
Резервы/кредиты, %	3,0%	2,6%	2,5%
Резервы/просроченная задолженность, %	79,7%	128,0%	153,1%
Достаточность капитала 1 уровня	12,3%	8,8%	8,9%
Общая достаточность капитала	14,0%	13,6%	13,6%
Рентабельность активов, %	0,9%	1,8%	2,9%
Рентабельность капитала, %	7,1%	21,9%	32,4%
Чистая процентная маржа, %	6,4%	5,6%	5,1%

Источник: данные эмитента, расчеты UFS

**Финансовые результаты: рекордные доходы продолжают расти.**

Банк продолжает демонстрировать последовательный рост финансовых результатов. В 2010 году ЧПД увеличился на 55,0% и достиг уровня в 6 066,6 млн. рублей. Отчисления в резервы сократились на 37,5% до 1 539,8 млн. рублей, благодаря снижению уровня просроченной задолженности. Это позволило увеличить ЧПД после начисленных резервов до рекордных 4 526,8 млн. рублей. Непроцентные расходы в 2010 году росли быстрее, чем непроцентные доходы, главным образом за счет увеличения заработных плат и прочих административных затрат. Доходы, не связанные с кредитованием, увеличились почти на 29% и достигли уровня в 2 594 млн. рублей. Рост непроцентных доходов связан, в основном, с увеличением комиссионного вознаграждения, которое выросло на 47,6% до 1 757,9 млн. рублей, что говорит об успешном развитии услуг, не связанных с кредитованием.

Успешное расширение бизнеса в сфере кредитования и предоставления дополнительных услуг позволило ОАО «МКБ» увеличить чистую прибыль по итогам года почти в 4 раза с 780 млн. рублей в 2009 году до 3 021 млн. рублей в 2010 году.

В 1 кв. 2011 году позитивные тенденции, отмеченные выше, не только сохранились, но и усилились. Так, показатель ЧПД вырос относительно аналогичного периода предыдущего года на 60,4% до 1 925 млн. рублей. Отчисления в резервы продолжают



падать, хотя банк пока не преступил к их восстановлению, что связано с консервативной политикой в области управления кредитными рисками. Отчисления в резервы в 1 кв. 2011 составили 143,5 млн. рублей, что на 52,3% меньше 1 кв. 2010 года. ЧПД после создания резервов увеличился почти в 2 раза и составил 1 782,2 млн. рублей.

**Показатели отчета о прибылях и убытках в 2009-2011 годах, млн. рублей (по МСФО)**

Показатели	2009	2010	Изм. 2010/2009	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2011/1 кв. 2010
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>3 913,6</b>	<b>6 066,6</b>	<b>55,0%</b>	<b>1 200,0</b>	<b>1 925,7</b>	<b>60,4%</b>
Отчисления в РВПС	2 465,3	1 539,8	-37,5%	300,8	143,5	-52,3%
<b>Чистый процентный доход после РВПС</b>	<b>1 448,2</b>	<b>4 526,8</b>	<b>212,6%</b>	<b>899,2</b>	<b>1 782,2</b>	<b>98,2%</b>
Непроцентные доходы	2 012,0	2 593,5	28,9%	834,1	726,0	-13,0%
Непроцентные расходы	2 488,4	3 367,7	35,4%	643,7	1 005,6	56,2%
Прибыль до налогообложения	971,4	3 753,0	286,3%	1 090,0	1 503,0	37,9%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>780,0</b>	<b>3 021,0</b>	<b>287,3%</b>	<b>877,1</b>	<b>1 211,0</b>	<b>38,1%</b>

*Источник: данные эмитента, расчеты UFS*

Негативно выглядит динамика увеличения темпов роста непроцентных расходов, которые выросли на 56,2%. Заработная плата выросла на 53,1%, а административные расходы увеличились на 68,1%. Еще один минус – это сокращение непроцентных доходов, которые упали на 13,0%, за счет сильного снижения доходов, получаемых от инвестиций в ценные бумаги. При этом, получаемые комиссионные продолжили расти и достигли уровня в 517,0 млн. рублей.

В итоге, чистая прибыль в 1 кв. 2011 года увеличилась на 38,1% до 1 211,0 млн. рублей.

