

## БАНК НФК ВОЗВРАЩАЕТСЯ НА РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

### Первичное размещение

**Банк НФК возвращается на рынок рублевых облигаций.** Вниманию инвесторов предлагаются рублевые биржевые облигации объемом 2 млрд руб. По выпуску предусмотрена оферта через 1,5 года, эмитент ориентирует на диапазон купона 10–10,5%.

**Под контролем Николая Цветкова.** Согласно аудированной отчетности НФК, компанию контролирует Николай Цветков, владелец банка УРАЛСИБ.

**Четвертое место на рынке факторинга.** Рыночные позиции НФК пострадали в кризис из-за сокращения портфеля, вызванного необходимостью погашения обязательств, однако компания остается одним из лидеров на рынке факторинга РФ.

**Только профильная деятельность.** Более трех четвертей суммарных активов НФК составляет кредитный портфель, остальное – подушка ликвидности.

**Очень высокая капитализация.** Акционерный капитал составляет более 35% валюты баланса, однако с точки зрения обязательств НФК сохраняет сильную зависимость от оптового финансирования. Небольшая задолженность перед ЦБ по его «антикризисным» депозитам была погашена в 2010 г.

**Устойчивая прибыль.** Несмотря на сокращение портфеля, НФК даже в кризис продолжала генерировать устойчиво положительную чистую прибыль. Процентная маржа банка (даже и после резервов) мало изменилась по сравнению с докризисным периодом.

**Пик проблем с качеством активов пройден.** Объем просроченного финансирования НФК заметно снизился в 2010 г. В настоящий момент созданные резервы приближаются к полному покрытию кредитов, просроченных на 30 дней и более.

**Зависимость фондирования от УРАЛСИБа.** Если считать вместе с капиталом, банк УРАЛСИБ и его основной акционер отвечают за 70% фондирования НФК. Это и хорошо, и плохо – концентрация финансирования высока, но база очень устойчива.

**Высокая ликвидность баланса.** Средний срок кредита в портфеле НФК – 51 день, к тому же 17% валюты баланса составляют ликвидные активы. Практически весь публичный долг НФК был погашен в 2009 г.

**Справедливая доходность равна 10,25–10,3%.** Банк НФК очень невелик по размеру, и его портфель отличается высокой концентрацией, однако активы эмитента ликвидны, а база фондирования стабильна. «Соседями» НФК по рынку будут выпуски ЛК Уралсиб и Судостроительного банка, исходя из чего мы оцениваем справедливую доходность НФК-Б01 в диапазоне 10,25–10,3%.

### Параметры выпуска

|                    |                |
|--------------------|----------------|
| Эмитент            | ЗАО "Банк НФК" |
| Рейтинги эмитента  | В-/ВЗ          |
| Способ размещения  | букбилдинг     |
| Серия              | Б0-1           |
| Объем              | 2 млрд руб.    |
| Погашение          | 3 года         |
| Оферта             | 1,5 года       |
| Ориентир по купону | 10-10,5%       |

### Последние финансовые показатели НФК

| МСФО, млн долл.                       | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------------|------|------|------|
| Денежные средства                     | 61   | 17   | 12   |
| Валовые фактор. кредиты               | 238  | 151  | 222  |
| Резервы на возм. потери по осудам     | (21) | (23) | (20) |
| Ср-ва в банках                        | 18   | 17   | 31   |
| Рыночн. цб.                           | 5    | 1    | -    |
| Активы                                | 308  | 167  | 248  |
| Депозиты                              | -    | 8,6  | 6,5  |
| Депозиты ЦБ                           | 52   | 16   | -    |
| Долговые ценные бумаги                | 80   | 1,3  | 9,1  |
| Ср-ва банков                          | 83   | 46   | 140  |
| Собственный капитал                   | 86   | 83   | 88   |
| Чистый процентный доход               | 42   | 27   | 29   |
| Расходы на РВПС                       | (12) | (6)  | (4)  |
| ЧПД после резервов                    | 30   | 21   | 26   |
| Комиссион. доход                      | (1)  | (0)  | (0)  |
| Операционная прибыль                  | 28   | 21   | 26   |
| Операцион. доход                      | (23) | (17) | (19) |
| Прибыль до налогов                    | 5,2  | 3,7  | 6,6  |
| Чистая прибыль                        | 2,9  | 2,5  | 4,3  |
| ЧПМ                                   | 14,2 | 12,6 | 13,9 |
| ЧПМ после резервов                    | 10,1 | 9,9  | 12,3 |
| Доходность средн. активов             | 0,8  | 1,1  | 2,1  |
| Доходность капитала                   | 3,4  | 3,0  | 4,9  |
| Затраты/Доходы                        | 0,82 | 0,82 | 0,74 |
| Непроцентные расходы/Средн. активы, % | 6,4  | 7,2  | 9,2  |
| Доля ликвидных активов, %             | 25,8 | 20,3 | 17,2 |
| Капитал/Совокуп. активы               | 27,9 | 49,9 | 35,6 |
| Резервы/Валовые кредиты               | 8,9  | 15,4 | 8,9  |
| % просроч. задол.-ти (30 дней +)      | 17,4 | 20,3 | 11,4 |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

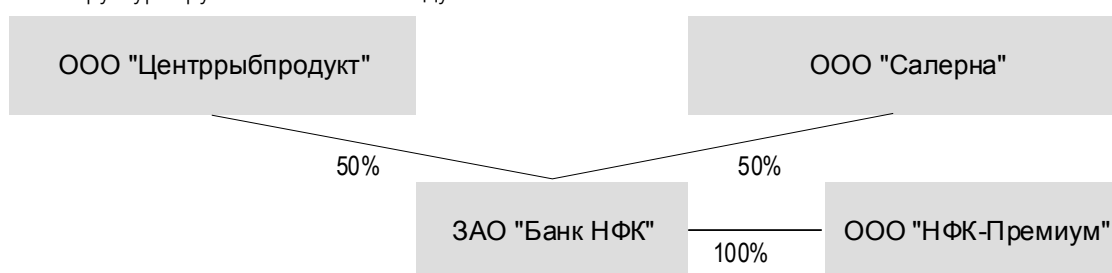
**Банк НФК возвращается на рынок облигаций с новым размещением.** Вниманию инвесторов предлагаются рублевые биржевые облигации объемом 2 млрд руб. (серия 1). По выпуску предусмотрена оферта через 1,5 года, ориентировочный диапазон купонной ставки составляет 10–10,5%.

**Под контролем Николая Цветкова.** Банк НФК (Национальная Факторинговая Компания) был создан как отдельное юридическое лицо в 2004 г., когда факторинговый бизнес банковской группы НИКойл был обособлен основным акционером от других видов банковской деятельности. В 2007–2008 гг. обсуждалась гипотеза, что НФК может быть продана крупному иностранному инвестору, однако с наступлением финансового кризиса эти слухи умолкли, и с тех пор новой информации по этому поводу не поступало. Таким образом, НФК продолжает контролировать владелец банка УРАЛСИБ Николай Цветков. Положительной особенностью компании является наличие аудированной отчетности по МСФО за весь срок ее существования, позволяющей составить полное представление о развитии компании в 2005–2010 гг. Важно отметить, что деятельность НФК как банка осуществляется под контролем ЦБ, что добавляет эмитенту прозрачности.

