

УРСА Банк Медвежья хватка

- **История.** Новосибирский УРСА Банк появился в декабре прошлого года в результате объединения Сибкадембанка и Уралвнешторгбанка. УРСА Банк – один из ведущих региональных банков страны, который занимает лидирующие позиции на своих «домашних» рынках (Сибирский и Уральский ФО).
- **Структура собственности.** Банк контролируется группой российских предпринимателей во главе с И. Кимом, большинство из которых давно и успешно работают в банковской сфере. Зарубежным акционерам (ЕБРР, DEG и Clariden Leu) принадлежит более 28% в капитале банка. Взаимоотношения между российскими и зарубежными собственниками акций и банком регулируются соглашением акционеров.
- **Бизнес-модель.** Банк развивается как финансовый институт, предоставляющий полный спектр услуг. Основное внимание уделяется потребительскому кредитованию, а также кредитованию малых и средних предприятий.
- **Рыночные позиции.** В Сибирском ФО банк занимает второе после Сбербанка место, а в Уральском ФО входит в пятерку ведущих игроков – на Урале конкуренция со стороны местных банков гораздо выше.
- **Собственный капитал.** На наш взгляд, уровень капитализации банка можно назвать самым большим приемлемым, если учесть, что значительная часть капитала представлена гибридными инструментами (привилегированными акциями) и субординированным долгом, а весомая доля акционерного капитала приходится на гудвилл.
- **Риски ухудшения качества активов вследствие стремительного роста.** Банк развивался быстрыми темпами за счет органического роста, а также путем присоединения Уралвнешторгбанка. Такая стратегия роста увеличивает риски ухудшения качества активов, которые и так свойственны быстрорастущей банковской системе страны.
- **Неоднозначное качество активов.** Если качество кредитного портфеля в корпоративном сегменте достаточно хорошее, то процент просроченных кредитов в розничном портфеле достаточно высок, хотя и не критичен. Впрочем, мы ожидаем снижения рисков портфеля благодаря увеличению доли менее рискованных кредитов.
- **Диверсификация кредитного портфеля – выше среднего.** В конце прошлого года на долю двадцати крупнейших заемщиков приходилось 10.6% от общей суммы ссудного портфеля. Такой низкий уровень концентрации рисков (заметно ниже средних показателей) обеспечивается за счет акцента на кредитовании физических лиц, малых и средних предприятий.
- **Результаты деятельности.** УРСА Банк показывает достаточно высокие показатели доходности благодаря широкой марже и улучшению эффективности. В дальнейшем на результаты банка будут оказывать воздействие разнонаправленные факторы: негативный фактор – снижение маржи; позитивные факторы – увеличение доходов от перекрестных продаж и дальнейшее повышение эффективности.
- **Ликвидность и фондирование.** В последние годы расширение деятельности банка происходило преимущественно благодаря росту активов. Депозиты клиентов не могли быть единственным источником средств для роста, в связи с чем банк прибегал к различным источникам финансирования на рынках капитала (и соответственно увеличил свою зависимость от них), которые подчас могут быть дорогими и чувствительными к неблагоприятной конъюнктуре.

Основные финансовые показатели

USD млн, если не указано иное	2005	2006	1 кв. 2007*
Совокупные активы	998	4 239	4 471
Кредитный портфель	693	2 560	3 019
Чистая прибыль	18	54	22
Достаточность капитала			
Собственный капитал	99	570	593
Капитал/Активы	156	324	344
Коэффициент капитала первого уровня (Tier 1)	11.7%	10.1%	8.9%
Качество активов			
Просроченные кредиты/Кредитный портфель	3.0%	5.6%	5.8%
Проблемные кредиты/Кредитный портфель	н/д	3.5%	3.8%
Резервы/Кредитный портфель	1.6%	4.2%	4.1%
Ликвидность			
Кредиты/Средства на счетах клиентов	142.8%	184.7%	202.9%
Кредиты/Совокупные активы	69.4%	60.4%	67.5%
Средства, привлеченные на финансовых рынках/Обязательства	41.4%	44.5%	55.3%
Рентабельность и эффективность			
Чистая процентная маржа (скорр.)	9.5%	10.1%	8.7%
Затраты/Средние активы	4.7%	6.5%	5.6%
Коэффициент эффективности RoAA (скорр.)	61.8%	49.4%	54.2%
RoAA (скорр.)	2.8%	2.7%	2.3%
RoAE	30.8%	28.6%	26.4%

* Аннуализированные показатели, где необходимо.

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Инвестиционный вывод

Кредитный профиль

УРСА Банк – один из крупнейших региональных банков страны. По данным агентства Интерфакс, на первое апреля УРСА Банк замыкал двадцатку ведущих банков по размеру активов (USD4.47 млрд согласно отчетности по МСФО).

УРСА Банк стал наследником новосибирского Сибкадембанка, к которому в декабре прошлого года был присоединен екатеринбургский Уралвнешторгбанк. Благодаря схожим корпоративным культурам слияние прошло сравнительно гладко, однако на операционном уровне бизнес банков пока интегрирован не полностью. УРСА Банк занимает второе после Сбербанка место в Сибирском ФО и является одним из ведущих банков в Уральском ФО. Сибирский и Уральский ФО включают 22 субъекта федерации и вместе занимают примерно 40.5% территории страны. На конец марта нынешнего года в двух округах проживало 33.4 млн человек. Сеть УРСА Банка насчитывает 21 региональный филиал, 239 отделений, 4 представительства и 360 банкоматов. В конце марта в банке работало около 10 000 сотрудников. Стратегия развития банка предусматривает оптимизацию и повышение эффективности существующей сети.

Пост председателя совета директоров банка УРСА Банка занимает его основной акционер И. Ким. Г-н Ким, получивший профильное образование, работал в банковской сфере с 1993 г. и сделал блестящую карьеру. В 2002-2004 гг. он исполнял обязанности председателя правления Банка «Каспийский» (Казахстан). Г-н Ким обладает всеми чертами блестящего руководителя, и именно он стал вдохновителем трансформации банка в регионального лидера. Его деловые партнеры (А. Таранов, А. Бекарев и другие) также отлично разбираются в банковском деле, благодаря чему по уровню организации деятельности банк занимает одно из ведущих мест не только на региональном, но и на национальном уровне. В формировании стратегии развития банка непосредственное участие принимают опытные зарубежные акционеры (ЕБРР, DEG и Clariden Leu), представители которых играют заметную роль в совете директоров. Банком руководит высокопрофессиональная команда менеджеров, но присутствие заинтересованных акционеров с отличным пониманием банковского дела оказывает дополнительную поддержку.

