

Монитор первичных размещений от 2 марта 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность ² @ срок ¹ , лет
Номос-Банк БО-01	5,0	7,1% @ 1
СБ Банк БО-01	2,0	10,0% @ 1
Кредит Европа Банк 06	4,0	8,5% @ 1,5
УОМЗ 03	1,5	10,8% @ 1,5
ТКС Банк БО-03	1,5	14,5% @ 1,5
МКБ БО-01	3,0	8,7% @ 2
НПК Уралавтонзавод 02	3,0	9,2% @ 2,5
Уралкалий БО-01	30,0	8,4% @ 3
Мечел 15, 16	10,0	8,4% @ 3
РУСАЛ Братск 07	15,0	8,5% @ 3
Магнит БО-05	5,0 @ 3	02 мар (ЗК)
ММК БО-04	5,0 @ 3	03 мар (А)
ЛК Уралсиб БО-01	2,0 @ 3	03 мар (ЗК)
Банк Национальный стандарт 01	1,5 @ 1	03 мар (ЗК)
Куйбышевазот 03	3,0 @ 3	04 мар (А)
Полипласт 02	0,8 @ 1,5	11 мар (ЗК)
Транскапиталбанк 02	1,8 @ 1,5	18 мар (ЗК)

¹ до погашения или ближайшей оферты

² на день размещения

(А) – аукцион по определению ставки купона

(ЗК) – закрытие книги

Завершенные и текущие первичные сделки
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон
VTB 2018	750	6,32%
Russia 2018	1 382 ¹	7,85%
RSHB	TBD	TBD
HCFB	TBD	TBD
RuRail	TBD	TBD

¹ эквивалент 40,0 млрд руб.

В ВЫПУСКЕ

- ▶ Куйбышевазот – экспортоориентированная химия
- ▶ Банк Национальный стандарт – важность поддержки акционера

Куйбышевазот-Инвест 03 – инвестиционный вывод

Компания ориентирует инвесторов на купон 8,75% – 9,25%, доходность на 3 года – 8,94% – 9,46% годовых. В отсутствие ликвидных аналогов из химической отрасли с сопоставимой дюрацией, мы рекомендуем отталкиваться от доходности других недавно размещенных бумаг второго эшелона, в частности, НК Альянс БО-1 (8,9% @ февраль 2014 г.). На фоне Куйбышевазота НК Альянс, имеющая кредитный рейтинг («В+» от S&P, «В» от Moody's) и публикующая квартальную отчетность по МСФО, заметно выигрывает с точки зрения прозрачности, а также масштабов бизнеса (выручка 1,6 млрд долл. за 9М10 против около 480 млн долл. у Куйбышевазота) и текущих кредитных метрик («Чистый долг/ЕБИТДА» равен 2,14x). В то же время мы ожидаем роста леввериджа НК Альянс в 2011 г. на фоне реализации масштабной инвестиционной программы, при этом долговая нагрузка не должна превысить 3,0–3,5x.

В целом бонды Куйбышевазота, на наш взгляд, могут быть интересны с доходностью в верхней половине прогнозного диапазона (т. е. 9,2% – 9,5% к оферте), что соответствует премии в размере 30–60 б. п. к выпуску НК Альянс БО-1.

Национальный стандарт 01 – инвестиционный вывод

Мы полагаем, что при выставлении окончательных заявок на участие в размещении облигаций Банка Национальный стандарт серии 01 инвесторам следует ориентироваться на итоги формирования книги по бумаге СБ Банк БО-01 (подробно наше мнение о СБ Банке изложено в Мониторе первичных размещений от 28 февраля 2011 г.). Кредитные организации имеют сопоставимые размеры бизнеса и аналогичные риски деятельности, а более выраженная зависимости Банка Национальный стандарт от фондирования связанных сторон, по нашему мнению, компенсируется более очевидными перспективами поддержки со стороны собственника. Учитывая то, что книга по бумагам СБ Банка была закрыта с купоном в 9,75% на 1 год, размещение бумаг Банка Национальный стандарт ближе к нижней границе указанного организаторами диапазона мы сочли бы справедливым.

КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Куйбышевазот-Инвест ОЗ

Эмитент	ООО «Куйбышевазот-Инвест»
Поручитель	ОАО «Куйбышевазот»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	- / - / -
Объем, млрд руб.	3,0
Срок до оферты	3 года
Срок обращения	5 лет
Ориентир купона	8,75–9,25%
Ориентир доходности к оферте	8,94–9,46%

Куйбышевазот – экспортоориентированная химия

4 марта Куйбышевазот планирует разместить выпуск облигаций 3-й серии на 3 млрд руб. Эмитентом выступает SPV (ООО «Куйбышевазот-Инвест»), ОАО «Куйбышевазот» является поручителем по займу. Бумаги позиционируются организатором к трехлетней оферте с купоном 8,75% – 9,25%, что соответствует доходности в 8,94% – 9,46%.

Куйбышевазот – не новое имя на публичном рынке: до кризиса компания разместила два выпуска облигаций, последний из которых (на 2 млрд руб.) должен быть погашен в марте этого года. Насколько мы понимаем, на рефинансирование данного выпуска будут направлены средства от размещаемых облигаций. Кроме того, в качестве цели привлечения средств компания называет финансирование инвестиционной программы.

Вкратце о компании: Куйбышевазот – крупнейший в России производитель капролактама, а также полиамида-6 – полимера, для которого капролактан является базовым сырьем (мономер). Ключевые

области применения полиамида-6 – текстильная промышленность (производство нитей), производство инженерных пластиков, широко используемых в автопроме, а также выпуск технических волокон и кордной ткани – основы для производства шин. Куйбышевазот входит в десятку крупнейших мировых производителей капролактама и полиамида (4,5% мирового рынка капролактама). В структуре выручки компании за 9М10 (отчетность по РСБУ ОАО «Куйбышевазот») на долю этих двух продуктов приходилось порядка 57%. Куйбышевазот также в небольших объемах выпускает продукцию более высокого передела – техническую нить и кордную ткань (на мощностях дочерней компании ОАО «Курскхимволокно»).

Вторым ключевым сегментом бизнеса для компании, обеспечивающим порядка трети выручки, является производство аммиака и минеральных удобрений азотной группы – аммиачной селитры, карбамида, сульфата аммония.

ОАО «Куйбышевазот» в настоящий момент контролируется менеджментом предприятия (данные компании). Структура собственности включает перекрестное владение: по данным квартального отчета за 3К10, около 15% акций принадлежало ООО «Активинвест» и ООО «Куйбышевазот-Инвест» (100%-ные «дочки» ОАО «Куйбышевазот»).

Экспортоориентированное производство. Продажи Куйбышевазота в основном ориентированы на внешние рынки: за исключением объемов, используемых в производственном процессе (включая поставки на дочернее «Курскхимволокно»), компания экспортирует весь объем полиамида и капролактама. В сегменте удобрений доля экспорта превышает 50% (59% в 2009 году). Ключевыми направлениями экспорта по капролактаму и полиамиду для Куйбышевазота являются страны азиатского региона (85% и 65% поставок в физическом выражении в 2009 году соответственно); крупнейшим рынком является Китай.

Умеренная цикличность спроса на основные продукты. Основные конечные потребители продукции Куйбышевазота в мире имеют различную степень чувствительности к колебаниям экономических циклов. Спрос на полиамид со стороны производителей пластиков, обеспечивающих автопром, заметно более цикличен, чем спрос со стороны текстильной промышленности. В целом общий эффект экономического кризиса на операционные показатели компании по сегменту капролактама ограничивается «провальным» 4-м кварталом 2008 года: в 2009–2008 гг. Куйбышевазот показал рост производства (+6% г/г по капролактаму и +12% по полиамиду), а загрузка мощностей выросла (с 87% до 92% по капролактаму и с 81% до 90% по полиамиду). Спрос на азотные удобрения характеризуется довольно низкой эластичностью, что также нашло подтверждение в динамике операционных показателей в кризис.

Благоприятная конъюнктура на ключевых рынках. Около половины всего мирового потребления капролактама и полиамида приходится на азиатский регион, главным образом – Китай, который импортирует 50% всего потребляемого полиамида и две трети потребляемого капролактама (по данным Royal DSM, крупнейшего в мире производителя капролактама). Цены на полиамид и капролактан в Азии в прошлом году выросли на 25% – 30% на фоне восстановления мировой автомобильной промышленности (производство автомобилей в Китае в 2010 году выросло более чем на 30%), и, как следствие, увеличения объемов производства пластиков. Кроме того, спрос со стороны текстильной промышленности также вырос на фоне заметного удорожания «натурального» сырья – хлопка (рост цен почти вдвое в 2010 г.) и более активного использования синтетических тканей. Эффект растущего спроса на цены усиливается существующим дефицитом капролактама на рынке. Технология производства капролактама является относительно затратной с точки зрения инвестиций, и ввод новых мощностей, как правило, требует длительного времени. По оценкам отраслевых источников (ICIS), существующий дефицит капролактама сохранится на рынке как минимум в текущем году, оказывая поддержку ценам. Стоит отметить, что в январе – феврале 2011 г. капролактан и полиамид в Азии уже подорожали на 20% – 25% к уровням декабря прошлого года.