**Изменение структуры группы.** До четвертого квартала 2010 г. структура группы НФК выглядела следующим образом.

#### Центром консолидации было ЗАО «Банк НФК»

Юридическая структура группы НФК в 2010 году

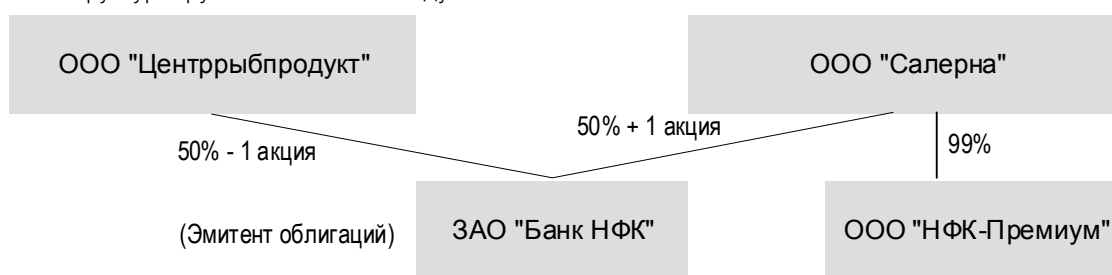


Источник: данные компании

В этом варианте центром консолидации было ЗАО «Банк НФК», которое владело 100% ООО «НФК-Премиум» – компании, которая в 2009–2010 гг. фактически была «пустой» и не вела никакой значимой деятельности. Во второй половине 2010 г. НФК стала рассматривать возможности развития продуктовой линии факторинга без регресса (с покупкой права требования), и оказалось, что осуществление этой деятельности на базе банка крайне затруднено. В результате этого руководство НФК выбрало ООО «НФК-Премиум» в качестве основы для развития факторинга без регресса, а чтобы не перегружать норматив Н6 для ЗАО «Банк НФК», приняло решение перевести ООО «НФК-Премиум» в собственность «материнской» компании, ООО «Салерна». Одновременно одна акция ЗАО «Банк НФК» была переуступлена ООО «Центррыбпродукт» в адрес ООО «Салерна», что сделало последнее новым центром консолидации группы НФК.

#### Теперь фактическим центром становится ООО «Салерна»

Юридическая структура группы НФК в 2011 году



Источник: данные компании

**Как изменение структуры влияет на кредитный профиль?** С нашей точки зрения, практически никак. В состав консолидированной отчетности, как и раньше, будет включен ЗАО «Банк НФК» вместе с ООО «НФК-Премиум», а тот факт, что в результате ООО «НФК-Премиум» не имеет прямого отношения к облигационному займу, во многом нивелируется тем, что объем активов ООО «НФК-Премиум» составляет чуть более 10% активов группы. Еще раз повторим, что структурное обособление ООО «НФК-Премиум» имело чисто технические причины – это позволяло развивать на базе последней факторинг без регресса, что было бы очень сложно делать от имени банка.

**НФК сохраняет сильные позиции на рынке факторинга.** Основной деятельностью НФК является предоставление факторингового финансирования мелким и средним предприятиям (клиентам), являющимся поставщиками товаров в торговые организации (дебиторы). Банк различает три основные продуктовые линии:

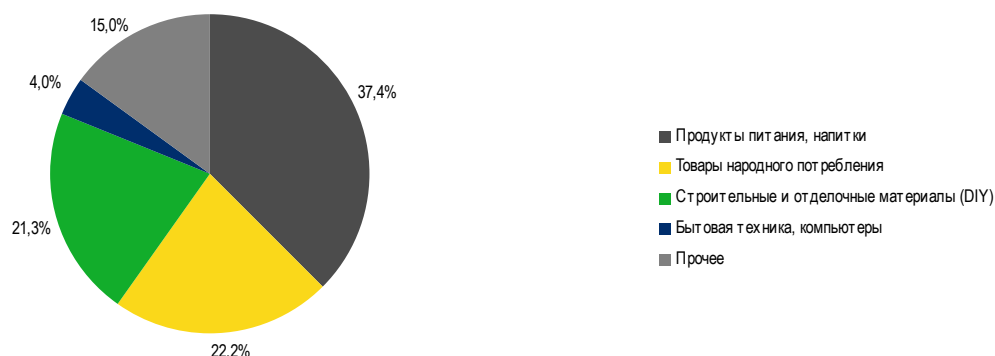
- Факторинг с регрессом (когда финансирующий банк принимает на себя риск клиента, в то время как право требования оплаты от дебитора по договору поставки выступает только как обеспечение);

## Первичное размещение

- Факторинг без регресса (когда финансирующая компания берет на себя только риск дебитора, то есть этот продукт, по сути, является покупкой права требования платежа по осуществленной поставке за процентную комиссию, и не только предоставляет оборотные средства, но и освобождает клиента от риска неплатежа со стороны дебитора);
- Гарантия платежа дебитора (когда финансирование физически не предоставляется).

**Самая большая доля финансирования приходится на продукты питания**

Доли различных товарных групп в факторинговом портфеле НФК на 1 января 2011 года

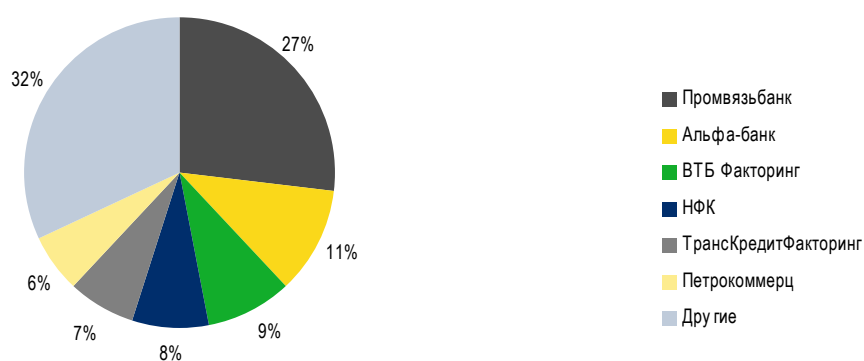


Источники: данные компании

Продажа продуктов НФК осуществляется банком через собственную региональную сеть, состоящую из 22 представительств (включая московское), а также партнерской компании в Кишиневе. Решения о предоставлении финансирования принимаются не на основании скоринговой системы, а по итогам подробного рассмотрения кредитного риска каждой сделки сотрудниками банка. Средний срок факторингового аванса НФК составляет 51 день, портфель разделен между финансированием с регрессом и без регресса приблизительно в соотношении 60/40. Необходимо отметить, что возможность работы с факторингом без регресса в форме публичной оферты (без зависимости от перестраховывающей компании и наличия счетов клиентов в Банке НФК) является своего рода «эксклюзивным» продуктом НФК, поскольку большинство участников рынка факторинга не предоставляют подобной услуги. Причина тому, по мнению менеджмента НФК, – технологическое отставание конкурентов, тогда как система риск-менеджмента НФК успешно решает задачу селекции клиентов для этих целей, в результате чего у банка и появляется возможность развивать эту прибыльную продуктовую линию.