Главным образом благодаря быстрому росту активов банк в последние три года стремительно развивался, в результате чего его рыночная доля резко увеличилась с достаточно низкого уровня. Банк активно развивал направление необеспеченного потребительского кредитования в большинстве регионов своего присутствия. Потребительские кредиты приносят очень высокий доход, но сопряжены с повышенными рисками, следствием чего является относительно высокий процент невозвратов. Впрочем, мы рассчитываем, что риски кредитного портфеля банка будет постепенно снижаться в силу причин, речь о которых пойдет далее.

Экспоненциальный рост банка требует периодического вливания капитала. Для предотвращения размывания долей акционеров банк достаточно активно выпускает инструменты привлечения капитала без голосующих прав (например, привилегированные акции). Такие гибридные инструменты сочетают черты долевых и долговых. Следует отметить, что чрезмерное увлечение выпуском гибридных инструментов может негативно сказаться на восприятии качества капитала банка как инвесторами, так и рейтинговыми агентствами. Как смягчающее обстоятельство, последний выпуск привилегированных акций, принесший банку более USD400 млн, имеет низкий уровень минимальной дивидендной ставки (примерно 3.86% годовых против 9% для предыдущего выпуска). Следовательно, в перспективе (причем не такой отдаленной) возникнет потребность во вливании чисто акционерного капитала, а значит, акционеры банка могут решиться на проведение первичного размещения либо продажу пакета акций стратегическому инвестору.

Сильные стороны

- Один из наиболее сильных региональных банков с развитым бизнесом и прочными позициями на традиционных рынках.
- Участие в уставном капитале нерезидентов (свыше 28% акций принадлежит ЕБРР, DEG и Clariden Leu) привносит ценный опыт институциональных инвесторов.
- Постепенное улучшение стандартов корпоративного управления.
- Уменьшение доли высокорискованных кредитных продуктов должно способствовать общему снижению рисков кредитного портфеля, хотя побочным эффектом станет снижение рентабельности.
- Степень диверсификации портфеля выше средней.
- Достаточно высокие показатели рентабельности и удовлетворительное положение с точки зрения ликвидности.

Слабые стороны

- Экспоненциальный рост может привести к снижению качества активов по мере созревания кредитного портфеля и перехода на следующий этап кредитного цикла.
- Появление новых игроков на традиционных рынках и действия регулирующих органов могут привести к неблагоприятному изменению конкурентной среды, снижению процентной маржи и повышению уровня риска в кредитной политике.
- Восприимчивость (в весьма отдаленной перспективе) качества активов и ликвидности банка к воздействию неблагоприятных внешних факторов на национальном или региональном уровне.
- Сравнительно высокая доля просроченных кредитов в сегменте потребительского кредитования (пока уровень их покрытия резервами достаточен).
- Опережающий рост активов повышает зависимость банка от источников финансирования, чувствительных к изменению уровня доверия.
- Относительно низкий уровень достаточности капитала при растущей доле гибридных инструментов в капитале банка.

Сравнительный анализ

УРСА Банк является одним из ведущих игроков в двух федеральных округах и выделяется на фоне других российских банков. Большинство крупных по региональным меркам банков обычно представлены только в одном субъекте федерации. Как следствие, региональных банков, сопоставимых с УРСА Банком по географическому охвату, практически нет. С учетом данного обстоятельства мы выбрали казанский АК БАРС и московские Росбанк и Уралсиб, которые, на наш взгляд, лучше всего подходят для сравнительного анализа (табл. 1).

Таблица 1. УРСА Банк и сопоставимые банки

Показатель	УРСА Банк	АК БАРС	Уралсиб	Росбанк
Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	–/Ba3/B	–/Ba2/BB-	B+/Ba3/B+	B+/Ba2/B+
Отчетный период	2006 г.	2006 г.	2006 г.	2006 г.
Стандарты финансовой отчетности	МСФО	МСФО	МСФО	МСФО
Совокупные активы, USD млн	4 239	3 865	11 606	11 159
Капитал/Активы	570	886	1 742	1 066
Коэффициент достаточности капитала	8.1%	22.9%	15.0%	9.6%
Коэффициент капитала первого уровня (Tier 1)	10.1%	16.9%	13.8%	12.1%
Просроченные кредиты/Кредитный портфель	5.6%*	1.04%**	н/д	3.2%
Чистая процентная маржа	10.1%	4.9%	5.0%	7.0%
RoAA	2.7%	1.8%	1.5%	1.5%
Затраты/Средние активы	6.5%	2.6%	4.9%	5.2%
Кредиты/Средства на счетах клиентов	192.7%	139.6%	86.1%	78.8%

* Включая все просроченные кредиты (даже с просрочкой на один день)

** Данные за первое полугодие 2006 г.

Источники: данные банков, Fitch Ratings, оценка Ренессанс Капитала

Хотя мажоритарные акционеры УРСА Банка, по нашему мнению, не обладают существенными денежными ресурсами¹, по темпам роста банку удалось существенно опередить рынок, в результате чего он быстро вошел в двадцатку ведущих кредитных организаций страны. Мы считаем, что УРСА Банк обладает рядом привлекательных черт на фоне банков АК БАРС и Уралсиб и других финансовых организаций с региональным присутствием. УРСА Банк в меньшей степени привязан к одному региону (в отличие, скажем, от банка АК БАРС) и при желании может расширять свое географическое представительство. УРСА Банк не зависит от региональных властей, как часто обстоит дело в случае других крупных региональных банков. Кроме того, банк показывает достойные результаты по рентабельности (без учета разовых и торговых доходов), чего, например, не хватает банку Уралсиб. В целом УРСА Банк представляется одним из лучших образцов сфокусированного роста среди региональных банков.

Вместе с тем, необходимо отметить, что быстрые темпы роста УРСА Банка потребовали некоторого напряжения ресурсов. На наш взгляд, банк имеет самый низкий показатель базового капитала (весомая доля капитала приходится на нематериальные активы, связанные с покупкой Уралвнешторгбанка) и самый высокий коэффициент Кредиты/Средства на счетах клиентов, что является признаком структурных дисбалансов² и необходимости привлекать значительные внешние заимствования для финансирования быстрого роста. Тем не менее, банку в определенной степени удалось решить эту проблему, хорошо сбалансировав активы и пассивы по срокам погашения.

