

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
12 апреля 2013 г.

Nb **НОМОС БАНК**

 **ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ
БАНК**

МФК (ВЗ/-/-)

МФК – первичное предложение.

Во второй половине апреля ОАО АКБ «МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КЛУБ» (МФК) планирует открыть книгу заявок на облигации серии 01 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир по ставке купона 11-11,5%, что соответствует доходности к оферте через 1 год 11,3-11,83%. Срок обращения бумаг – 3 года.

МФК позиционирует себя как финансовый институт для крупных корпоративных и частных состоятельных клиентов. Входит в ТОП-100 кредитных организаций по величине активов (86 место). Однако, на наш взгляд, основное внимание участников рынка при размещении будет направлено не на их качество, а на акционерную структуру, которая задает весь «тон» деятельности эмитента. Среди ключевых моментов, определяющих инвестиционную привлекательность МФК, мы отмечаем акционерную и юридическую структуру, низкий уровень NPL (90+), структуру фондирования с сокращающимся объемом депозитов юрлиц, рост прибыли и падение маржинальности, а также высокий запас ликвидности.

– Ключевые акционеры. На наш взгляд, во многом деятельность банка определяется его акционерным составом: М.Прохоров (напрямую и через ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД) – 47,44%, А.Абрамов (один из бенефициаров Evraz Group) – 19,71%, В.Вексельберг (собственник группы Ренова) – 19,71%, Е.Игнатова (ООО «Рисонт-Холдинг», супруга С.Чемезова) – 13,14%. Отметим, что ранее М.Прохоров, который, судя по всему, был инициатором и данного проекта, уже участвовал в структуре с похожим названием – «Международная финансовая компания», впоследствии присоединенной к Росбанку. Росбанк был продан SG, зато М.Прохоров «зашел» в капитал Группы Ренессанс.

Также в кризис был приобретен АКБ «МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КЛУБ» – (20 ноября 2008 года, тогда еще АПР-Банк). С тех пор вырос в рэнкинге с 277 места до 86 места по размеру активов. Правда, основной скачок произошел в первые два года после смены собственника. Интересно, что в 2009 году предправления МФК А.Попов озвучивал следующее: «Считаем, что в ближайшие 2 года нам по силам войти в 20-ку крупнейших банков страны по величине собственных средств, капитала и активов. Группа ОНЭКСИМ приняла решение об инвестировании в «МФК» до 500 млн долл., это будет осуществляться траншами в течение текущего и следующего годов по мере того, как банк будет набирать обороты...». Однако в 2011-2012 годах банк рос сравнительно более медленными темпами. Кроме того, в 2012 году его покинул один из акционеров – С.Керимов (как и прочие акционеры, зашел в капитал в начале 2010 года в рамках допэмиссии), продавший 19,71%, и вошла компания ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД.

Среди «плюсов» отметим, что акционеры постоянно пополняют капитал кредитной организации. Так, последнее вливание прошло через транш субординированного кредита объемом 10 млн долл. в декабре прошлого года. По состоянию на 1 апреля текущего года достаточность капитала (Н1) банка смотрелась высокой – 15,22% (min 10%).