**По последним данным – четвертое место в РФ по объему предоставленного финансирования**

Рыночные позиции банка НФК на 1 января 2011 года



Источники: данные компании

Как видно из графика выше, по итогам 2010 г. НФК занимала в РФ четвертое место по объему факторингового портфеля с долей 8%, тогда как в 2007 г. эта доля составляла приблизительно 17%. В кризисный период лидеры, Промсвязьбанк и Альфа-банк, укрепили свои позиции, поскольку факторинговая деятельность осуществляется у них с собственных балансов, тогда как НФК связана с УРАЛСИБом только общим собственником. Сами по себе факторинговые портфели незначительны в сравнении с общими кредитными портфелями крупных банков, поэтому необходимость погашения обязательств не отразилась на размере их факторингового бизнеса в такой же степени, как у банка НФК, единственным видом деятельности которого является предоставление факторинговых услуг. Менеджмент НФК считает, что в стабильных рыночных условиях, когда база фондирования априори более устойчива, на передний план выходят основные конкурентные преимущества НФК перед конкурентами, а именно:

- опытный штат сотрудников, специально подготовленный к работе с факторинговыми продуктами;

## Первичное размещение

- отлаженная система риск-менеджмента, позволяющая работать с рисками широкого круга клиентов и дебиторов;
- уникальная информационная система, разработанная специально для НФК и призванная максимально облегчить, автоматизировать и оптимизировать работу по предоставлению факторинговых кредитов и их мониторингу в условиях географической диверсификации бизнеса;
- система мотивации персонала, настроенная на достижение конкретных целей в развитии факторингового бизнеса в условиях строгого контроля за рисками.

Резюмируя сказанное, можно повторить, что во время кризиса НФК было непросто конкурировать с участниками рынка, осуществлявшими операции на базе крупных балансов. Факторинг по определению является деятельностью, необходимой в фазе роста, поскольку он позволяет получить финансирование под залог оборотного капитала. Как следствие, в фазе экономического восстановления, в которой сейчас находится экономика РФ, деятельность специализированных факторов должна оказаться более результативной по сравнению с работой банковских подразделений, для которых факторинг зачастую является побочным продуктом их широких кредитных отношений с клиентами.

**Размер бизнеса возобновил рост после глубокого снижения в кризис.** Суммарные активы НФК достигли пика на уровне 418,1 млн долл. в 2007 г., а в кризис сократились под влиянием двух основных факторов: необходимости погашать оптовое фондирование и отсутствия достаточного количества надежных клиентов. Как видно из нашего графика, объем активов достиг минимума в 2009 г., а по итогам 2010 г. НФК показала почти 50-процентный рост. Тем не менее пока с точки зрения размера бизнеса банк отброшен кризисом в 2006 г.

**Финансовые показатели НФК в ретроспективе**

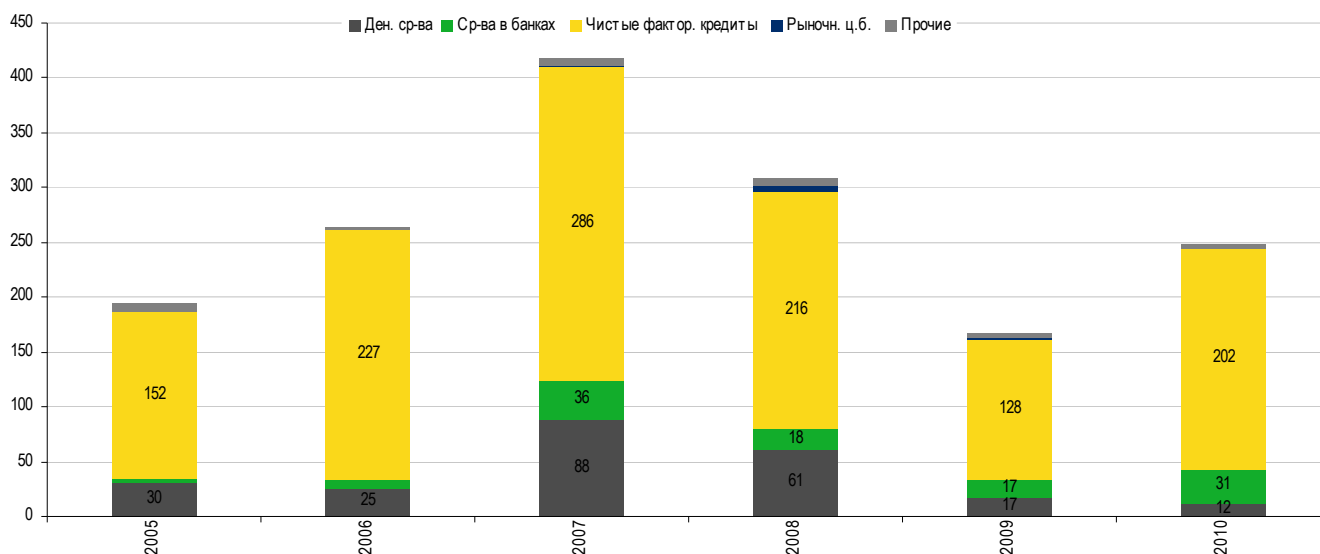
| МСФО, млн долл.                   | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Денежные средства                 | 30   | 25   | 88   | 61   | 17   | 12   |
| Валов. фактор. кредиты            | 158  | 237  | 299  | 238  | 151  | 222  |
| Резервы на возм. потери по ссудам | (6)  | (9)  | (13) | (21) | (23) | (20) |
| Ср-ва в банках                    | 10   | 9    | 36   | 18   | 17   | 31   |
| Рыночн. ц.б.                      | 1    | 1    | 1    | 5    | 1    | -    |
| Активы                            | 195  | 264  | 418  | 308  | 167  | 248  |
| Депозиты                          | 1    | -    | -    | -    | 9    | 6    |
| Депозиты ЦБ                       | -    | -    | -    | 52   | 16   | -    |
| Долговые ценные бумаги            | -    | 38   | 63   | 80   | 1    | 9    |
| Ср-ва банков                      | 126  | 138  | 250  | 83   | 46   | 140  |
| Собственный капитал               | 63   | 81   | 99   | 86   | 83   | 88   |
| Чистый процентный доход           | 28   | 29   | 38   | 42   | 27   | 29   |
| Расходы на РВПС                   | (3)  | (3)  | (3)  | (12) | (6)  | (4)  |
| ЧПД после налогов                 | 25   | 27   | 35   | 30   | 21   | 26   |
| Комиссионный доход                | (0)  | (0)  | (0)  | (1)  | (0)  | (0)  |
| Операционный доход                | 25   | 27   | 35   | 28   | 21   | 26   |
| Операционные расходы              | (8)  | (12) | (18) | (23) | (17) | (19) |
| Прибыль до налогов                | 17   | 15   | 16   | 5    | 4    | 7    |
| Чистая прибыль                    | 13   | 11   | 12   | 3    | 3    | 4    |
| ЧПМ                               | 19,2 | 14,5 | 13,0 | 14,2 | 12,6 | 13,9 |
| ЧПМ после резервов                | 17,2 | 13,2 | 12,0 | 10,1 | 9,9  | 12,3 |
| Дох-ть средних активов            | 7,9  | 4,8  | 3,5  | 0,8  | 1,1  | 2,1  |
| Дох-ть капитала                   | 20,4 | 13,8 | 12,0 | 3,4  | 3,0  | 4,9  |
| Затраты/доходы                    | 0,33 | 0,45 | 0,53 | 0,82 | 0,82 | 0,74 |
| Непроц. Расходы/средн. Активы     | 5,1  | 5,3  | 5,4  | 6,4  | 7,2  | 9,2  |
| Доля ликвидных активов, %         | 20,8 | 12,7 | 29,6 | 25,8 | 20,3 | 17,2 |
| Капитал/Совокупные активы         | 32,6 | 30,6 | 23,6 | 27,9 | 49,9 | 35,6 |
| Резервы/Валовые кредиты           | 3,7  | 3,8  | 4,3  | 8,9  | 15,4 | 8,9  |
| % просроч. задолженности          |      | 3,6  | 4,4  | 17,4 | 20,3 | 11,4 |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Отсутствие непрофильных активов.** Структура активов НФК предельно проста – по состоянию на 1 января 2011 г. суммарные активы банка составляли 247 млн долл., причем 202 млн долл. из этого объема приходилось на чистый портфель факторинговых кредитов, 12 млн долл. – на денежные средства и 31 млн долл. – на депозиты в других банках. Как показывает график, вложения в ценные бумаги никогда не играли существенной роли в структуре активов НФК. Таким образом, активы НФК практически полностью состоят из двух частей – факторингового портфеля (основной бизнес банка) и подушки ликвидности.