С точки зрения корректности раскрытия информации по просроченным кредитам УРСА Банк превосходит банки референтной группы. Банк перешел на более жесткие стандарты раскрытия информации – вместо доли просроченных платежей по кредитам банк показывает полный остаток по кредитам, по которым имеются просроченные платежи. Достаточно высока и степень детализации, включая разбивку по времени просрочки. Данные по просроченным кредитам не являются сопоставимыми для всех банков группы, однако можно сделать вывод, что процент просроченных кредитов у УРСА Банка наиболее высокий. Это связано с большей долей

¹ АК БАРС по сути контролируется правительством Татарстана, а Росбанк и Уралсиб – состоятельными бизнесменами. По нашему мнению, возможности российских акционеров УРСА Банка не столь значительны.

² Мы считаем более комфортным уровень данного показателя, не превышающий 100%.

необеспеченных потребительских кредитов, которые, впрочем, приносят наибольший доход³.

Зависимость фондирования УРСА Банка от рыночных источников наиболее существенна среди банков группы. На наш взгляд, в обозримом будущем не следует ожидать резкого улучшения ситуации, а значит, позиции банка с точки зрения ликвидности в неблагоприятных условиях вызывают наибольшие опасения.

С другой стороны, УРСА Банк может похвастаться наивысшим показателем чистой процентной маржи, который обеспечивается за счет большей доли высокодоходных кредитов физическим лицам. Постепенно улучшаются показатели эффективности, но потенциал далеко не исчерпан. Наибольших успехов банк может добиться, уделяя внимание развитию перекрестных продаж, систем автоматизации и оптимизации сети.

В заключение отметим, что УРСА Банк обладает хорошим потенциалом для того, чтобы остаться в числе лидеров рынка, сохраняя при этом устойчивое финансовое положение.

История и структура акционерного капитала

Сибкакадембанк (переименован в УРСА Банк в декабре прошлого года) был создан и зарегистрирован Банком России в 1990 г. В 1998 г. состоялось объединение Сибкакадембанка с Русским народным банком, а в 2001 г. – с Кузбасским транспортным банком. В 2001 г. Сибкакадембанк приобрел контрольный пакет акций благовещенского Дальнешторгбанка (сейчас Банк «Восточный Экспресс»), который в 2004 г. был продан. В 2003 г. банк приобрел 100 новых банкоматов у немецкой компании Wincor Nixdorf International GmbH и в том же году стал владельцем 57.8%-ной доли в капитале страховой компании ЖАСО, заплатив за пакет 33.8 млн руб. Участие в страховой компании рассматривается УРСА Банком как финансовое вложение; кроме того, между банком и страховщиком установлены неэксклюзивные деловые отношения. В своем нынешнем виде УРСА Банк появился 22 декабря прошлого года, когда Сибкакадембанк выкупил все акции Уралвнешторгбанка в обмен на собственные, после чего кредитно-финансовый институт получил новое название – УРСА Банк.

В последние четыре года УРСА Банк активно работал не только с международными коммерческими банками, но и с целым рядом крупных международных финансовых институтов. В частности, в 2003 г. Сибкакадембанк подписал кредитное соглашение с ЕБРР на сумму USD3 млн, а полученные средства были направлены на кредитование малого и среднего предпринимательства. На следующий год ЕБРР увеличил совокупную сумму кредита до USD13 млн, а также предоставил отдельный коммерческий кредит на USD3 млн. В том же году Сибкакадембанк заключил пятилетнее кредитное соглашение на сумму USD7 млн с Международной финансовой корпорацией (МФК), а в январе 2005 г. Сибкакадембанк получил кредит на семь лет от Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) на сумму USD6.1 млн для последующего кредитования предприятий малого и среднего бизнеса. В 2005 г. МФК предоставила Сибкакадембанку субординированный пятилетний кредит на сумму USD6 млн с целью увеличения капитализации российского банка. В декабре 2005 г. акционерами Сибкакадембанка стали DEG и Clariden, а ЕБРР довел свое участие в капитале Сибкакадембанка до 28.44%.

На состоявшемся 17 мая 2006 г. совместном заседании наблюдательный совет Уралвнешторгбанка и совет директоров Сибкакадембанка обсуждали возможность объединения двух кредитных организаций. В итоге была одобрена концепция объединения и ряд его параметров, включая оценку обыкновенных и привилегированных акций Уралвнешторгбанка и Сибкакадембанка применительно к объединению.

В сентябре прошлого года состоялись внеочередные общие собрания акционеров Сибкакадембанка и Уралвнешторгбанка, на которых акционеры

³ Следствие более высоких рисков.

банков приняли решение о реорганизации путем присоединения и утвердили прочие необходимые документы.

Наконец, 22 декабря Сибкакадембанк завершил покупку акций Уралвнешторгбанка, после чего обыкновенные и привилегированные акции последнего были конвертированы соответственно в обыкновенные и привилегированные акции Сибкакадембанка.

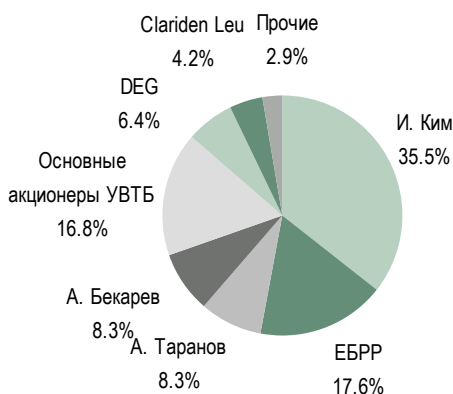
УРСА Банк определял стоимость покупки Уралвнешторгбанка исходя из оценки акций последнего, которые обменивались на обыкновенные и привилегированные акции дополнительной эмиссии самого УРСА Банка. На дату покупки совокупная стоимость акций Уралвнешторгбанка по оценке УРСА Банка составила 8.659 млрд руб. при справедливой стоимости чистых активов в 2.165 млрд руб. и стоимости нематериальных активов в 6.494 млрд руб.

И Сибкакадембанк, и Уралвнешторгбанк обладали развитой филиальной сетью в различных регионах страны. Сибкакадембанк был наиболее полно представлен в Сибирском ФО, тогда как Уралвнешторгбанк – в Уральском ФО. Стоит отметить, что филиальные сети банков были географически смежными, но не пересекались. Как ожидается, такая региональная диверсификация позволит объединенному институту увеличить свою долю рынка как в корпоративном, так и розничном сегменте, воспользоваться эффектом синергии в сфере продвижения своих продуктов и обеспечить лучшую защиту на случай ухудшения экономической ситуации в отдельно взятом регионе. На ключевых рынках (Сибирский и Уральский ФО) УРСА Банк занимает второе место по сумме активов, уступая только Сбербанку, а на самом «домашнем» рынке Новосибирской области УРСА Банку даже удалось опередить крупнейший банк страны.