Елена Федоктова
Fedotkova_ev@nomos.ru

- Корпоративная структура. Обращаем внимание, что у банка есть дочерняя компания ООО «ВДМ Кредит», основным направлением деятельности которой, согласно МСФО, является реструктуризация проблемной задолженности и нормализация финансового положения компаний-заемщиков в рамках партнерства с АСВ. Кроме того, МФК выступал, по данным сайта эмитента, финансовым консультантом для Миракс Групп и ритейлера «Топ-книга», и проявлял интерес к санации Межпромбанка. В своей презентации эмитент также указывает, что среди направлений деятельности присутствует «покупка «плохих» долгов для их последующей перепродажи». На наш взгляд, это несет в себе дополнительные риски для кредитного качества банка.
- Низкий уровень NPL (90+). Судя по МСФО, деятельность по реструктуризации задолженности не влияет на качество активов самого банка: уровень NPL (90+) остается скромным – порядка 1%. Впрочем, учитывая, что банк в большей степени концентрируется на «клубных» сделках, это не удивительно. С другой стороны, в структуре портфеля присутствуют кредиты «с пересмотренными в 2012 году условиями» на сумму 3,2 млрд руб. или 8,9% кредитного портфеля. Эмитент не поясняет, что это за задолженность. Соответственно, если речь идет о реструктуризации, потенциально качество кредитов может ухудшиться. В «плюс» банку отметим, что отраслевой состав портфеля довольно разнообразен: торговля – 19%, услуги – 18%, финансы – 16%, строительство и недвижимость – 12% и т.д. На 21 клиента, согласно МСФО, приходится 55% выданных кредитов. Судя по расшифровке операций со связанными сторонами, объем кредитов аффилированным структурам мал – менее 1%.
- Основа фондирования – средства физлиц. В основе фондирования банк лежат средства клиентов, причем, принимая во внимание развитое направление Private Banking, неудивительно, что 55% из них приходится на физические лица. При этом зависимость от денежных потоков владельцев у банка невысока, что можно назвать положительным моментом, особенно на фоне недавнего выхода из капитала одного из акционеров. По данным МСФО, на связанные стороны приходится менее 12% всех средств клиентов. В презентации также подтверждается, что на акционеров и их деятельность приходится менее 10% пассивов (на конец 2012 года). Тем не менее, все же отметим некоторую концентрацию по контрагентам – на 20 крупнейших вкладчиков приходится 54% депозитов.

В 2012 году объем вложений рос не столь активно, как активы в целом – «+15%» против «27%». Таким образом, размещение облигационного займа не только поможет диверсифицировать структуру обязательств, но и поддержит темпы роста бизнеса эмитента. Хотя, на наш взгляд, снижение динамики привлечения средств может выступать тревожным сигналом стагнации, особенно на фоне изначально озвученных высоких темпов развития.

- Рост прибыли и падение маржинальности. Оценить эффективность деятельности банка однозначно довольно сложно: в 2011 и 2012 годах результаты заметно различались, а 2010 год банк закончил с убытком. В целом можно сказать, что просматривается положительная динамика: если в 2011 году прибыль стремилась к нулю, то по прошлому году отраженные цифры уже можно назвать среднерыночными (RoAA – 2%, RoAE – 20%, NIM – 5,7%). В 2011 году давление на прибыль оказывали операции с ценными бумагами и высокие операционные расходы. В 2012 году оба фактора были нивелированы, что позволило отразить прибыль в объеме 970 млн руб. Тем не менее, мы обращаем внимание, что маржинальность основной деятельности банка снижается: NIM сократился с 6,3% до 5,7%, что, на наш взгляд, связано с ростом стоимости фондирования (с 4,6% до 5,9%). Вероятно, таким образом банк боролся за привлекательность своих услуг, однако избежать оттока все же не удалось, и объем средств юрлиц сократился с 21,1 млрд руб. до 18,6 млрд руб., хотя средняя стоимость размещения заметно выросла - с 2,9% до 5,2%. Кроме того, замещение средств юрлиц более дорогими розничными депозитами играло не в пользу МФК.
- Высокий запас ликвидности. Liquidity gap на отрезке до 1 месяца на конец года составлял 8,1 млрд руб. Коэффициент мгновенной ликвидности (H2) по РСБУ более чем в 4 раза превышал требуемый минимум – 68,99% против 15% min. Имея высокий запас ликвидности, банк выступает нетто-кредитором на рынке МБК. Однако здесь оговоримся, что могут быть некоторые «нарекания» в портфелю облигаций банка (9,9 млрд руб.), который на 38% состоит из бумаг с рейтингом «В+» и ниже, при этом на инвестиционный уровень («BBB-» и выше) приходится довольно скромные 27%.