## Ничего лишнего – только факторинг и ликвидность

Эволюция активов, млн долл.

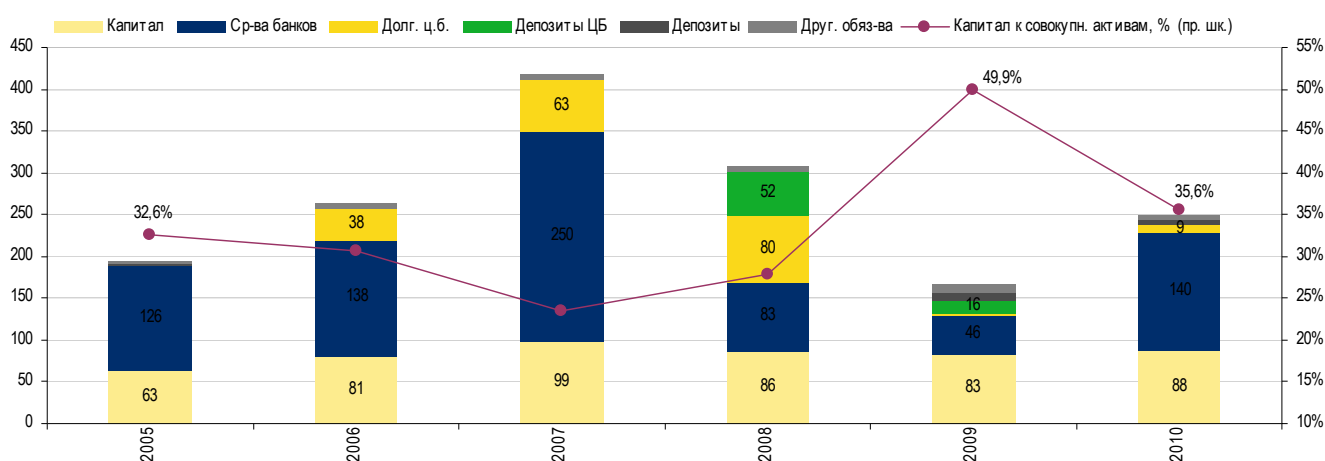


Источники: данные компании

**Очень высокая капитализация и сильная зависимость от оптового фондирования.** Как показывает график, представленный ниже, с момента своего создания НФК была очень хорошо капитализирована. Сокращение собственного капитала в 2008–2009 гг. является только результатом проведенного нами перевода баланса в доллары США. Итак, в конце 2010 г. акционерный капитал был равен 88 млн долл., или 35,6% валюты баланса, при том что оптовое фондирование составляло 149 млн долл., или 94% суммарных обязательств. Такая структура фондирования в целом преобладала все последние годы, за одним исключением: в конце 2008 г. она включала в себя депозиты ЦБ. Этот экстренный компонент закономерно появился в обязательствах в объеме 52 млн долл., однако к настоящему моменту НФК не имеет задолженности перед Банком России. Сильная зависимость НФК от рынков долгового капитала, как мы уже отмечали, послужила одной из главных причин резкого снижения объема активов банка в кризисный период. С другой стороны, предсказуемость оттока средств при очень короткой дюреции факторингового портфеля стала залогом того, что НФК исполнила все свои обязательства в этот сложный момент.

## Основные источники средств – собственный капитал и оптовое финансирование

Структура фондирования, млн долл.



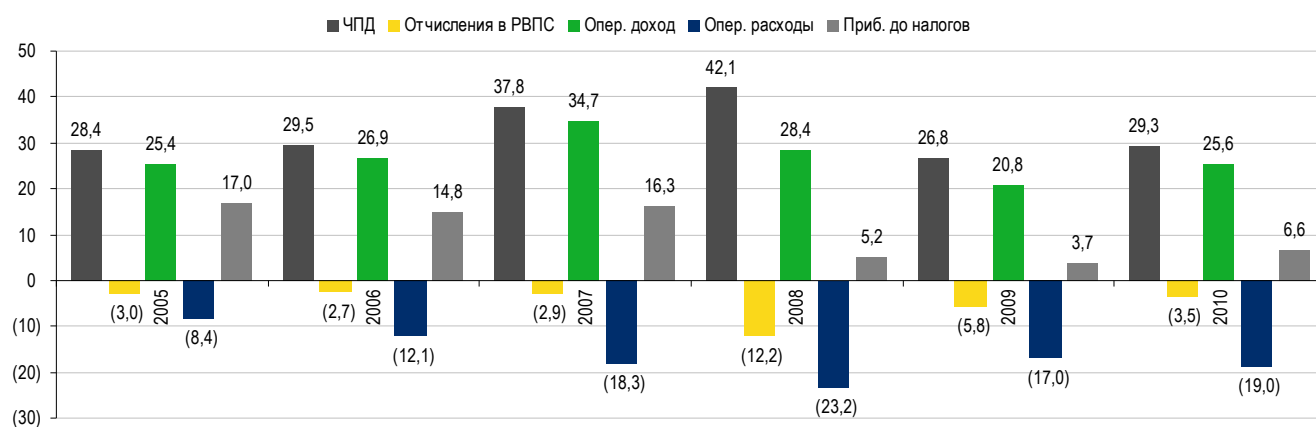
Источники: оценки УРАЛСИБа, данные компании

**В кризис – без потерь капитала.** Несмотря на существенное сокращение кредитного портфеля, даже в кризисный период банк НФК устойчиво показывал положительную чистую прибыль. Так, по итогам 2008 г. прибыль до налогов составила 5,2 млн долл., в 2009 году снизилась из-за почти 20-процентного снижения операционного дохода до 3,7 млн долл., а за 12 месяцев 2010 г. банк успел заработать 6,6 млн долл. Как видно из графика, пик расходов на резервирование пришелся на 2008 г., когда стоимость риска подскочила до 12,2 млн долл. по сравнению с 2,9 млн долл. годом ранее, а затем эта составляющая издержек начала снижаться, составив 5,8 млн долл. и 3,5 млн долл. в 2009 и 2010 гг. соответственно. В самую острую фазу кризиса, когда само существование многих банков оказалось под вопросом, основ-

ным достижением НФК стало обеспечение собственной безубыточности на фоне быстрого сокращения объема работающих активов.