Юридически процедура объединения Сибкакадембанка и Уралвнешторгбанка была завершена 22 декабря прошлого года, но до конца текущего года предстоит решить ряд оставшихся вопросов, связанных с объединением. Требуется, в частности, унифицировать линейки продуктов и условия, сформировать единые стандарты открытия счетов и выдачи кредитов, разработать единую кадровую политику, перейти на одинаковые IT-платформы, создать единый процессинговый центр и систему хранения данных для сети УРСА Банка в Уральском и Сибирском ФО, а также завершить ребрендинг.

УРСА Банк контролируется группой предпринимателей (большинство из них уже давно являются деловыми партнерами) и зарубежными институциональными инвесторами (ЕБРР, DEG и Clariden Leu). Последним суммарно принадлежит более 28% капитала банка (рис. 1).

Рисунок 1. Структура акционеров по доле голосующих акций



УВТБ – Уралвнешторгбанк

Источник: данные банка

В настоящее время совет директоров включает 11 членов, в том числе три представителя зарубежных акционеров и два независимых директора.

Созданы три комитета (по стратегическому развитию, аудиту и компенсациям), комитет по рискам в настоящее время не работает. По нашему мнению, зарубежные акционеры весьма активно участвуют в стратегическом управлении банком и оказывают поддержку в других вопросах.

Присутствие в структуре акционерного капитала УРСА Банка российского и зарубежного капитала является благоприятным обстоятельством для держателей обязательств банка. Хотя мажоритарный пакет принадлежит российским акционерам, у них нет квалифицированного большинства в совете директоров, а значит, они должны прислушиваться к мнению стратегических партнеров и независимых директоров.

Стратегия

УРСА Банк планирует и в дальнейшем развиваться как универсальный банк, предлагающий полный спектр услуг для корпоративных и частных клиентов на ключевых рынках Уральского, Сибирского и Дальневосточного ФО. УРСА Банк рассчитывает увеличить свою рыночную долю как в корпоративном, так и розничном сегментах и сохранить второе (после Сбербанка) место на основных рынках деятельности. Кроме того, в среднесрочной перспективе поставлена цель войти в десятку крупнейших банков в масштабе всей страны. Даже в условиях ужесточения конкуренции задачи банка представляются выполнимыми.

Выделим основные элементы стратегии.

Перекрестные продажи розничных продуктов существующим клиентам. База клиентов-физических лиц (как действующих, так и тех, кто пользовался услугами УРСА Банка в прошлом) насчитывает 2.8 млн человек. Такой масштаб клиентской базы является одним из ключевых конкурентных преимуществ УРСА Банка. Если в предыдущие годы УРСА Банк в розничном сегменте практически полностью сосредоточился на привлечении новых клиентов, то в дальнейшем значительное внимание будет уделяться продажам новых продуктов существующим клиентам банка. Поскольку УРСА Банк уже получил лучшее представление о потребностях своих клиентов и изучил их кредитные истории, перекрестные продажи, как ожидается, должны носить целевой характер и обеспечить повышение качества кредитного портфеля. Кроме того, УРСА Банк рассчитывает развивать розничные услуги за счет перекрестных продаж банковских продуктов сотрудникам своих корпоративных клиентов.

На наш взгляд, если банку удастся успешно развивать перекрестные продажи, он сможет добиться эффекта диверсификации и увеличить доходы в расчете на клиента. В определенной мере это может компенсировать негативные последствия снижения доходности кредитования.

Изменение структуры портфеля кредитов физическим лицам в сторону увеличения доли менее рискованных продуктов. До прошлого года быстрые темпы роста портфеля кредитов физических лиц обеспечивались главным образом за счет активного развития потребительского кредитования и в меньшей степени автокредитования. Но уже в прошлом году УРСА Банк переориентировался на менее рискованные розничные кредиты – ипотеку, автокредитование и кредитные карты. Результатом реализации новой стратегии стало заметное изменение структуры кредитного портфеля УРСА Банка. Так, доля потребительских кредитов в общем портфеле кредитов физическим лицам снизилась с 85% по состоянию на конец 2005 г. до 75% годом позже, а доля ипотечных кредитов за тот же период, напротив, возросла с 1.1% до 17.1%. Развивая ипотечное кредитование, УРСА Банк стремится максимально использовать свою разветвленную филиальную сеть в Сибирском ФО, так как зачастую является единственной кредитной организацией, предлагающей ипотеку в той или иной местности.

Такой сдвиг в структуре портфеля, с нашей точки зрения, может стать основным фактором снижения кредитных рисков, что, конечно, можно только приветствовать. С другой стороны, круг потенциальных заемщиков, сбережений которых достаточно для внесения первоначального взноса по ипотеке, в значительной степени ограничен, а значит, УРСА Банк может

пойти на снижение требований к размеру взноса из собственных средств заемщика (обычно 10-20%), что приведет к снижению качества новых кредитов.

Расширение линейки кредитных продуктов для корпоративных клиентов.

В целях привлечения новых корпоративных клиентов и увеличения доходов от существующих заемщиков УРСА Банк продолжает разработку новых кредитных продуктов. Реагируя на запросы клиентов, в прошлом году банк предложил сразу несколько новых продуктов, включая проектное финансирование, лизинг и мезонинное финансирование. УРСА Банк надеется получить по таким операциям более высокую рентабельность, чем по более традиционным банковским продуктам. Как ожидается, запуск новых продуктов будет способствовать росту ссудного портфеля в корпоративном сегменте и повышению рентабельности без снижения кредитного качества.

На наш взгляд, данное направление обещает неплохие перспективы, но мы надеемся, что масштаб более рискованных операций будет ограничиваться, а риски – контролироваться.

Кредитование малых и средних предприятий. УРСА Банк активно кредитует малый и средний бизнес с 2003 г. и планирует наращивать объем операций в данном сегменте. Кредитование малых и средних предприятий – одно из самых быстрорастущих направлений деятельности УРСА Банка в корпоративном сегменте, и, по мнению руководства, присутствие на местных рынках и значительный опыт работы обеспечивают банку очевидные конкурентные преимущества на ключевых рынках. По состоянию на 31 марта текущего года клиентская база УРСА Банка насчитывала 12 тыс. заемщиков из числа малых и средних предприятий, а ссудный портфель достигал 5.556 млрд руб. (6.8% от объема суммы общего портфеля).