Банк демонстрирует одни из лучших показателей рентабельности в отрасли. Связано это как со стабильно высоким объемом чистой прибыли, так и с относительно низким уровнем достаточности капитала. Так, рентабельность по чистой прибыли в 2010 году выросла до 21,9%, а рентабельность активов – до 1,8%. При этом, снижение чистой процентной маржи соответствует среднеотраслевым тенденциям: в 1 кв. 2011 ЧПМ снизилась с 5,6% до 5,1%.

В целом, мы позитивно оцениваем динамику финансовых результатов банка. Начиная с 2008 года ЧПД банка стабильно растет. Улучшение финансового состояния заемщиков значительно снизило размер отчислений в резервы. Чистая прибыль банка только за 1 кв. 2011 года оказалась выше, чем за весь 2008 год. Кроме того, банк уже в этом году приступит к восстановлению резервов, которые в настоящий момент составляют 2 890,6 млн. рублей. Это позволит еще больше увеличить чистую прибыль. Негативно пока выглядит только значительный рост операционных расходов, в особенности затрат на персонал, увеличение которых опережает среднеотраслевые показатели.

## **Финансовое состояние**

### **Качество активов одно из лучших в отрасли**

В 2010 году активы банка продемонстрировали значительный рост, увеличившись на 90,1%(!) с 87 059 млн. рублей до 165 470,6 млн. рублей. Основу роста банковских активов составило увеличение кредитного портфеля на 78,2% до 103 852,3 млн. рублей. Отметим, что кредитный портфель банка вырос почти в 1,5 раза даже в кризисный 2009 год. В 1 кв. 2011 года объем кредитного портфеля продолжил расти, он увеличился на 11,3% до 115 556,9 млн. рублей.

Кредитный портфель банка довольно хорошо диверсифицирован по заемщикам и отраслям. На 10 крупнейших заемщиков приходится только 14,6% ссудного портфеля банка. При этом, на самую крупную отрасль – потребительскую электронику и компьютерную технику – приходится только 10,5% совокупного кредитного портфеля.



Последние несколько лет качество кредитного портфеля банка является одним из лучших среди банков TOP-50 по чистым активам. Так, в кризисный 2009 год, доля просроченной задолженности в совокупном кредитном портфеле составила 3,8%. В дальнейшем рост кредитного портфеля привел к уменьшению доли просроченной задолженности. В конце 1 кв. 2011 года ее объем составил 1 888,6 млн. рублей, что ниже на 13,4% уровня конца 2010 года.

Банк отличается высоким консерватизмом в управлении кредитными рисками. В частности, коэффициент Резервы/просроченная задолженность составил 128% в конце 2010 года, а по итогам 1 кв. 2011 года увеличился до 153,1%.

**Показатели баланса банка в 2009-2011 годах, млн. рублей, (по МСФО)**

Показатели	2009	2010	Изм. 2010/2009	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2011/1 кв. 2010
Денежные средства и их эквиваленты	8 629,8	23 336,4	170,4%	17 160,9	-26,5%
Резервы в Банке России	401,0	756,6	88,7%	1 081,6	43,0%
Средства в других банках	957,7	587,0	-38,7%	121,9	-79,2%
Инвестиции в ценные бумаги	15 707,3	31 936,8	103,3%	30 542,8	-4,4%
Кредитный портфель	58 290,0	103 852,3	78,2%	115 556,9	11,3%
<i>Просроченная задолженность</i>	<i>2 288,3</i>	<i>2 182,0</i>	<i>-4,6%</i>	<i>1 888,6</i>	<i>-13,4%</i>
<i>Наисленные резервы</i>	<i>1 824,2</i>	<i>2 793,1</i>	<i>53,1%</i>	<i>2 890,6</i>	<i>3,5%</i>
Основные средства и НМА	2 616,4	4 255,1	62,6%	4 244,4	-0,3%
Порочие активы	456,3	746,4	63,6%	915,0	22,6%
<b>Итого активы</b>	<b>87 059,0</b>	<b>165 470,6</b>	<b>90,1%</b>	<b>169 623,7</b>	<b>2,5%</b>
Собственный капитал	11 043,5	13 767,1	24,7%	14 957,8	8,6%
Депозиты Банка России	6 129,2	0,0	-	0,0	-
Средства других банков	11 052,9	27 863,3	152,1%	25 059,0	-10,1%
Средства клиентов	45 624,7	95 088,0	108,4%	101 503,8	6,7%
Выпущенные долговые ценные бумаги	12 385,9	27 251,1	120,0%	26 480,3	-2,8%
Прочие пассивы	822,9	1 501,1	82,4%	1 622,8	8,1%
<b>Итого пассивы</b>	<b>87 059,0</b>	<b>165 470,6</b>	<b>90,1%</b>	<b>169 623,7</b>	<b>2,5%</b>