### Чистая прибыль устойчиво положительна

Основные составляющие отчета о прибылях и убытках, млн долл.

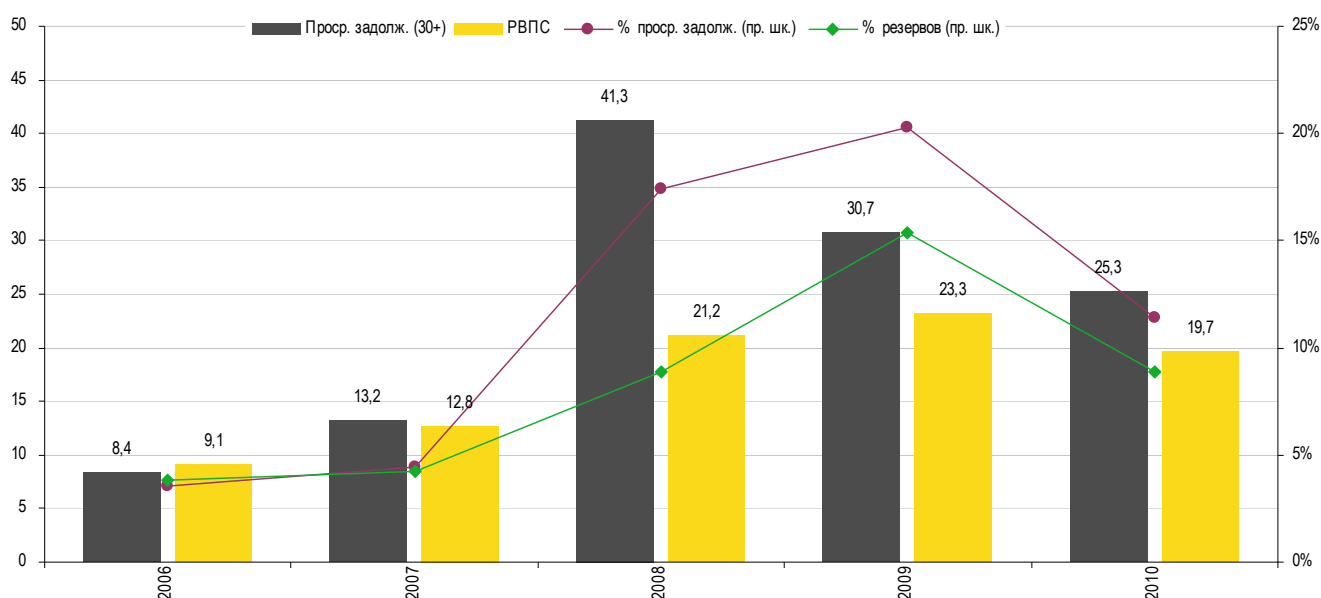


Источники: данные компании

**Пик проблем с качеством активов пройден.** По состоянию на начало января 2011 г. объем факторинговых активов, просроченных на 30 дней и более, составлял 25,3 млн долл., или 11,4% валового кредитного портфеля. Объем созданных резервов был при этом равен 19,7 млн долл. или 8,9% портфеля. Необходимо отметить, что в конце 2008 г. объем резервов был приблизительно вдвое меньше суммы просроченной задолженности (21,2 млн долл. против 41,3 млн долл.), что могло вызвать обоснованные сомнения в достаточности созданного обеспечения. Тот факт, что в 2009–2010 гг. резервы постепенно вновь, как до кризиса, приблизились к объему просроченных активов без неожиданных потерь на списание безнадежной задолженности, говорит о том, что оценка банком необходимого уровня резервов была верной. Помимо этого, даже если бы в конце 2008 г. НФК доначислила еще 20 млн долл. резервов, что привело бы к сокращению капитала банка на 15 млн долл., то достаточность капитала I уровня опустилась бы только до 25%, то есть все равно осталась бы очень высокой. Таким образом, в настоящий момент как доля просроченных активов, так и уровень резервирования банка НФК все еще заметно превышают докризисный уровень, однако можно констатировать, что пик проблем в этой области банком уже пройден и стоимость риска в дальнейшем будет в гораздо меньшей степени влиять на прибыль НФК, чем в 2008–2009 гг. То же самое можно сказать и о российской банковской системе в целом.

### Доля плохих активов снижается к уровню созданных резервов

Объем просроченных кредитов и созданные резервы, млн долл.



Источники: оценки УРАЛСИБа, данные компании

**Факторинговый портфель генерирует достаточный доход.** Чистая процентная маржа НФК практически не пострадала в кризис и по итогам 2010 г. составила 13,9%, то есть была близкой к значениям докризисных 2006–2007 гг. То же

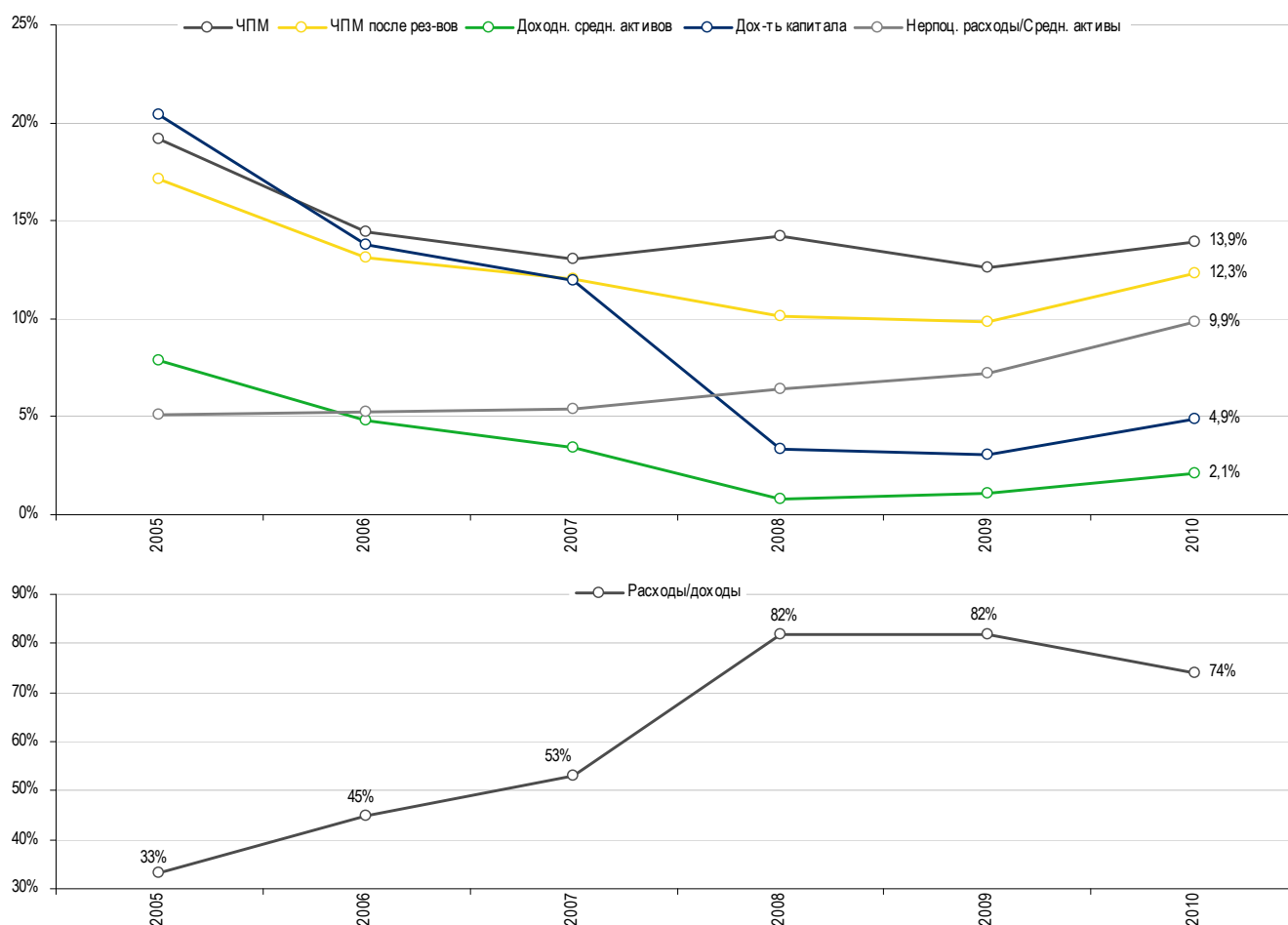
самое относится к чистой процентной марже после резервирования, которая в 2010 г. восстановилась до 12,3% из-за падения стоимости риска. Мы видим три основных фактора устойчивости чистой процентной маржи НФК.

