

Alenka Capital

vk.com/alenskapital

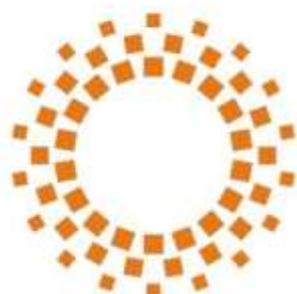
Инвестиционная идея №5

02.07.2015

МДМ-Банк. Банковский сектор.

	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал
МДМ-Банк	2	7,44	272%

Как и говорил ранее, напишу обзоры по всем инвестиционным идеям из своего портфеля для иллюстрации стратегии. Июнь был крайне загруженным, это обзор по идее, которая может реализоваться в ближайшее время. Из моего портфеля на РТС, который выкладываю в группе, зимой реализовалась идея с Енисейским речным пароходством, частично ДНПП, остальные ждут своего часа, так что написать успею.



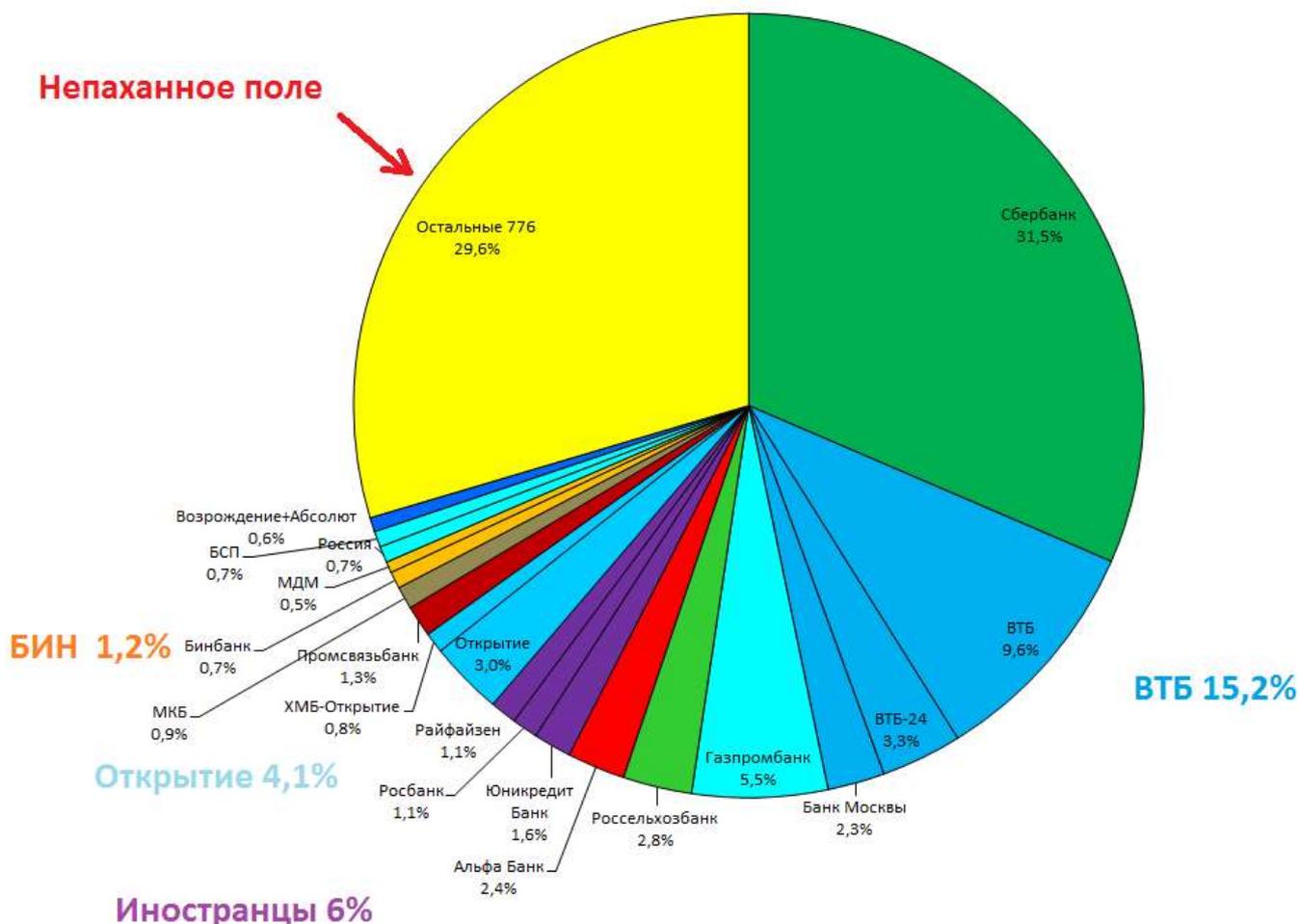
МДМ Банк

Традиционно мои читатели и подписчики говорили – МДМ токсичный плохой банк, с некачественными активами, он жертва банковского кризиса. Это как говорить, что Магнит хорошая компания, а ТКС-банк самый передовой. Безусловно, я не спорю с этими утверждениями и подтверждаю их. Более того, почти два года назад начал писать, о том, что грянет финансовый кризис и одной из его главных жертв станет токсичный банковский сектор. Но весь вопрос в цене, не так ли? Магнит по 1000 рублей (P/E=3) за акцию еще можно рассмотреть к покупке, МДМ-банк по 20 рублей (P/Bv=2,6) безумно дорог. Но у нас другие цены и другое соотношение потенциал/риск.

Банковский сектор России сам по себе интересен тем, что это растущий сектор, а также тем, что, несмотря на зачистку Эльвиры Набиуллиной, банков по-прежнему почти 800. Консолидация сектора неизбежна, а за кризисом всегда идет оживление. Почти треть активов банков у Сбербанка, еще треть у ТОП-10, остальное это огромное множество банков, в основном региональных.