Кредитование малого и среднего бизнеса мы считаем важным направлением с точки зрения дальнейшей диверсификации ссудного портфеля и повышения доходности без непропорционального увеличения рисков.

Поддержание сбалансированной и диверсифицированной базы фондирования. УРСА Банк стремится получить гарантированный доступ к эффективным по стоимости источникам финансирования. Стратегия УРСА Банка предполагает сочетание стабильности и эффективности обширной депозитной базы и большей гибкости рынков капитала. В рамках этой стратегии УРСА Банк стремится наращивать базу депозитов, на долю которых в конце прошлого года приходилось 37.8 % от совокупных обязательств банка, а в конце марта года нынешнего – уже 38.4%. УРСА Банк, в частности, рассчитывает на привлечение средств действующих и новых корпоративных клиентов. Осознавая, что в отечественной банковской системе основными вкладчиками из числа корпоративных клиентов являются крупные зарегистрированные в Москве корпорации, УРСА Банк открыл в столице филиал, который отвечает за привлечение во вклады средств корпоративных клиентов, располагающих значительным запасом свободных денежных ресурсов, а также другие операции с ними. Вместе с тем, в последние два года УРСА Банк успешно привлекал средства на российском и зарубежных рынках капитала. В дальнейшем на внутреннем рынке будут размещаться рублевые облигации и векселя для привлечения кратко- и среднесрочного фондирования. Финансирование среднесрочного приоритетного и субординированного долга будет осуществляться через отношения с банками-корреспондентами, привлечение синдицированных кредитов международных институтов, размещение долговых обязательств и рефинансирование части портфелей ипотечных и автомобильных кредитов с использованием секьюритизации на мировых рынках капитала.

На наш взгляд, уделяя внимание стоимости, делая ставку на диверсификацию источников финансирования и установление отношений с крупными корпоративными клиентами, банк может противостоять снижению рентабельности и обеспечить доступность и предсказуемость ресурсов.

Взвешенное развитие сети банка с акцентом на эффективности. Сеть УРСА Банка играет ключевую роль в расширении клиентской базы в розничном бизнесе и кредитовании малых и средних предприятий

(оба направления имеют особое значение с точки зрения стратегии развития банка). В период бурного прошлогоднего роста УРСА Банк открыл 54 филиала и отделения, из которых на долю Уралвнешторгбанка и Сибкакадембанка пришлось соответственно 28 и 26. По состоянию на конец марта сеть УРСА Банка насчитывала 239 филиалов и отделений, а также 360 банкоматов. При средней величине ссудного портфеля в расчете на отделение в 120.9 млн руб. (на 31 декабря 2006 г.) сеть УРСА Банка можно назвать одной из наиболее эффективных среди банков, ориентированных на услуги для физических лиц. Хотя УРСА Банк планирует расширять филиальную сеть, основное внимание будет уделяться вопросам повышения эффективности существующей сети, и, по-видимому, открытие новых отделений не будет являться самоцелью, а низкоэффективные отделения будут закрываться. Как следствие, в 2007 г. УРСА Банк ожидает снижения темпов роста филиальной сети по сравнению с предыдущими годами. Кроме того, с целью повышения эффективности работы УРСА Банк нацелен передать часть функций, в настоящее время сосредоточенных в банке, сторонним организациям (например, коллекторские функции).

По нашей оценке, меры, направленные на повышение эффективности, просто необходимы в условиях ужесточения конкуренции и нарастающего давления на процентную маржу.

Оценка возможностей роста за счет приобретений. УРСА Банк будет изучать по мере появления возможности слияний, поглощений и другие формы стратегического партнерства с целью выхода на рынки других регионов или усиления позиций на традиционных рынках. Любая потенциальная сделка будет оцениваться по жестким критериям с точки зрения создания стоимости для акционеров и стратегической обоснованности.

По нашему мнению, слияние Банка «Восточный Экспресс» и УРСА Банка способствовало бы усилению позиций последнего в Дальневосточном ФО. Ввиду того что г-ну Киму принадлежат доли в некоторых банках европейской части страны, не стоит исключать вероятность выхода УРСА Банка за пределы традиционных рынков и его становления в качестве игрока национального масштаба. В таком случае конечный успех будет зависеть от способности менеджмента вести дела в других регионах с более высоким уровнем проникновения банковских услуг.

Финансовый анализ

Как мы уже отмечали выше, 22 декабря 2006 г. УРСА Банк завершил покупку контрольного пакета акций Уралвнешторгбанка. При подготовке годовой отчетности по международным стандартам учета сделка по приобретению Уралвнешторгбанка учитывалась на дату покупки.

В балансовой отчетности УРСА Банка консолидированы как активы, так и обязательства Уралвнешторгбанка. Вместе с тем, отчет о прибыли и убытках отражает финансовые результаты приобретенного банка только за последнюю неделю года. Таким образом, при отсутствии корректировок финансовые коэффициенты, рассчитанные на основе показателей отчета о прибыли и убытках и баланса, окажутся искаженными. В частности, чистая процентная маржа и доходность средних активов единой структуры за 2006 г. будут заниженными. Существует два способа корректировки данных коэффициентов. Во-первых, возможно совмещение балансовых отчетностей банков за предыдущие годы и учет отчета о прибыли и убытках Уралвнешторгбанка, как если бы оба банка существовали как единая организация до 22 декабря 2006 г. Подобный способ позволит рассчитать показатели, более или менее сопоставимые с результатами деятельности УРСА Банка после момента консолидации, и, следовательно, имеет свои преимущества. Другой способ предусматривает выделение активов и обязательств Уралвнешторгбанка из консолидированной балансовой отчетности на конец 2006 г. и расчет коэффициентов лишь для Сибкадембанка. Большинство коэффициентов рентабельности рассчитаны первым способом, требующим некоторой субъективности и приближения.

Капитализация

Из-за стремительного роста активов в последние несколько лет коэффициенты достаточности капитала УРСА Банка оказались под давлением. Тем не менее, их значения отвечали требованиям регулятора и кредиторов, так как средства привлекались в основном путем выпуска привилегированных акций (которые сочетают в себе черты долгового и акционерного финансирования), а также привлечения субординированных долгов (т. е. капитала второго уровня).