- Портфель кредитов банка очень короток (в среднем 51 день), что позволяет оперативно переоценивать активы сообразно текущему уровню процентных ставок;
- В отличие от многих банков, НФК не занималась в 2009 г. привлечением депозитов населения, а просто пошла на кардинальное сокращение объема активов. Банку не пришлось конкурировать за этот дорогой (в тот момент) источник фондирования;
- По мере сокращения факторингового портфеля всю большую роль в фондировании НФК играл собственный капитал, который с точки зрения процентной маржи является бесплатными средствами.

На этом фоне показатели рентабельности, то есть доходность средних активов и доходность капитала, пока остаются заметно ниже докризисного уровня. Причина проста – относительно высокий уровень операционных издержек, которые невозможно было сократить пропорционально кредитному портфелю. Именно из-за этого отношение непроцентных расходов НФК к средним активам достигло к январю 2011 г. 9,2%. С другой стороны, отношение Расходы/Доходы за тот же период составило 74% против 82% в 2009 г., что отражает восстановительную динамику операционного дохода. В общем, во время кризиса НФК стабилизировала свой кредитный портфель на уровне, приблизительно соответствующем безубыточности, а сейчас входит в новый период роста.

### Высокая процентная маржа оплачивает операционные расходы

Основные показатели рентабельности и эффективности деятельности НФК



Источники: оценки УРАЛСИБа, данные компании

**Взгляд на перспективы 2011 г. положительный.** Если предположить, что чистая процентная маржа НФК останется, как и в прошлые годы, устойчивой на уровне порядка 14%, а стоимость риска будет ограничена диапазоном 1,5–2%, то есть будет сопоставимой с показателями 2006–2007 гг., то при среднегодовом объеме работающих активов на уровне 230–250 млн долл. НФК сможет получить по итогам 2011 г. около 30 млн долл. операционного дохода. Отношение Доходы/Расходы по мере роста кредитного портфеля будет постепенно снижаться, однако пока вряд ли достигнет уровня 2007 г., так что мы бы ожидали его вблизи отметки 60%. Соответственно, прибыль банка до налогообложения может превысить 10 млн долл., что даст доходность собственного капитала приблизительно на уровне 8% – ниже, чем в

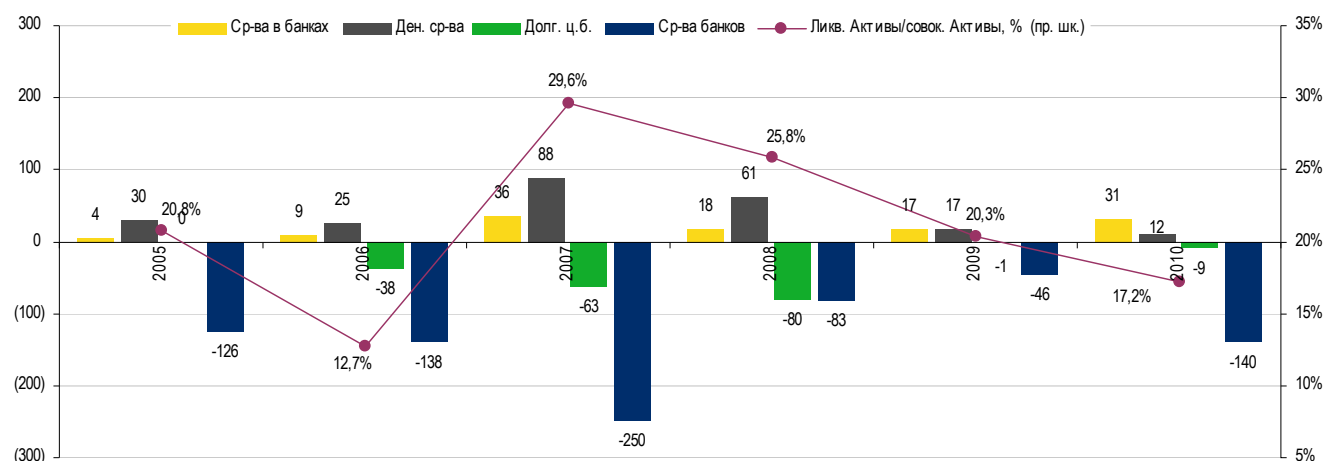


2007 г., но в целом неплохо. У группы НФК есть также и собственное видение будущего – оно изложено в мартовской презентации компании на стр. 28.

**Ликвидность баланса впечатляет.** Мы уже говорили, что НФК не имеет сколько-либо значимой позиции в ценных бумагах, однако объем ликвидных активов на балансе банка представляется нам очень существенным. В конце 2010 г. запас денежных средств составил 11,7 млн долл., а депозиты в других банках достигли 30 млн долл., и в результате отношение объема ликвидных активов к суммарным составило 17,2%. Это высокий показатель, учитывая, что средняя длина кредитного портфеля НФК составляет 51 день, а объем выпущенных долговых бумаг на ту же отчетную дату был равен всего 9,1 млн долл. Необходимо также отметить, что к концу кризисного 2009 г. банк практически полностью погасил свой публичный долг – суммарный объем его облигаций в обращении на начало 2010 г. составлял лишь 1,3 млн долл.

### Объем ликвидных активов представляется очень существенным

Ликвидные активы и долговые обязательства (с отрицательным знаком), млн долл.