ВТБ пытается завершить формирование своей группы. Ранее присоединили Транскредитбанк к ВТБ-24, теперь ожидается объединение ВТБ-24 и Банка Москвы, а далее уже присоединение самого ВТБ-24 к ВТБ. Сливается Возрождение и Абсолют. Можно описать как несколько частных игроков начали скупать банки. Это прежде всего банковская группа Открытие, объединившаяся с НОМОС-Банком и купившая несколько крупных игроков. Экспансия БИН-банка также была заметна, в Красноярске они купили местный ведущий банк Кедр, входивший ранее в ТОП-100. Особо интересен сектор тем, что торгуемых банков из 800 с трудом наберется два десятка. Параллельно недавно прошли какие-то странные IPO Промсвязьбанка и МКБ. Лопнули Траст, Мособлбанк, Мастер-банк и почти сотня других мелких банков. Что-то происходит с Уралсибом. Сектор трансформируется это очевидно всем. Если госбанки доминируют, то среди частных разгорелась битва за наименование **самый крупный частный банк**.

Доля рынка по активам



Традиционно инвесторы торгуют акциями Сбербанка или ВТБ. Два госбанка это почти половина банковской системы России. В тяжелые времена банки не зарабатывают, но в кризис оценки ушли значительно ниже 1 капитала. Следующая диаграмма иллюстрирует как иногда заблуждаются российские инвесторы. Были моменты когда Сбербанк был оценен в разы выше собственных средств. Сейчас привилегированные акции торгуются исходя из оценки в 0,5 капитала. Это крайне консервативная оценка и бумага является идеальной для покупателя в ликвидный портфель. Соответственно эта диаграмма показывает, что надо смотреть вперед, а не в зеркало заднего вида.



Последние IPO и M&A в России проходят исходя из **оценки банков в 1 капитал**. Ликвидные акции не самого качественного, но второго в стране ВТБ, также торгуются исходя из этих мультипликаторов.