Рисунок 2. Показатели капитализации⁴



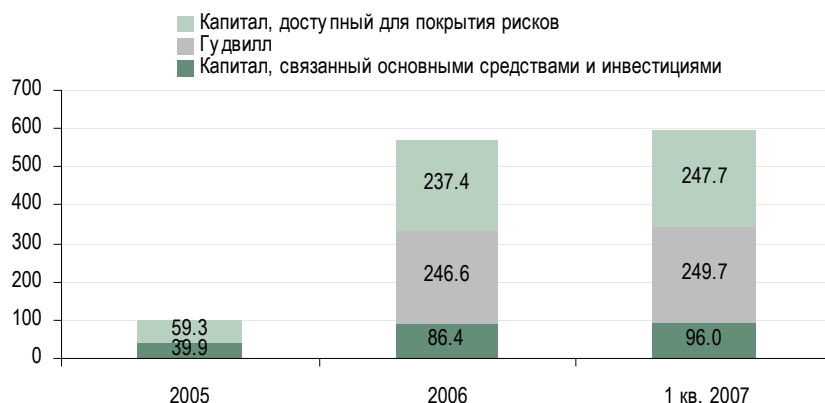
Источники: данные банка

Поглощение Уралвнешторгбанка проводилось только путем выпуска и обмена акций. Цена актива определялась с учетом ряда допущений. При этом в результате консолидации стоимость гудвилла достигла примерно USD250 млн, или 42% собственного капитала УРСА Банка на 31 марта 2007 г., заметно уменьшив его основной капитал, а следовательно, и финансовую гибкость. Во втором квартале 2007 г. УРСА Банк вновь выпустил привилегированные акции для увеличения собственных средств без изменения структуры собственности на сумму более USD400 млн. Минимальная ставка дивидендов была установлена на уровне примерно 3.86% годовых от цены размещения, что ставит эти привилегированные акции

⁴ Отношение капитала к активам было скорректировано следующим образом: мы убрали гудвилл из показателей капитала и активов и устранили из баланса валютный своп.

ближе к обыкновенным по сравнению с предыдущим выпуском, для которого минимальный уровень дивидендов составлял 9%. Тем не менее, мы считаем, что из-за активного привлечения финансирования путем выпуска привилегированных акций и высокой концентрации капитала в гудвилле и основных средствах капитализация УРСА Банка оказывается не такой значительной, и это, на наш взгляд, является его наиболее существенным недостатком.

Рисунок 3. Структура акционерного капитала



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Качество активов и диверсификация кредитного портфеля

Принимая во внимание стремительный рост портфеля активов УРСА Банка в последние несколько лет, анализ его качества является ключевым аспектом нашего кредитного анализа.

Портфель активов банка практически в равных долях состоит из кредитов юридическим лицам (проектное финансирование, ссуды малому и среднему бизнесу и финансовый лизинг) и физическим лицам (розничные кредиты). По мнению УРСА Банка, подобная структура портфеля оптимальна, поскольку диверсифицирована и не ориентирована чрезмерно ни на один сегмент.

Розничные кредиты могут быть далее разделены на две категории: выданные самим УРСА Банком и выкупленные у других финансовых институтов (главным образом у аффилированного Банка «Восточный Экспресс»). Обслуживание последних по-прежнему осуществляются выдавшими их организациями, которые переводят процентные платежи УРСА Банку, но оставляют себе ежемесячные комиссии. Качество приобретенных кредитов на удивление высокое из-за ограниченного права регресса на банк, первоначально выдавший кредит, что защищает интересы УРСА Банка.

Классификация и методика расчета просроченных кредитов УРСА Банка не так давно претерпели ряд изменений. До публикации промежуточных результатов деятельности за 2006 г. Сибкакадембанк (предшественник УРСА Банка) относил к просроченным только пропущенные периодические платежи по кредитам, а не весь остаток задолженности по таким кредитам. Таким образом, расчетный уровень проблемных кредитов существенно отличался от фактического, особенно в случае ссуд, погашаемых равными ежемесячными платежами (в частности, потребительских кредитов). С 2006 г. просроченными стал считаться весь остаток долга по кредиту даже несмотря на то, что фактически клиент мог задержать лишь один регулярный платеж. Совокупный остаток подобных кредитов стал использоваться в качестве заменителя проблемных кредитов. При этом сроки задержки платежей не принимались во внимание. С 31 марта 2007 г. УРСА Банк еще более усовершенствовал свою методику расчета, начав учитывать срок задержки платежей. Проблемными стали считаться кредиты, не обслуживаемые в течение более чем 90 дней.

По итогам нашего анализа, основная доля просроченных ссуд приходится на потребительские кредиты. По нашему мнению, риски, связанные

с портфелем активов УРСА Банка, начнут постепенно снижаться по мере увеличения в нем доли продуктов, имеющих более низкий уровень риска (в частности, ипотечных кредитов).

Рисунок 4. Показатели качества портфеля розничных кредитов



Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Объемы проблемных кредитов остаются высокими. Вместе с тем, на наш взгляд, они вполне приемлемы для портфеля со столь большой долей необеспеченных продуктов, характеризующихся более высокими рисками. До настоящего момента такие кредиты УРСА Банк исправно покрывал резервами на обесценение, отчисления в которые в свою очередь щедро компенсировали чистые процентные поступления.

С приобретенной частью портфеля дела обстоят лучше: доля просроченных кредитов в нем незначительна, что, на наш взгляд, связано с тем, что выдающие их банки (главным образом «Восточный Экспресс») достаточно добросовестно устраняют просроченные кредиты в соответствии с условиями гарантии.

Портфель кредитов юридическим лицам (заемные средства для малого и среднего бизнеса, крупных корпораций, торговое и проектное финансирование, а также финансовый лизинг) характеризуется гораздо меньшим уровнем обесценения. Доля проблемных кредитов в нем составляет примерно 1.3%, а просроченных – 0.5%. Несмотря на возможный рост плохих кредитов (особенно по мере созревания портфеля, из-за изменений в его структуре или стандартах принятия кредитных решений, а также неблагоприятных экономических условий), мы ожидаем, что их уровень будет оставаться вполне приемлемым.

В перспективе качество кредитного портфеля УРСА Банка будет определяться следующими позитивными факторами:

- Росту объемов потребительского кредитования во многом способствовала чрезвычайно высокая рентабельность, которая должна была с лихвой покрыть потери по кредитам. По нашему мнению, в дальнейшей перспективе большинство российских банков (включая УРСА Банк) станут более осторожно относиться к рискам по мере снижения рентабельности.
- Риски портфеля розничных кредитов будут снижаться с увеличением доли обеспеченных кредитных продуктов. Несмотря на неизбежное сокращение рентабельности, подобное структурное изменение позволит уменьшить волатильность качества активов.
- УРСА Банк практически завершил внедрение скоринговой системы Experian-Scorex для оценки рисков по необеспеченным розничным кредитам. На наш взгляд, более формализованный подход к оценке рисков позволит ускорить процесс принятия решений внутри банка и снизить риски неплатежей по кредитам.