*Источник: данные эмитента, расчеты UFS*

Ликвидность банка не вызывает опасений, хотя доля абсолютно ликвидных средств в активах сократилась с 14,1% на начало года до 10,1% по итогам 1 квартала.

**Низкая достаточность капитала – слабое звено эмитента**

Основу фондирования эмитента – около 60,0% составляют депозиты клиентов. За 1 квартал текущего года объем клиентских средств вырос на 6,7% до 101 503,8 млн. рублей. Еще около 15,6% пассивов приходится на выпущенные облигации; их объем составил 26 480,3 млн. рублей. В настоящий момент все бонды представлены рублевыми облигациями, 4 млрд. рублей из которых предстоит погасить в 2012 году, еще около 13 млрд. рублей – в 2014 году. Заметим, что размещаемый евробонд – не дебютный для эмитента. В 2006 году МКБ уже выпускал еврооблигации на \$100 млн., которые были погашены в 2009 году. В текущем году банк разместил два рублевых выпуска облигаций на сумму 10 млрд. рублей.

Единственным слабым звеном в деятельности банка, пожалуй, является сравнительно низкий уровень достаточности капитала. Его значительное уменьшение произошло в 2010 году и связано с резким ростом активов банка. По итогам 2010 года достаточность капитала 1 уровня снизилась до 8,8% с 12,3% в 2009 году. Общий уровень достаточности капитала также уступает основным банкам-аналогам, в частности, в 2010 году он был равен 13,6%, как и по итогам 1 кв. 2011 года.

Заметим, что в расчет общей величины капитала включены субординированный кредит от ЕБРР на 511,7 млн. руб., субординированный кредит от Черноморского банка торговли и развития на 568,6 млн. рублей, а также субординированный кредит на 6 000



млрд. рублей от Wellcreek Corp., бенефициаром которого является единственный владелец эмитента – Роман Авдеев. Поддержка от собственника смягчает риск потери финансовой устойчивости в связи с недостаточностью собственного капитала. В частности, г-н Авдеев с 2007 по 2011 годы осуществил несколько вливаний в капитал банка на общую сумму 15,4 млрд. рублей. Для Романа Авдеева – МКБ является основным бизнесом. Поэтому высока вероятность сохранения поддержки банка со стороны собственника.

### Позиционирование займа

При определении справедливого уровня доходности будем опираться на еврооблигации Номос-банка и Промсвязьбанка. Все три банка являются крупнейшими частными банками России. Правда как Номос-банк, так и Промсвязьбанк превосходят эмитента по масштабам бизнеса и имеют большую географическую диверсификацию деятельности.

Сильнее выглядят аналоги и по показателям достаточности капитала. В то же время, МКБ значительно опережает Номос-банк и Промсвязьбанк по темпам роста активов, рентабельности деятельности и качеству кредитного портфеля.

На рублевом долговом рынке облигации МКБ торгуются со спрэдом к кривой доходности Промсвязьбанка на уровне 140-150 б.п. Проецируя этот спред на рынок евробондов, получаем доходность в районе 7,8-7,9%. По нашему мнению, нужно добавить премию в размере 10 б.п. за потенциальную низкую ликвидность. Таким образом, справедливая доходность будет находиться в диапазоне 7,9-8,0%.