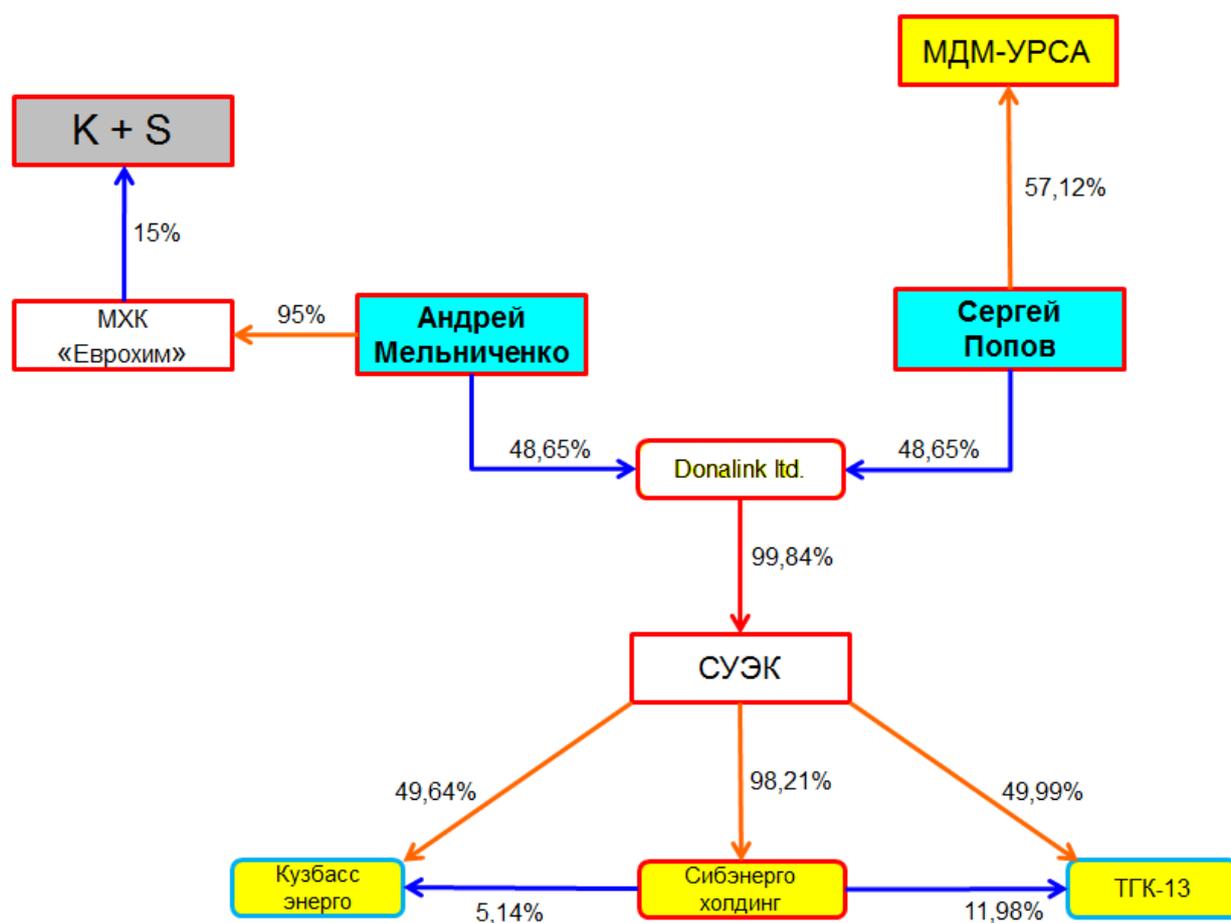
В расчете на консолидацию и прохождение кризиса, я на опережение купил акции двух банков из ТОП-30. Покупал только исходя из низкой рыночной оценки банковского капитала в расчете на M&A и переоценку после оживление сектора. Как уже говорил, в периоды эйфории банки оцениваются в несколько капиталов, в периоды кризисов можно купить 1 рубль за 30 копеек или дешевле.

Один из таких дешевых банков, точнее самый дешевый это МДМ. С октября 2013 по декабрь 2014 я методично купил 322800 акций (1/12000 УК) по 1,87 рубля за бумагу. Акции торгуются на РТС-Board, но ранее они торговались на ММВБ в виде префов с фиксированным дивидендом, затем были конвертированы в обычку после громкого скандала в 2011 (дважды не выплатили дивиденд гарантированный по уставу).

Моя идея происходила из того, что несмотря на то, что банк до сих пор разгребал последствия поглощения УРСА (страдающий гигантоманией Игорь Ким объединял и объединяет десятки региональных банков, накачивая вес и видимо не следил за качеством активов) его главный акционер Сергей Попов что-то с ним сделает.