В отличие от выпуска капролактама, производство полиамида не требует существенных затрат. Удельные издержки производства полиамида-6 из капролактама, по информации компании, составляют порядка 100–120

долл./т, а нормальный уровень премии цены полиамида-6 к капролактаму – 200–300 долл./т (при текущих ценах на капролактамы в районе 3500 долл./т). Для сравнения, премия цены капролактама к стоимости сырья – бензола, – позволяющая производителям капролактама оставаться в зоне прибыли, составляет 1 000–1 200 долл./т (сейчас больше 2 000 долл./т). Мировые мощности по выпуску полиамида, по информации Куйбышевазота, загружены лишь на 60% на фоне большого объема строительства в Китае в последние годы, однако более высокому уровню выпуска препятствует нехватка сырья. В апреле прошлого года в целях поддержки внутренних производителей Китай ввел антидемпинговые пошлины на полиамид-6, что также оказало поддержку ценам. При этом для Куйбышевазота пошлина составила лишь 5,9% – заметно меньше, чем для американских и европейских импортеров.

В целом насколько мы понимаем, в цепочке реализуемых на экспорт продуктов основную стоимость создает капролактамы, тогда как полиамид является альтернативным каналом продаж базового продукта и позволяет извлекать дополнительную прибыль за счет невысоких «конверсионных» расходов.

Конъюнктура на рынке азотных удобрений в прошлом году также складывалась довольно благоприятно для компании: экспортные цены на карбамид, аммиачную селитру и сульфат аммония в портах Черного моря прибавили 44%, 40% и 82% соответственно, в основном за счет заметного роста во втором полугодии на фоне восстановления спроса и ожиданий введения экспортных пошлин на некоторые виды удобрений в Китае. Рост экспортных цен заметно превысил повышение внутренних цен на газ в 2010 году (15,3% – 3К10/3К09, по данным квартального отчета ОАО «Куйбышевазот» по РСБУ). В текущем году общий тренд на рынке азотных удобрений, скорее всего, останется позитивным, учитывая меры по ограничению экспорта удобрений в Китае (продление действия временных экспортных пошлин до 30 июня 2011 г.), а также перенос ввода ряда новых крупных мощностей с 2010–2012 гг. на более поздние сроки и возможное введение субсидий на карбамид в Индии.

Относительно современные производственные мощности. Действующие мощности Куйбышевазота по производству аммиака (базовый продукт в линейке азотных удобрений) были введены в 70-х и модернизированы в конце 90-х. В итоге компания выглядит довольно конкурентоспособно с точки зрения операционной эффективности производства азотных удобрений: расход природного газа на тонну аммиака в 2009 году был ниже 1100 куб. м при среднеотраслевом уровне (по данным Куйбышевазота) выше 1250 куб. м. Для сравнения, Акрон в 2009 году потреблял в среднем 1139 куб. м газа на тонну аммиака (средний уровень по отрасли в 2009 году Акрон оценивал на уровне 1193 куб. м). Низкая норма потребления газа должна обеспечить большую защищенность от рисков, связанных с либерализацией внутренних цен на газ в России (ожидается в 2015 году).

Производство капролактама также можно назвать относительно современным – первая очередь была введена в 1977 г., вторая – в 1993 г., при этом в 2000-х компания активно инвестировала в расширение мощностей и сокращение норм потребления сырья.