Источники: оценки УРАЛСИБа, данные компании

**Акционер УРАЛСИБа и сам банк обеспечивают 70% фондирования.** По состоянию на 1 января 2011 г. сумма привлеченных НФК банковских кредитов составляла 4,28 млрд руб., или приблизительно 140 млн долл. Из этой суммы около 2,6 млрд руб., или 60%, приходилось на краткосрочные, но револьверные кредиты УРАЛСИБа, а в остальном можно выделить кредит РосБР размером 907 млн руб. под 7,75% по программе поддержки кредитования среднего и малого бизнеса. С учетом капитала в IV квартале 2010 г. УРАЛСИБ вместе с его основным акционером обеспечивали НФК 70% фондирования. Отметим, что по каждой из приведенных позиций средний срок обязательств превышает средний срок оборачиваемости кредитного портфеля (51 день).

### Значительная часть обязательств – кредиты УРАЛСИБа

Долговой портфель НФК на 1 октября 2010 г.

|                |                            | Валюта | Объем, млн. | Средняя ставка, % годовых | Средний срок, дней |
|----------------|----------------------------|--------|-------------|---------------------------|--------------------|
| Кредиты        | УРАЛСИБ                    | Руб.   | 1911        | 5,24                      | 75                 |
|                | УРАЛСИБ                    | Долл.  | 22,1        | 2,89                      | 81                 |
|                | УРАЛСИБ                    | Евро   | 1           | 2                         | 60                 |
|                | РосБР                      | Руб.   | 906         | 7,75                      | 207                |
|                | Кредиты других банков      | Руб.   | 550         | 8,38                      | 137                |
| Публичный долг | НФК-3 (погашение 03.05.11) | Руб.   | 220         |                           | 40                 |
|                | Векселя                    | Руб.   | 56          |                           |                    |

Источники: данные компании

**Не новичок на рынке публичного долга.** Что же касается публичных долговых инструментов, то по состоянию на 1 января 2011 г. их общая сумма в обращении составляла всего 9,1 млн долл. Как показывает таблица выше, в эту сумму входит около 220 млн руб. облигаций НФК-3, возвращенных в рынок после выкупа по оферте, а также порядка 56 млн руб. выпущенных краткосрочных векселей. Важно отметить, что банк имеет хорошую историю размещения и безупречную историю обслуживания собственного публичного долга. Начиная с мая 2006 г. НФК разместила три выпуска рублевых бумаг (НФК-2 был результатом конвертации НФК-1 при реорганизации НФК из ООО в ЗАО), среди которых были и CLN NFC'08 объемом 1,2 млрд руб.



## Безупречная история на долговом рынке

Публичный долг НФК в ретроспективе

| Выпуск       | Валюта | Объем, млн. | Купон, % | Размещен  | Погашение    |
|--------------|--------|-------------|----------|-----------|--------------|
| НФК-1        | Руб.   | 1 000       | 9,8      | 4 май 06  | 7 май 07     |
| НФК-2        | Руб.   | 1 000       | 9,8      | 21 дек 06 | 12 май 09    |
| NFC '08      | Руб.   | 1 200       | 9,75     | 8 фев 07  | 8 авг 08     |
| Синд. кредит | Долл.  | 53,5        |          | июль 2007 | февраль 2008 |
| НФК-3        | Руб.   | 2 000       | 11,5     | 29 апр 08 | 3 май 11     |

Источники: данные компании

**Концентрация кредитного портфеля существенно выросла в 2009 г.** Согласно данным консолидированной отчетности за 2009 г., в факторинговом портфеле НФК на кредитный риск связанных сторон приходилось 27,5 млн долл. (18% валового портфеля). Понятно, что существенная его часть была представлена торговой сетью «Копейка». По отношению к капиталу банка риск связанных сторон составлял в тот момент приблизительно 33%, что вполне приемлемо. Теперь Копейка, как известно, продана группе X5, так что этот клиент перестал быть связанной стороной. Тем не менее работа с ним продолжается – менеджмент НФК утверждает, что на текущую дату общий объем фактически принятого риска на сеть «Копейка» составляет 57,7 млн руб. Что же касается концентрации портфеля, то она заметно выросла в 2009 г. – в конце года на долю 10 крупнейших клиентов приходилось 54% валового портфеля, тогда как в конце 2008 г. эта доля составляла 42%, а в 2007 г. – 29%. Этот факт непосредственно связан с тем, что по итогам 2009 г. портфель НФК сжался до минимума, при том что индивидуальный лимит на клиента должен иметь конкурентный размер, иначе осуществление факторинговой деятельности стало бы просто невозможным. В конце 2010 г. на долю 10 крупнейших клиентов НФК приходилось 49,6% портфеля, что ниже пика 2009 г., но все же, конечно, очень много. Мы ожидаем, что с ростом портфеля, который должен продолжиться в 2011 г., концентрация кредитного риска будет постепенно снижаться. Стоит также отметить, что особенность факторинга заключается в том, что выданное клиентам финансирование обеспечивается портфелем денежных требований к дебиторам, которых больше, чем клиентов. Это снижает проблему концентрации на уровне клиентов. При этом на долю Топ-10 крупнейших дебиторов в настоящий момент, по данным НФК, приходится только 29% ее портфеля.

## НФК в сравнении с российскими банками среднего размера

Основные финансовые показатели ряда российских банков

|                    | Рейтинги<br>(S/M/F) | Активы,<br>млн долл. | ЧПМ, % | Расходы/<br>Доходы | RoAA, % | Кредиты/<br>Депозиты | Капитал<br>уровня, % | Резервы/<br>Кредиты, % |      |
|--------------------|---------------------|----------------------|--------|--------------------|---------|----------------------|----------------------|------------------------|------|
| 2009               | Банк СГБ            | 7 844                | 5,0    | 0,25               | 0,30    | 0,9                  | 10,7                 | 9,1                    |      |
|                    | Моск. кредитн. банк | 2 898                | 5,8    | 0,42               | 1,00    | 1,3                  | 12,7                 | 2,4                    |      |
|                    | Кредит Европа Банк  | 2 311                | 8,2    | 0,40               | 2,10    | 2,2                  | 18,2                 | 7,3                    |      |
|                    | ХКФБ                | 3 212                | 22,8   | 0,37               | 4,60    | 4,3                  | 27,8                 | 13,1                   |      |
|                    | Локо-Банк           | 1 106                | 3,5    | 0,38               | 1,80    | 1,3                  | 15,6                 | 7,5                    |      |
|                    | НФК                 | 166                  | 12,6   | 0,82               | 1,10    |                      | 49,9                 | 15,4                   |      |
|                    | Ренессанс           | 1 436                | 12,5   | 0,67               | - 8,10  | 4,3                  | 22,0                 | 15,2                   |      |
|                    | Русский стандарт    | 4 665                | 12,8   | 0,66               | - 2,30  | 3,5                  | 21,1                 | 9,2                    |      |
|                    | СКБ-банк            | 1 979                | 6,0    | 0,64               | 0,10    | 0,7                  | 17,1                 | 9,0                    |      |
| Восточный экспресс | 1 745               | 10,6                 | 0,63   | 0,20               | 0,9     | 14,1                 | 6,8                  |                        |      |
| 1H2010             | Банк СГБ            | Вз3                  | 7 656  | 5,8                | 0,26    | 1,00                 | 1,0                  | 10,7                   | 11,0 |
|                    | Моск. кредитн. банк | В1/В+                | 3 677  | 5,5                | 0,40    | 2,50                 | 1,3                  | 10,7                   | 2,6  |
|                    | Кредит Европа Банк  | Вз3/ВВ-              | 2 120  | 8,5                | 0,43    | 4,30                 | 2,1                  | 20,2                   | 5,0  |
|                    | ХКФБ                | В+/Вз3               | 2 811  | 27,1               | 0,35    | 11,30                | 3,4                  | 32,7                   | 9,5  |
|                    | Локо-Банк           | В2/В+                | 1 272  | 4,0                | 0,46    | 2,30                 | 1,2                  | 14,1                   | 6,2  |
|                    | НФК                 | В-/В3                | 193    | 15,2               | 0,81    | 1,70                 | 5,9                  | 42,8                   | 15,4 |
|                    | Ренессанс           | В-/В3/В-             | 1 106  | 33,4               | 0,45    | - 0,90               | 4,3                  | 27,3                   | 8,2  |
|                    | Русский стандарт    | В+/Вз3/В+            | 4 105  | 17,0               | 0,56    | 2,80                 | 2,0                  | 23,8                   | 7,7  |
|                    | СКБ-банк            | В2/В                 | 2 022  | 5,7                | 0,46    | 0,40                 | 0,7                  | 14,6                   | 9,2  |
| Восточный экспресс | В2                  | 2 095                | 9,6    | 0,61               | 0,60    | 1,0                  | 11,9                 | 9,3                    |      |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