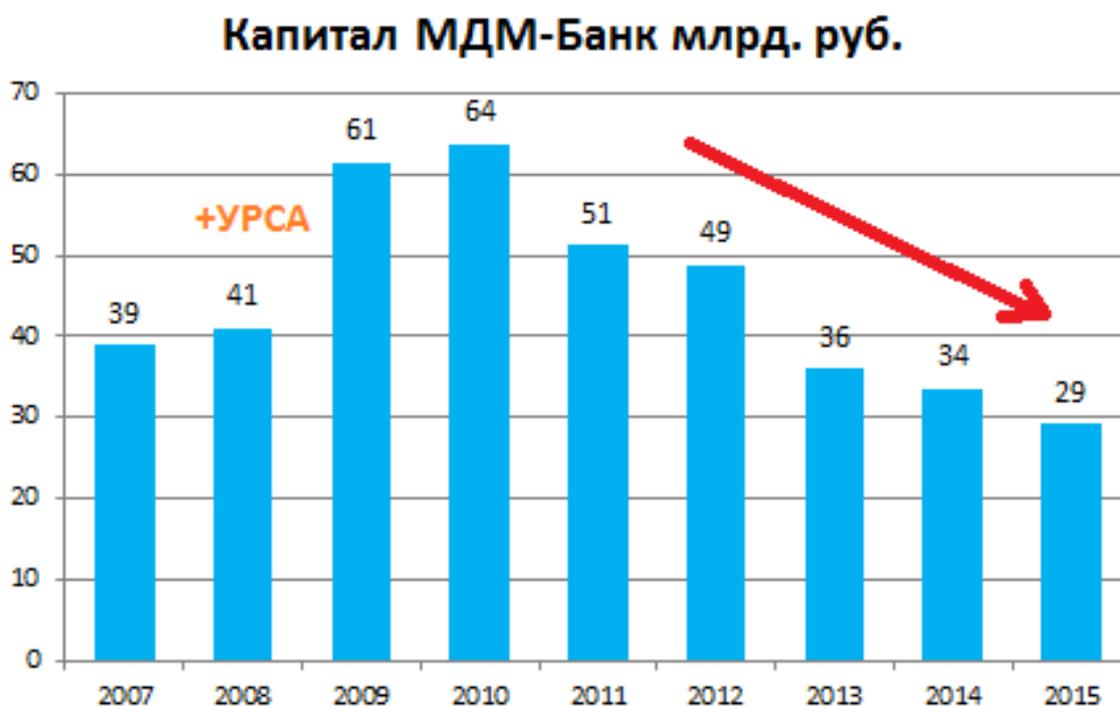
Многие помнят, что начиная с 2000 группа МДМ Сергея Попова и Андрея Мельниченко скупила множество дешевых на тот момент активов и создала три холдинга (СУЭК, Еврохим и ТМК). Это была головокружительная серия M&A.

В ТМК у них было заключено «револьверное соглашение» с бывшим акционером Синарского трубного завода Дмитрием Пумпянский, получившем 33% холдинга за свой актив. И Пумпянский переиграл МДМ, смог вырвать контроль.



Позже СУЭК много вложил в скупку акций РАО ЕЭС и региональных энергокомпаний, стремясь продлить производственную цепочку. В какой-то момент партнеры начали делить группу. Еврохимом плотно занялся Мельниченко. Банк решил развивать Попов (хотя изначально это был актив Мельниченко). Он затеял слияние с УРСА стремясь попасть в десятку. СУЭК временно был в паритетном владении.

Потом Мельниченко выкупил и СУЭК, выделив из него энергетическую СГК, купил в 2011 через Еврохим и СУЭК Мурманский морской порт для экспорта удобрений и угля в Европу. То есть он вложился в перспективные ресурсы, уголь и удобрения, построил мирового уровня корпорации с огромной долей рынка и инвестировал более \$10 млрд. в их развитие. Сергей Попов же все эти годы наблюдал как МДМ деградирует.



Второй за последнее время кризис должен был его простимулировать или отрезать. Тут было три варианта.

1. От продажи доли в СУЭКе у него остался кэш и он мог его направить на докапитализацию банка, а также на скупку таких же токсичных активов. Была информация, что МДМ мог санировать Траст или купить Уралсиб. Также он выкупил долю Игоря Кима в 2012, точнее ее выкупил сам МДМ, но это было косвенное свидетельство того что на тот момент Попов еще думал о том, что банк это надолго. **Акции для этой сделки были оценены в 14,4 рубля.**
2. МДМ мог ему надоест, радости банк не приносил и он мог его продать, что собственно и произошло в июле 2015. Продать за бесценок он никак не мог, думаю это дело чести, пришлось бы признать что выбрал неправильный путь. Так как банк был дешевый, то премия к оферте была существенная, но дело осложнялось тем, что банк терял капитал и соответственно апсайд постепенно сокращался.
3. Банк мог в крайнем случае с трудом пережить кризис и в 2016-2017 выйти в плюс, отдача от 30 млрд. капитала могла перекрыть капитализацию равную на тот момент 4 млрд. рублей.

МДМ, из-за различных слияний УРСА-Банка с другими учреждениями, достался довольно нетипичный для российском компании акционерный капитал. Кстати в 2009 именно МДМ-Банк присоединили к зарегистрированному в Новосибирске УРСА-Банку (объединившиеся в 2006 Уралвнешторгбанк и Сибкадембанк), но переименовали объединенный банк в МДМ.