Финансовые результаты. Азотные удобрения – более рентабельный сегмент. Куйбышевазот отчитывается по МСФО на ежегодной основе: инвесторам доступна отчетность за 2006 – 2009 гг. Данные по МСФО в целом сопоставимы с показателями РСБУ. Относительно подробную посегментную разбивку своих результатов компания последний раз приводила в отчетности МСФО за 2008 год. Исходя из этих данных, азотные удобрения в целом обеспечивали более существенную норму прибыли, чем производство капролактама/полиамида, имеющее более весомый вес в общем объеме продаж. В 2006 году рентабельность по капролактаму была отрицательной, что, впрочем, объясняется «локальными» сложностями с поставками бензола в России и, как следствие, ростом цен на основное сырье, используемое этим сегментом бизнеса. На результатах 2008 года (рентабельность EBITDA в 7% против 47% по азотным удобрениям) сказалось заметное падение продаж в 4-м квартале. В то же время в «докризисном» 2007 году сегмент капролактама обеспечивал рентабельность на уровне 14%, тогда как по азотным удобрениям показатель был более чем вдвое выше (33% по EBITDA). Согласно комментариям менеджмента, «нормальный» уровень валовой маржи по сегменту капролактама последние несколько лет находится в диапазоне 8% – 15%.

Подробной посегментной разбивки за 2009 – 2010 гг. компания не предоставляет, в то же время мы отмечаем, что норма прибыли Куйбышевазота в 2009 году (по МСФО) и за 9М10 уступала аналогичному показателю по азотному сегменту бизнеса Еврохима (17% против 25% за 9М10).

Агрессивная финансовая политика в предыдущие годы. В 2006 – 2009 гг. Куйбышевазот инвестировал существенные средства в модернизацию и расширение мощностей – за исключением 2007 года капитальные расходы не покрывались собственным операционным денежным потоком. Наиболее существенный «дефицит» наблюдался в 2006 году. Помимо инвестиций в развитие, компания также тратила довольно существенные суммы на выплату дивидендов акционерам, а также выкуп собственных акций у миноритариев. Наиболее существенные затраты (в сумме около 1,3 млрд руб. на дивиденды/выкуп акций) приходились на «проблемный» для компании 2006 год. В 2007, 2008 и 2009 гг. Куйбышевазот платил дивиденды в размере 16%, 30% и 70% от чистой прибыли (по МСФО) соответственно. Дефицит собственных средств на инвестиции, дивиденды и выкуп акций компания покрывала ростом долга: по последней доступной отчетности МСФО за 2009 год, общий левверидж Куйбышевазота вырос до 4,4х EBITDA.

В 2010 году финансовая политика Куйбышевазота была уже не столь агрессивной. По итогам 9М10 (данные РСБУ) долг в абсолютном выражении вырос на 4% (в 2009 году – на 17%) – существенную часть капитальных расходов (1,5 млрд руб.) компания смогла покрыть из собственных источников на фоне заметного роста прибыли. При этом Куйбышевазот выплатил довольно умеренные дивиденды (около 190 млн руб. за 9М10, 17% от чистой прибыли за период), и, по словам менеджмента, не выкупал собственные акции.

Порядка 80% кредитного портфеля (без учета рублевых облигаций серии 2) приходилось на обеспеченный долг. Крупнейшим кредитором компании является Сбербанк, на долю которого на 1 января 2011 г. приходилось около 55% портфеля.