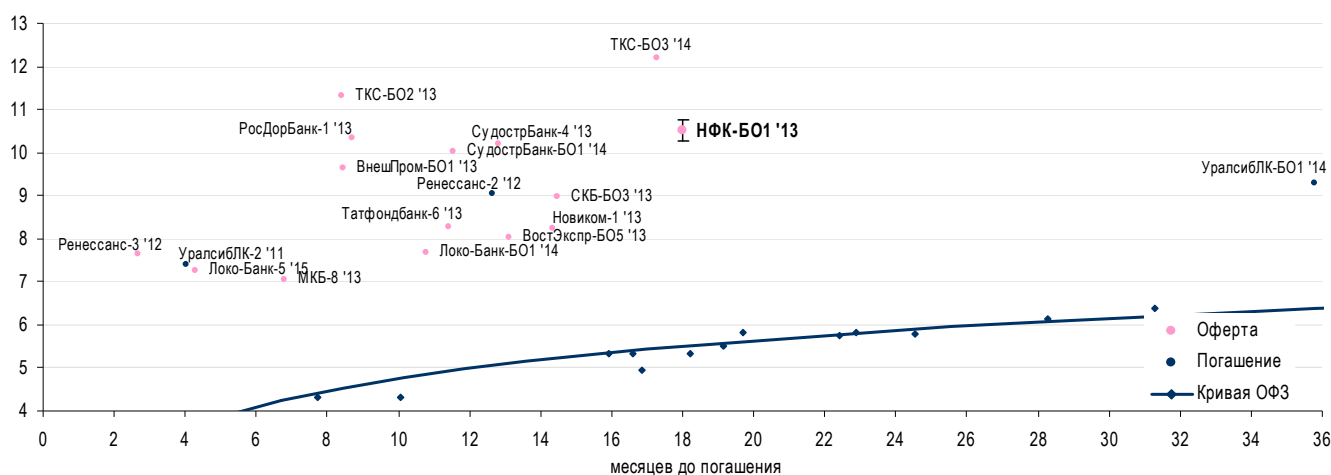
**Наше резюме по кредитному профилю.** С операционной точки зрения 2008–2009 гг. были очень непростыми для НФК, в результате чего масштаб ее деятельности сократился до минимально достаточного для поддержания безубыточности. В последние годы банк уступал свою рыночную долю игрокам, действовавшим на базе больших банковских балансов, причем ситуация была похожа на инвестиционный бизнес – в кризис практически все чисто инвестиционные банки оказались менее конкурентоспособными по сравнению с большими универсальными кредитными учреждениями. С другой стороны, НФК есть кому поддержать. При высокой достаточности капитала и наличии кредитов УРАЛСИБа банк

сохранил хорошую процентную маржу, которая обеспечила НФК прибыль даже в кризисные годы. В 2010–2011 гг. на фоне снижения стоимости риска показатели рентабельности банка должны заметно улучшиться, а размер бизнеса – существенно вырасти. Вследствие сокращения кредитного портфеля его концентрация сильно выросла в 2009 г., однако этот негативный фактор компенсируется высокой ликвидностью баланса и стабильностью базы фондирования НФК. В итоге мы считаем кредитный риск НФК вполне приемлемым для инвесторов, знакомых с российскими банками в рейтинговом диапазоне «B». В качестве последнего (но тем не менее важного) штриха отметим тот факт, что, в отличие от многих других банков со сравнимыми рейтингами, выходявших в последнее время на рынок с новыми размещениями, НФК – совсем не новичок на долгом рынке и обладает безупречной кредитной историей, приобретенной в том числе и в очень сложных условиях последнего кризиса.

**Доходность должна составлять около 10,3–10,5% годовых.** Мы упоминали выше, что на рынке облигаций присутствует небольшой объем выпуска НФК-3, однако до его погашения осталось совсем немного времени, и за период своего существования бумага почти полностью потеряла торговую ликвидность. Между тем на рублевом рынке присутствует другой риск, связанный с группой УРАЛСИБ, – Лизинговая компания УРАЛСИБ, имеющая рейтинг «B+» по версии агентства Fitch. В активе УРАЛСИБ-Лизинга – прямой контроль банка УРАЛСИБ над 85% капитала, а также существенно больший размер бизнеса. Сейчас выпуск УралсибЛК-БО1 торгуется с доходностью 9,3% к погашению в 2014 г., однако по бумаге предусмотрена амортизация номинала, в результате чего ее модифицированная дюрация равна 1,33 года, что лишь немного превышает предполагаемую дюрацию НФК-БО1. Если оценить рыночную премию за один рейтинговый шаг в 50 б.п. доходности, 9,3% УралсибЛК-БО1 приблизительно соответствует 10,3% для НФК-БО1. Приблизительно к тем же результатам приводит «привязка» к облигациям Судостроительного банка (B3) – выпуск серии БО1 торгуется с доходностью 10% на срок порядка года, что эквивалентно 10,5% для 18 месяцев НФК-БО1. Соответственно, справедливый диапазон этой бумаги, по нашему мнению, должен включать уровень 10,3–10,5%, что как раз и выполняется для доходности, с которой проводится маркетинг – 10,25–10,78%. Соответственно, мы рекомендуем инвесторам принять участие в предстоящем размещении, которое, помимо очень хорошего по сегодняшним меркам купона, дает также неплохую спекулятивную перспективу за счет быстрого снижения доходности при «скатывании» бумаги вдоль сильно наклоненной кривой процентных ставок.

### Ориентир доходности – 10,25–10,78% годовых

Некоторые рублевые облигации российских банков



Источник: ММВБ

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011