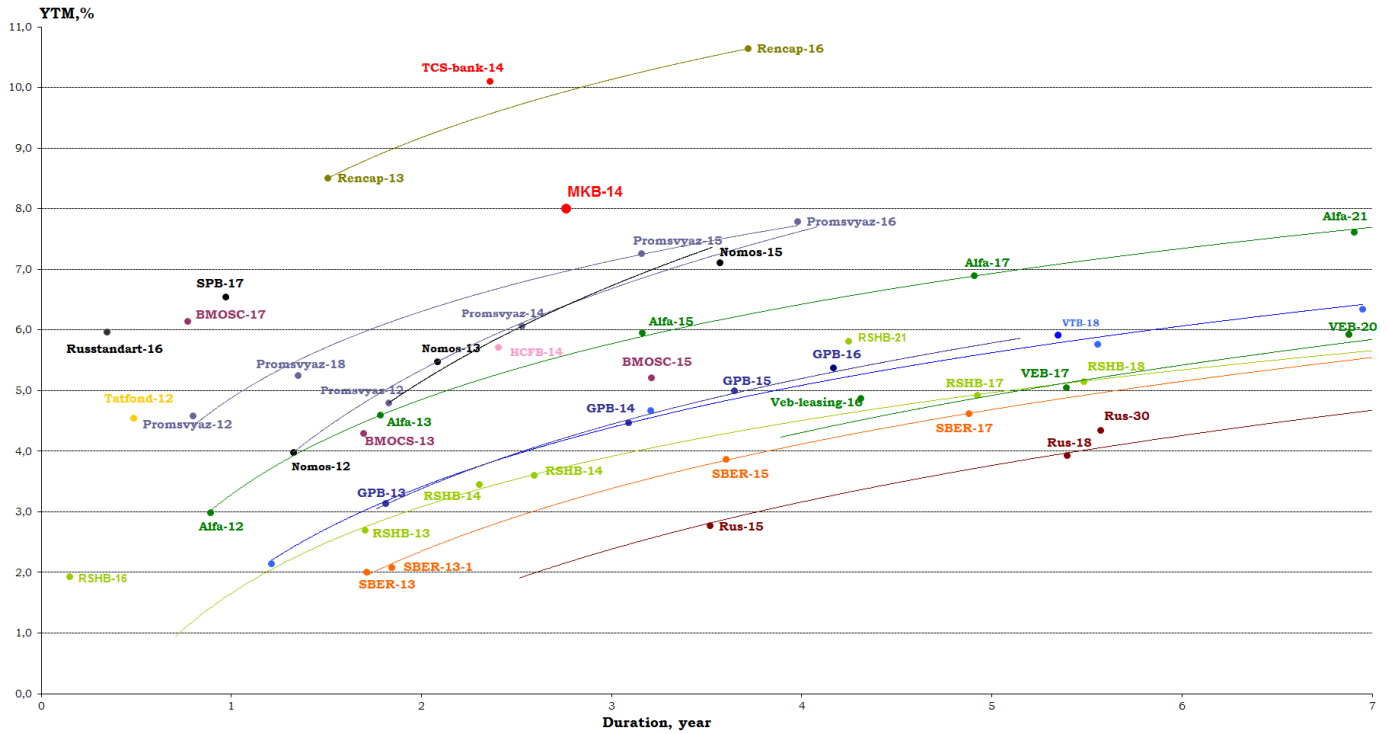
Мы рекомендуем участвовать в размещении, т.к. сравнительно высокое кредитное качество эмитента и низкий уровень дюрации определяет «защитность» инструмента, что важно в условиях высокой неопределённости, которая существует сейчас на глобальных финансовых рынках.

Показатели МКБ, Номос-банка и Промсвязьбанка на 1 кв. 2011 года (по МСФО)			
Показатели	МКБ	Номос-банк	Промсвязьбанк
Активы	169 623,7	569 688,0	471 213,0
ЧПД	1 925,7	6 171,0	4 613,0
Чистая прибыль	1 211,0	3 241,0	651,0
Кредитный портфель/активы,%	68,1%	62,3%	65,3%
Кредиты/депозиты,%	113,8%	112,8%	104,9%
Просроченная задолженность/кредиты,%	1,6%	2,6%	9,4%
Резервы/кредиты,%	2,5%	4,3%	11,2%
Резервы/просроченная задолженность,%	153,1%	166,8%	119,1%
Достаточность капитала 1 уровня	8,9%	11,2%	10,2%
Общая достаточность капитала	13,6%	15,9%	14,2%
Рентабельность активов,%	2,9%	2,3%	0,6%
Рентабельность капитала,%	32,4%	21,2%	5,8%
Чистая процентная маржа,%	5,1%	-	4,2%

*Источник: данные компании, расчеты UFS*



Оценка справедливого уровня доходности МКБ-14 на 26 июля 2011 года.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