Структура акционерного капитала

Тип	Количество акций	Номинальная стоимость акции, руб.	В % от капитала	Статус
Обыкновенные акции	3 865 149 987	1	98,48%	
Привилегированные акции с определенным размером дивиденда	150 000	1	0,004%	
Привилегированные акции 2 типа	—	—	—	Конвертированы в обыкновенные акции в апреле 2007
Привилегированные акции 3 типа, конвертируемые в обыкновенные акции	—	—	—	Конвертированы в обыкновенные акции в ноябре 2011
Привилегированные акции 4 типа	1 415 280	1	0,04%	
Привилегированные акции 5 типа	1 210	1	0,00003%	
Привилегированные акции 6 типа	21 450	1	0,0005%	
Привилегированные акции 7 типа	2 530 800	1	0,06%	
Привилегированные акции 8 типа	55 710 289	1	1,42%	
Всего акций	3 924 979 016		100,00%	

Те самые знаменитые префы, с фиксированным дивидендом в \$0,08 как раз от УРСА. Их поменяли в 2011 на обычку.

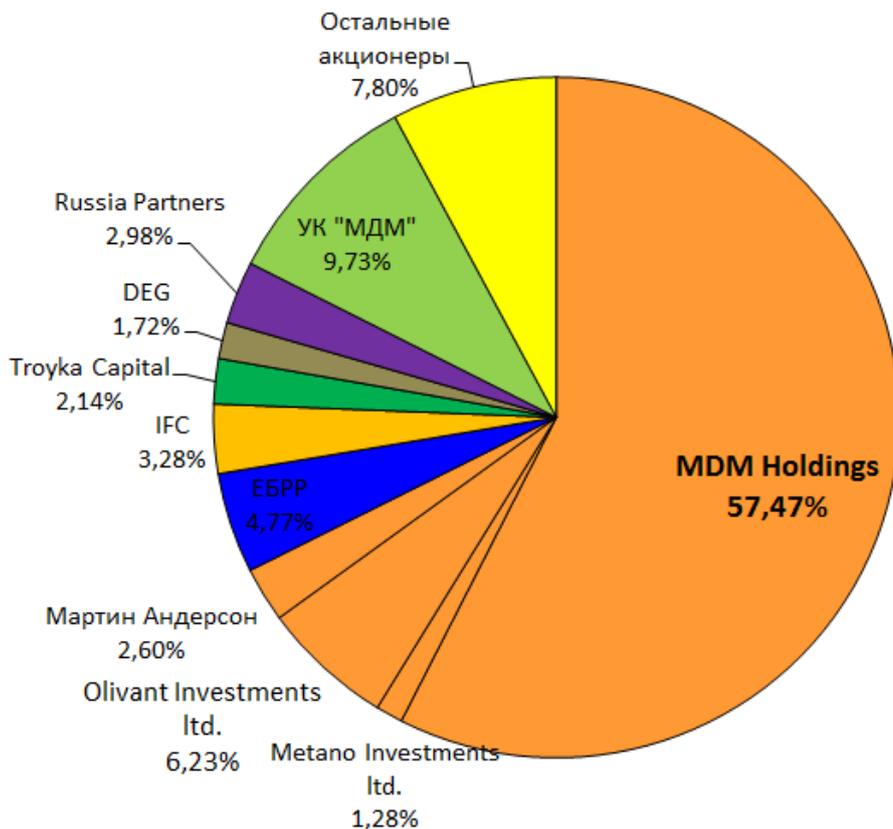
Привилегированные акции предоставляют их владельцам право на получение дивидендов, объявляемых периодически Советом директоров и утверждаемых Общим собранием акционеров, в порядке, описанном ниже:

- владельцы привилегированных акций первого типа – 10% от номинальной стоимости акций в год;
- владельцы привилегированных акций четвертого типа – 10% от номинальной стоимости акций в год;
- владельцы привилегированных акций пятого типа – 100% от номинальной стоимости акций в год;
- владельцы привилегированных акций шестого типа – 110% от номинальной стоимости акций в год;
- владельцы привилегированных акций седьмого и восьмого типов не имеют установленных дивидендных выплат.

Инвесторы в августе 2011 могли **продать свои бумаги самому МДМ-банку по 16,4 рубля**. То есть те акционеры, кто не согласился на конвертацию, продавали бумаги или в рынок или самому банку. Однако часть бумаг все же осталась на руках. Это довольно небольшие пакеты физиков и видимо остальное у институциональных инвесторов. Пакет выкупленный у несогласных всего 0,2%.