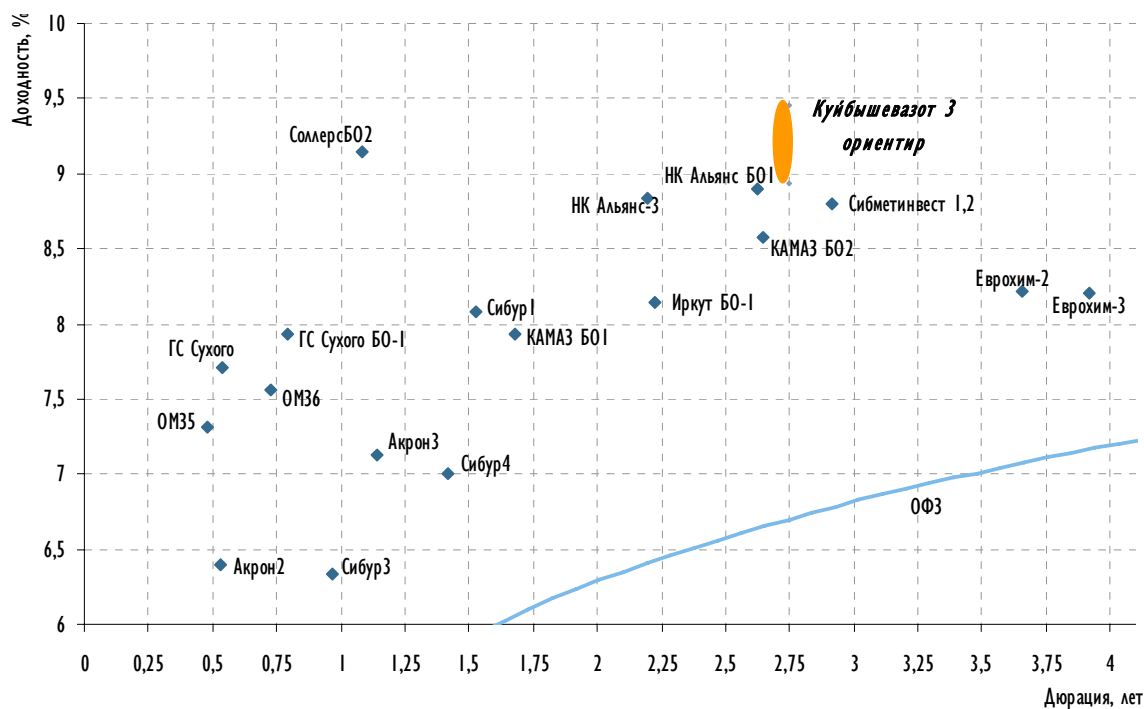
Умеренные инвестиционные аппетиты до 2015 г. По данным компании, общий объем инвестиционных расходов в ближайшие 5 лет может составить 6 млрд руб., в 2011 г. – 1,5 млрд руб. Крупнейшим проектом (3 млрд руб.) будет строительство современной установки по производству циклогексанона («промежуточное звено» в процессе производства капролактама): Куйбышевазот приобрел соответствующую лицензию у голландской Royal DSM, лидера мирового рынка капролактама. Цена лицензии составляет порядка 4,2 млрд руб., которые Куйбышевазот должен будет выплатить в течение 15 лет после ввода установки в эксплуатацию (предположительно в 2014 году). Новая технология позволит сократить расходы на выпуск капролактама, а также в перспективе увеличить мощности по капролактаму почти на 40% (до 260 тыс. т в год). Кроме того, планы сотрудничества с DSM предполагают создание на площадке Куйбышевазота СП по производству инженерных пластиков (DSM – 51%), что создаст дополнительный источник внутреннего спроса для продукции компании, а также СП по продажам полиамида-6 и пластиков на рынках СНГ (также будет контролироваться DSM).

В целом, если предположить, что EBITDA компании в 2011 году останется на уровне 2010 г. – около 3,3 млрд руб. (аннуализированная цифра за 9M10), запланированный объем инвестиций в целом не выглядит слишком агрессивно относительно собственных денежных потоков Куйбышевазота. Мы отмечаем, что выручка и прибыль компании могут вырасти за счет увеличения загрузки мощностей, в том числе введенных в 2010 году (увеличение по полиамиду-6 до 150 тыс. т в год). С другой стороны, рост производства, вероятно, потребует инвестиций в оборотный капитал, что окажет давление на операционный денежный поток. Согласно комментариям менеджмента, компания планирует привлекать кредитные ресурсы под новые инвестиционные проекты. При этом в качестве «предельного» уровня кредитного плеча компания видит соотношение «Долг/EBITDA» равное 4х.

Позиционирование. Компания ориентирует инвесторов на купон 8,75% – 9,25%, доходность на 3 года – 8,94% – 9,46% годовых. В отсутствие ликвидных аналогов из химической отрасли с сопоставимой дюрацией, мы рекомендуем отталкиваться от доходности других недавно размещенных бумаг второго эшелона, в частности, НК Альянс БО-1 (8,9% @ февраль 2014 г.). На фоне Куйбышевазота НК Альянс, имеющая кредитный рейтинг («В+» от S&P, «В» от Moody's) и публикующая квартальную отчетность по МСФО, заметно выигрывает с точки зрения прозрачности, а также масштабов бизнеса (выручка 1,6 млрд долл. за 9M10 против около 480 млн долл. у Куйбышевазота) и текущих кредитных метрик («Чистый долг/EBITDA» равен 2,14х). В то же время мы ожидаем роста леввериджа НК Альянс в 2011 г. на фоне реализации масштабной инвестиционной программы, при этом долговая нагрузка не должна превысить 3,0–3,5х.

В целом бонды Куйбышевазота, на наш взгляд, могут быть интересны с доходностью в верхней половине прогнозного диапазона (т. е. 9,2% – 9,5% к оферте), что соответствует премии в размере 30–60 б. п. к выпуску НК Альянс БО-1.

Доходности выборочных выпусков промышленного сектора, на 1 марта 2011 г.



Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели ОАО «Куйбышевазот» по МСФО за 2006-2009, по РСБУ – за 9М10 и 9М09, млн руб.

	МСФО				РСБУ		
	2006	2007	2008	2009	9М10	г/г	9М09
Выручка	12 847	17 331	19 759	17 114	14 486	29%	11 261
ЕВИТДА	1 223	3 672	4 702	1 816	2 489	85%	1 346
<i>ЕВИТДА рентабельность, %</i>	<i>10%</i>	<i>21%</i>	<i>24%</i>	<i>11%</i>	<i>17%</i>	<i>5 п. п.</i>	<i>12%</i>
Операционный денежный поток	305	1 281	2 814	616	—	—	—
Капитальные вложения	1 976	1 130	2 891	1 152	—	—	—
Свободный денежный поток	-1 671	151	-77	-536	—	—	—
Всего активов	14 223	16 580	18 980	20 296	22 384	19%	18 793
Собственный капитал	5 338	6 729	8 522	8 764	10 194	11%	9 210
Совокупный долг, в том числе	6 940	7 352	8 099	9 506	9 337	12%	8 329
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	<i>46%</i>	<i>40%</i>	<i>44%</i>	<i>64%</i>	<i>26%</i>	<i>-15 п. п.</i>	<i>41%</i>
Денежные средства и эквиваленты	742	672	1 128	1 738	378	99%	190
Показатели							
Долг/Капитал, х	1,3	1,1	1,0	1,1	0,9	—	0,9
ЕВИТДА/Чистые процентные расходы, х	2,9	6,3	6,9	2,0	5,4	—	2,1
Чистый долг/ЕВИТДА, х	6,2	1,9	1,7	3,6	3,0	—	6,8
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	48,7	отр.	отр.	—	—	—

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Банк Национальный стандарт 01

Эмитент	000 КБ «Национальный стандарт»
Рейтинги эмитента, S&P/Moody's/Fitch	– / ВЗ / –
Объем, млрд руб.	1,5
Оферта	1 год
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	9,75–10,25%
Ориентир доходности	9,99–10,51%
Закрытие книги	3 марта, 17:00 мск

Банк Национальный стандарт – важность поддержки акционера

До 17:00 мск 3 марта, КБ Национальный стандарт будет собирать заявки инвесторов на приобретение облигаций серии 01. Бумаги объемом 1,5 млрд руб. имеют 3-летний срок обращения, при этом организаторы ориентируют инвесторов на ставку купона в 9,75–10,25% до оферты через 1 год (соответствует доходности УТР 9,99–10,51%).

В настоящее время в обращении находится 1 выпуск облигаций объемом 2,0 млрд руб., эмитентом которого является ОАО «НС-финанс», дочерняя структура КБ «Национальный стандарт» (сама кредитная организация является поручителем по займу). Погашение бумаги должно состояться уже в мае текущего года.

Краткий обзор. Банк Национальный стандарт – небольшая кредитная организация, представленная сейчас в 4 крупных городах европейской части страны (в частности, в Волгограде, Воронеже,

Москве, Новороссийске) и ряде более мелких. На конец 2010 года банк располагал активами в 37,5 млрд руб. по РСБУ, что соответствует 90-му месту среди отечественных кредитных организаций (с учетом проформа консолидации показателей дочернего РусЮГБанка – 43,0 млрд руб., или 82-е место). Банк имеет рейтинг от агентства Moody's на уровне «ВЗ», прогноз «Стабильный».

Мы хотим обратить внимание инвесторов на следующие аспекты кредитного профиля банка.

Возможности акционера оказывать поддержку. Конечным бенефициаром, контролирующим 100% капитала Банка Национальный стандарт, является Лев Кветной – бизнесмен из ТОП-100 богатейших предпринимателей страны по версии журнала Forbes, занявший в списке 2010 года 49-е место с состоянием в 1,3 млрд долл. Основной актив Кветного – ОАО «Новоросцемент», крупный производитель строительной продукции; согласно сообщениям в СМИ, он также владеет миноритарным пакетом акций аэропорта Внуково.

С одной стороны, для нас очевидно, что Кветной располагает средствами для поддержки своего актива в случае необходимости (добавим, что в прошлом Банк Национальный стандарт уже получил от акционера субординированные кредиты в объеме 2,2 млрд руб.). С другой стороны, мы не можем гарантировать, что в гипотетическом сценарии возникновения финансовых трудностей/нового витка экономического кризиса

Основные финансовые показатели ОАО «Новоросцемент» по РСБУ, млн руб.