- УРСА Банк активно накапливает опыт, стараясь лучше понять поведение потребителей. Подобный опыт поможет ему вовремя распознавать некредитоспособных клиентов.

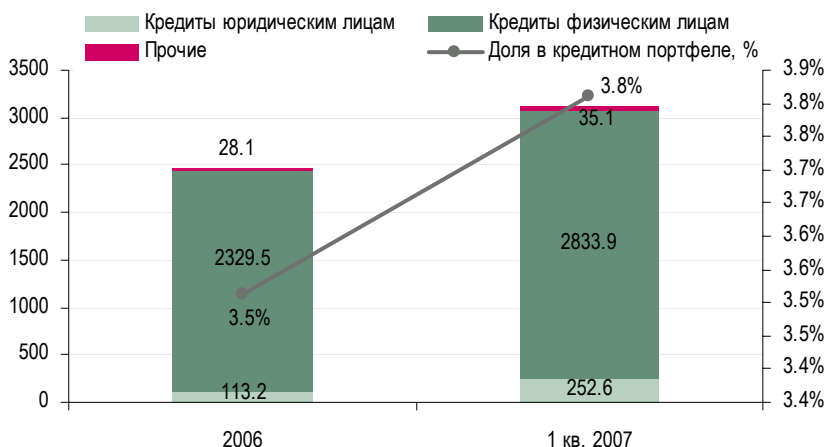
С другой стороны, качество ссудного портфеля банка будет подвержено и негативному воздействию:

- Основным фактором риска будет оставаться стремительный рост, который приведет к ухудшению качества выдаваемых кредитов. Соответственно, при отсутствии должного управления столь быстрый рост может негативно отразиться на качестве активов. Тем не менее, подобное развитие событий представляется нам маловероятным ввиду достаточно эффективных механизмов контроля.
- Клиенты становятся все более требовательными, и с ростом конкуренции стандарты принятия кредитных решений могут стать мягче, что приведет к росту задолженности потребителей. Введение на законодательном уровне процедуры персонального банкротства может спровоцировать увеличение числа дефолтов.
- Долгосрочная часть кредитного портфеля пройдет этап естественного созревания, результатом чего станет рост проблемных кредитов.

В целом, смягчение стандартов принятия кредитных решений в российском банковском секторе, заметный перевес риска над доходностью по кредитам и неблагоприятные экономические условия, на наш взгляд, представляют наибольшую угрозу для всех российских банков. При отсутствии сильного негативного воздействия со стороны этих факторов мы ожидаем стабилизации качества активов УРСА Банка.

В первом квартале 2007 г. на долю проблемных кредитов пришлось 3.8% портфеля УРСА Банка (против 3.5% за 2006 г.). На наш взгляд, коэффициенты, измеряющие удельный вес проблемных кредитов на определенный момент времени, не вполне применимы для оценки качества кредитных портфелей на этапе быстрого роста и структурных изменений. Вместе с тем, у нас пока не вызывает серьезного беспокойства чрезмерно высокий уровень просроченных кредитов, поскольку в настоящий момент они адекватно покрыты резервами, и УРСА Банк имеет достаточную рентабельность для покрытия убытков по кредитам. Но хотя при текущей конъюнктуре рынка процентная маржа дает банку право на ошибку, в менее благоприятных условиях все может измениться.

Рисунок 5. Просроченные кредиты по категориям заемщиков (анализ по количеству дней просрочки)



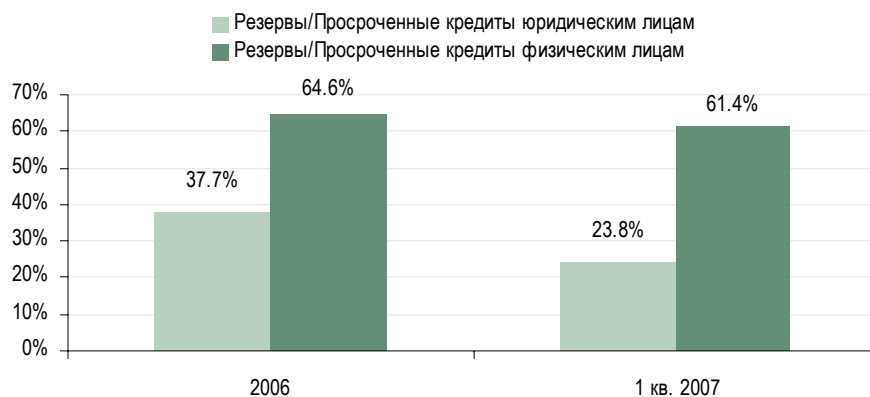
Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Наконец, мы приступаем к анализу подхода банка к созданию резервов на покрытие кредитных убытков.

Проблемные кредиты физическим лицам, по всей видимости, в достаточной мере покрыты резервами на обесценение. Покрытие резервами

корпоративных кредитов с признаками обесценения выглядит не столь благоприятно; однако лишь немногим более половины из них были просрочены больше чем на 90 дней. Наличие залога хотя бы в некоторых случаях говорит о более высоком уровне возмещения и, следовательно, более низком уровне требуемых резервов.

Рисунок 6. Покрытие просроченных кредитов резервами



Источник: данные банка

Кредитный портфель банка характеризуется весьма умеренной концентрацией рисков по кредитам по сравнению с конкурентами. На наш взгляд, это связано с ориентацией УРСА Банка на корпоративных клиентов среднего размера, малый и средний бизнес и потребительский сектор.

Следует отметить, что крупнейшие кредиты, используемые для целей анализа концентрации, исключают ряд кредитов, выданных финансовым (например, лизинговым) компаниям. С точки зрения банка, его основной риск связан скорее с качеством пулов финансируемых им активов (банк имеет регресс на данные активы), нежели с непосредственно риском самих компаний-посредников. Если бы эти компании не были исключены из списка крупнейших, уровень концентрации увеличился бы, хотя и незначительно.