Итак, нам известно из сообщений в СМИ 30 июня 2015, что **акционеры БИНбанка (не сам БИНбанк) покупают долю Сергея Попова в 57,47% акций** исходя из оценки банка в 1 капитал. При этом была специально озвучена свежая оценка капитала после больших убытков начала года и эта цифра сейчас равна **29,2 млрд. рублей**.

Акционеры МДМ-банка



Михаил Шишханов подтвердил, что будет сделана оферта миноритариям. Она направляется даже исходя из структуры сделки. Во-первых оранжевым цветом обозначены дружественные Попову акционеры, а за Metano Investments стоит он сам. Мартин Андерсен это партнер Сергея Попова. Арнольд Лукман из Olivant вошел в капитал МДМ еще в 2007, до слияния с УРСА. В СМИ говорилось только пока о покупке пакета MDM Holdings в 58,36% голосов или 57,47% УК. Попов думаю никак не мог не договорится о судьбе пакетов «первых акционеров».

Во-вторых структура миноритарных акционеров такова, что репутация БИНбанка будет дороже сэкономленных денег. Примерно 15% у западных инвесторов, среди них ЕБРР и IFC. Часть из пакета миноров принадлежит бывшим партнерам Игоря Кима. Теоретически Шишханов (59% акций БИНбанка) и Гуцериев (39% акций БИНбанка) могли купить по 29% акций МДМ и избежать оферты, но они этого не сделали.

По какой цене будет выкуп?

29,2 млрд. рублей озвученные в СМИ могут не учитывать казначеские акции, что повышает оценку банка на 10%, с другой стороны банку срочно потребовалось 4 млрд. рублей в качестве субординированных кредитов, на эту сумму сделка может быть уменьшена. Соответственно оферту можно ожидать в диапазоне 6,42-8,24 рубля. **Оценка в 1 капитал это 7,44 рубля за акцию.**

Поглотив МДМ, БИНбанк, который уже произвел несколько покупок в начале 2015, займет 12-е место по активам среди российских банков. Но с учетом того, что Банк Москвы и ВТБ-24 будут вскоре присоединены к ВТБ, это вполне оправданная сделка для попадания в десятку, тем более объектов для поглощений отсалось не так уж и много. Купить один большой банк из ТОП-30, проще чем 10 небольших банков из второй сотни, об этом многие забывают. Из десятки его может выбить только МКБ купив Уралсиб. Также теоритически могут оъединиться питерские (БСП, Россия, СМП) и казанские (Ак Барс, Zenит, Татфондбанк).

Видимо сейчас все банкиры озаботились своим местом под солнцем. Величина имеет значение. Эволюционно идти вперед слишком сложно и долго. Кризис дает возможность купить банковских игроков и поглотить конкурентов, пусть и не за бесценок, но относительно дешево. Логично, что некоторые бизнесмены решили, когда, если не сейчас? Другой возможности поправить свои дела может и не быть.

Юридическое объединение МДМ и БИНбанка производит в течении 2-3 лет. Но обмена акций инвестору ждать не стоит, думаю рационально выйть по оферте, которую обещает Шиханов через 3 месяца. Более того, вероятно, новые акционеры по оферте наберут 95% и произведут консолидацию 100% акций. Председатель совета директоров МДМ Олег Вьюгин, ранее был главой ФСФР и это еще один повод для оптимизма, в плане соблюдения корпоративных норм.

Повторю, что я сам покупал акции довольно долго из-за их низкой ликвидности (а жиапазоне от 1 до 2,6 рубля за бумагу), оценивал их в своем портфеле по 1 рублю (12% капитала банка 2014) трезво осознавая какое там качество активов.

Купить их по 1 рублю или по 1,9 сейчас думаю затруднительно, поэтому повторять мои сделки не выйдет, хотя неделю назад это было возможно. МДМ-банк объективно имеет довольно спорные по качеству активы, с другой стороны там много недвижимости интересующей группу БИНбанка и большие сформированные резервы. Возможно новые акционеры верят в завершение кризиса.

Еще раз усиленно предупреждаю, что я категорически не рекомендую повторять мои действия, и данный обзор просто иллюстрирует мою стратегию, ход моих мыслей, которые не всегда приводят к положительному финансовому результату. Более того акции в настоящий момент не рекомендуются к покупке практически ни одной инвестиционной компанией.

**Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и принимать решение самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.*