	2007	2008	2009	9M10
Совокупные активы	10 693,3	7 162,9	9 937,3	15 015,1
Собственный капитал	9 530,6	3 824,7	5 150,5	5 562,0
Совокупный долг, в т. ч.	0,0	2 486,4	4 133,5	8 428,6
Краткосрочный долг	0,0	1 490,1	0,0	1 001,0
Денежные средства	434,9	1 507,5	793,9	2 118,4
Выручка	10 847,5	14 051,1	7 697,3	5 677,9
ЕБИТДА	7 137,4	8 692,0	2 330,1	1 166,2
Чистая прибыль	5 671,7	6 296,3	1 296,1	409,7
Выборочные коэффициенты				
Долг/Капитал, %	0,0	65,0	80,3	151,5
ЕБИТДА/Проценты, х	–	217,5	9,5	5,5
Долг/ЕБИТДА LTM, х	0,0	0,3	1,8	5,1

Источник: ежеквартальные отчеты ОАО «Новоросцемент», расчеты Газпромбанка

именно банковские активы станут объектом первостепенного внимания со стороны собственника.

Стоит к тому же отметить, что финансовые показатели ОАО «Новоросцемент», испытавшие существенную просадку в кризис, до сих пор не сильно превосходят уровни 2009 года; более того, по данным РСБУ, долговая нагрузка на предприятие в течение 2010 года резко возросла. Согласно ежеквартальным отчетам ОАО «Новоросцемент», на 30 сентября 2010 г. объем кредитных ресурсов, предоставленных компании со стороны Банка Национальный стандарт, составлял 0,9 млрд руб.; учитывая текущее финансовое положение Новоросцемента, мы видим высокую вероятность того, что данные ресурсы будут пролонгированы в момент наступления платежа, а не погашены из имеющихся денежных средств.

Концентрация риска в активной части баланса... Как и многие отечественные кредитные организации за пределами ТОП-50, Банк Национальный стандарт характеризуется достаточно высоким уровнем концентрации кредитных рисков: на конец 2009 года на долю 15 заемщиков приходилось 55,6% валового портфеля банка по МСФО. По информации организаторов размещения, среди ключевых клиентов банка – помимо уже упоминавшегося Новоросцемента – можно назвать аэропорт «Внуково» и обслуживающие его предприятия, Московский Электромеханический завод имени Владимира Ильича, ГК «РЕГИОН», сеть ресторанов «Якитория».

Уровень концентрации кредитных рисков выглядит тем более высоким, если учесть, что совокупный объем ресурсов, предоставленных крупнейшим заемщикам (согласно МСФО-отчетности), на конец 2009 года почти в 2 раза превосходил собственные средства банка по РСБУ (согласно отчетной форме №134). В то же время нельзя не учесть, что благодаря наиболее тесному сотрудничеству с ограниченным кругом заемщиков банку, по всей видимости, удастся добиваться хорошего качества портфеля (по данным организаторов размещения, доля

займов 3-й – 5-й категорий риска составляет 10%). Как мы понимаем, в кризис данный эффект поддерживался в том числе благодаря активной реструктуризации проблемных долгов (условия по кредитам, составлявшим 23,5% портфеля банка, на конец 2009 года были пересмотрены).

... **равно как и в пассивах.** Согласно МСФО-отчетности банка за 2009 год – последней имеющейся в свободном доступе – на 31 декабря 2009 г. 30,2% депозитов, которые составляют основу обязательств организации, приходились на долю одного клиента. К тому же, 36,0% всех обязательств банка на ту же дату представляли собой фондирование со стороны связанных сторон. Нельзя, однако, не отметить, что ликвидные активы, которыми располагает организация, – 13,4 млрд руб. в кассе, остатков на корсчетах и вложений в ценные бумаги на конец 2010 года по РСБУ, или 32,0% от валюты баланса на аналогичную дату¹ - выглядят в целом достаточной «подушкой ликвидности» на случай возможного оттока клиентских средств.