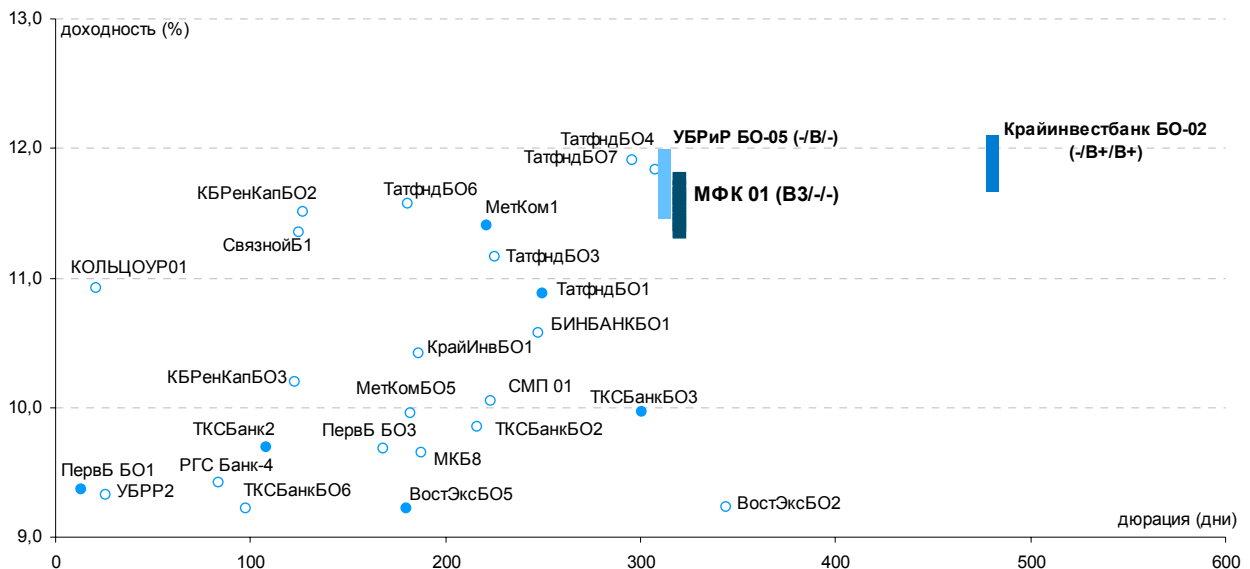
В настоящее время на долговом рынке есть несколько предложений со стороны эмитентов с рейтингом «В1/В3» и «В+/В-»: УБРИП (-/В/-) и Крайинвестбанк (-/В+/В+). Причем доходности по ним несколько выше, несмотря на более высокие рейтинги и более крупные масштабы бизнеса. Это снижает привлекательность участия в выпуске МФК. На наш взгляд, на этом фоне участие в займе соотрится интересным ближе к верхней границе обозначенного диапазона.

Аудированные финансовые показатели банка по МСФО

Показатели отчетности, млн руб.	2010	2011	2012	Изменение за 2012г.,%
Активы	32 179	41 679	53 083	27,4%
Денежные средства	183	456	553	21,3%
Доля в активах	0,6%	1,1%	1,0%	---
Кредиты (net)	16 411	27 483	35 480	29,1%
Кредиты (gross)	n/a	27 728	35 807	29,1%
Доля в активах	51,0%	65,9%	66,8%	---
NPL (>90дн.)	n/a	1,02%	1,00%	---
Резервы / NPL	n/a	0,87	0,92	---
Кредиты / Средства клиентов	0,64	0,76	0,85	---
уровень резервов	n/a	0,9%	0,9%	---
Вложения в финансовые активы	7 029	6 713	10 436	55,4%
Доля в активах	21,8%	16,1%	19,7%	---
Средства клиентов	25 528	36 045	41 530	15,2%
Доля в активах	79,3%	86,5%	78,2%	---
Капитал	4 286	4 410	5 268	19,4%
Доля в пассивах	13,3%	10,6%	9,9%	---
Коэффициент достаточности капитала (H1)	16,0%	12,0%	12,7%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2010	2011	2012	Изменение за 2012г.,%
Чистые процентные доходы (до резервов)	~ 900	1 814,6	2 269,0	25,0%
Чистые комиссионные доходы	n/a	157,7	211,2	33,9%
Создание резервов под обесценение	n/a	-5,0	-81,3	---
Операционные доходы**	n/a	1 428,1	2 828,3	98,0%
Операционные расходы	n/a	-1 315,8	-1 551,5	17,9%
Прибыль	~ -400	123,7	969,6	683,7%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2012	Изменение за 2012г.,%
Рентабельность капитала (ROAE)	отриц.	2,8%	20,0%	+17,2 п.п.
Рентабельность активов (ROAA)	отриц.	0,3%	2,0%	+1,7 п.п.
NIM	n/a	6,3%	5,7%	-0,6 п.п.
Cost / Income ratio	n/a	92,1%	54,9%	-37,3 п.п.

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций (10.04.2013)



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

ТЭК

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков 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.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.