Самостоятельное генерирование доходов – под давлением. В последнее время чистая процентная маржа Банка Национальный стандарт ужималась в рамках общерыночных тенденций. По нашим подсчетам, с 4,6% по итогам 2009 года (МСФО) – и так невысокого показателя, во многом объясняющегося дороговизной пассивов (средняя эффективная ставка 10,5%), – в 2010 году ЧПМ снизилась до 2,9% (РСБУ). Добавим, что в условиях существующей бизнес-модели банку традиционно удается генерировать лишь минимальные объемы чистой прибыли (рентабельность активов не более 1,0%). Учитывая данные факторы, мы склонны полагать, что в расчете по собственным публичным обязательствам банк полагается в том числе на возможности рефинансирования, которые, как мы уже не раз писали в аналитических обзорах, для эмитентов с рейтингами «ВЗ/В-» могут в ближайшие годы оказаться под давлением вследствие ужесточения требований к бумагам, претендующим на включение в ломбардный список ЦБ.

Позиционирование выпуска. Мы полагаем, что при выставлении окончательных заявок на участие в размещении облигаций Банка Национальный стандарт серии 01 инвесторам следует ориентироваться на итоги формирования книги по бумаге СБ Банк БО-01 (подробно наше мнение о СБ Банке изложено в Мониторе первичных размещений от 28 февраля 2011 г.). Кредитные организации имеют сопоставимые размеры бизнеса и аналогичные риски деятельности, а более выраженная зависимости Банка Национальный стандарт от фондирования связанных сторон, по нашему мнению, компенсируется более очевидными перспективами поддержки со стороны собственника. Учитывая то, что книга по бумагам СБ Банка была закрыта с купоном в 9,75% на 1 год, размещение бумаг Банка Национальный стандарт ближе к нижней границе указанного организаторами диапазона мы сочли бы справедливым.

¹ основано на консолидированных проформа результатах КБ Национальный стандарт и дочернего Русского южного банка по РСБУ

Основные финансовые показатели Банка Национальный стандарт по МСФО и РСБУ, млн руб.

	МСФО			РСБУ ²
	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	755,3	1 202,0	1 218,0	892,6
Чистые комиссионные доходы	143,4	263,3	175,8	347,7
Результат от операций с ценными бумагами и деривативами	232,2	(474,2)	202,4	150,3
Операционные доходы	1 128,3	1 076,9	1 559,1	1 584,3
Операционные расходы	(552,2)	(673,4)	(694,0)	(1 250,9)
Резервы под обесценение процентных активов	(59,3)	(455,9)	(576,5)	(49,9)
Чистая прибыль	364,1	1,1	206,7	283,5
Денежные средства и эквиваленты	1 989,5	4 060,8	1 558,2	2 591,8
Средства в банках	2 556,4	696,4	905,0	329,2
Ценные бумаги	4 236,3	3 124,5	2 902,3	10 439,5
Чистый кредитный портфель	19 001,3	20 949,1	19 157,2	25 805,5
Средства ЦБ	0,0	2 002,8	971,3	489,5
Средства других банков	2 593,6	879,9	2 089,5	6 779,2
Средства клиентов	16 066,8	14 476,2	14 399,4	20 610,8
Выпущенные долги	4 530,0	6 705,5	3 538,6	7 316,9
Субординированный долг	2 220,0	2 220,0	2 220,0	2 200,0
Итого капитал	4 000,4	3 673,5	4 174,2	5 562,6
Итого активов	29 526,5	29 993,0	27 804,4	41 708,2
Ключевые коэффициенты				
Рентабельность капитала (ROAE)	—	0,0%	5,3%	5,2%
Рентабельность активов (ROAA)	—	0,0%	0,7%	0,8%
Чистая процентная маржа (NIM)	—	4,4%	4,6%	2,9%
Чистый процентный спред (NIS)	—	3,9%	3,8%	3,1%
Стоимость риска	—	2,2%	2,7%	0,2%
Расходы/Доходы (С/Д)	48,9%	62,5%	44,5%	79,0%
Чистые кредиты/Депозиты	118,3%	144,7%	133,0%	125,2%
Резервы/Кредиты	3,3%	5,0%	7,8%	3,4%
Крупные кредитные риски, % от портфеля	54,5%	33,0%	55,6%	-
Ссуды с пересмотренными условиями, % от портфеля	-	15,1%	23,5%	-
Фондирование связанных сторон, % от обязательств	54,2%	41,1%	36,0%	-
Капитал/Активы	13,5%	12,2%	15,0%	13,3%
Денежные средства и эквиваленты/Активы	6,7%	13,5%	5,6%	6,2%

Источник: банк, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов

Yury.Tulinov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

² основано на консолидированных проформа результатах КБ Национальный стандарт и дочернего Русского южного банка по РСБУ



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.