Рисунок 7. Концентрация кредитного портфеля



Источник: данные банка

Рисунок 8. Десять крупнейших заемщиков



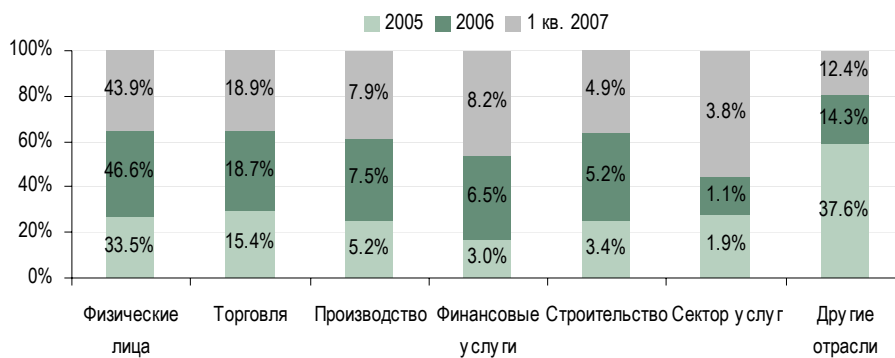
* Не включая ряд финансовых компаний.

** Названия не приводятся из соображений конфиденциальности.

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Следует также отметить большую долю кредитов физическим лицам и торговым компаниям в портфеле УРСА Банка. Это снижает его чувствительность к динамике циклически развивающихся секторов (например, строительного) и делает его денежные потоки несколько более предсказуемыми. УРСА Банк по-прежнему ориентирован на регионы, хотя в настоящее время масштабы его деятельности заметно расширились. Таким образом, качество портфеля его активов будет весьма существенно зависеть от развития экономики в регионах.

Рисунок 9. Разбивка кредитного портфеля по секторам



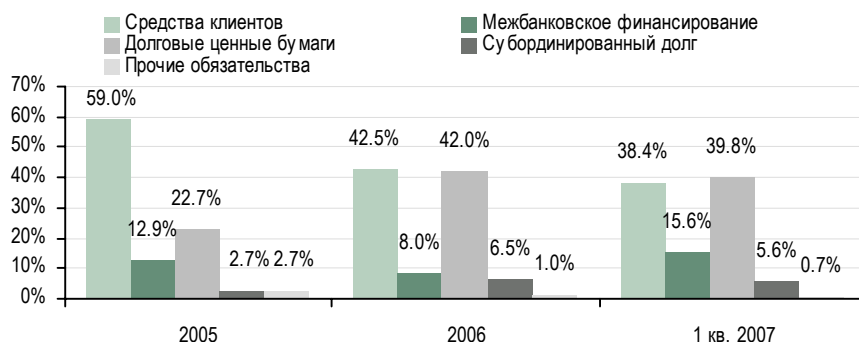
Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Ликвидность и источники финансирования

Развитие УРСА Банка в течение последних нескольких лет происходило на фоне опережающего роста активов. Поскольку базовые темпы роста депозитов были ниже темпов роста выданных кредитов, зависимость банка от заимствований на внутренних и особенно внешних рынках существенно возросла.

Усиление ориентации банка на заимствования на финансовом рынке привело к резкому росту соотношения между кредитами и депозитами.

Рисунок 10. Диверсификация источников финансирования



Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 11. Показатели банковской ликвидности



Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Мы ожидаем сокращения разрыва между темпами роста кредитов выданных и депозитов по мере созревания рынка. Между тем, банк окажется весьма зависимым от рынков заемного капитала, что сделает его уязвимым к меняющейся конъюнктуре и настроениям инвестиционного сообщества.

Розничные депозиты составляют львиную долю средств на лицевых счетах УРСА Банка, что делает его клиентскую базу достаточно высоко диверсифицированной. В перспективе УРСА Банк намерен приложить еще больше усилий к привлечению средств у нынешних и новых корпоративных клиентов для дальнейшей диверсификации источников финансирования и управления затратами.

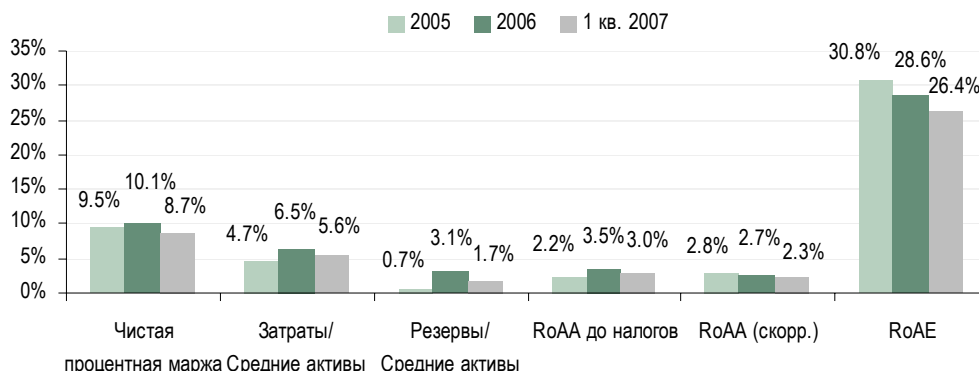
На 31 марта 2007 г. объем еврооблигаций УРСА Банка в обращении составлял практически USD1.2 млрд (это один из важнейших источников финансирования для банка). Банк привлекал средства в долларах США, евро и даже венгерских форинтах. В 2006 г. УРСА Банк вступил в соглашение об обмене депозитами с Райффайзенбанком (сделка предусматривала перевод займа на сумму 300 млн евро в доллары). Поскольку сделка была отражена в балансовой отчетности за 2006 г., увеличив валюту баланса, мы были вынуждены осуществить соответствующую корректировку некоторых коэффициентов. В первом квартале 2007 г. ей на смену пришли забалансовые операции с деривативами, предусматривавшие покупку евро за рубли. В связи с тем, что банк выдает кредиты клиентам главным образом в рублях, он постоянно имеет короткую балансовую позицию в долларах США и евро и хеджирует валютный риск через краткосрочные возобновляемые валютные деривативы. Столь несовершенный способ хеджирования не вызывает у нас беспокойства в связи с ожидаемым укреплением рубля.

Активы и обязательства УРСА Банка представляются хорошо сбалансированными по срокам погашения, что вновь убеждает нас в том, что банк весьма осмотрительно управляет своей ликвидностью.

Рентабельность

УРСА Банк остается достаточно рентабельным, несмотря на сильное давление на процентную маржу, и продолжает приятно удивлять своими финансовыми результатами. Последнее во многом объясняется первоначальной ориентацией банка на высокодоходные кредитные продукты (в частности, необеспеченные потребительские кредиты с постепенным переходом к кредитным картам).

Рисунок 12. Сильные финансовые показатели

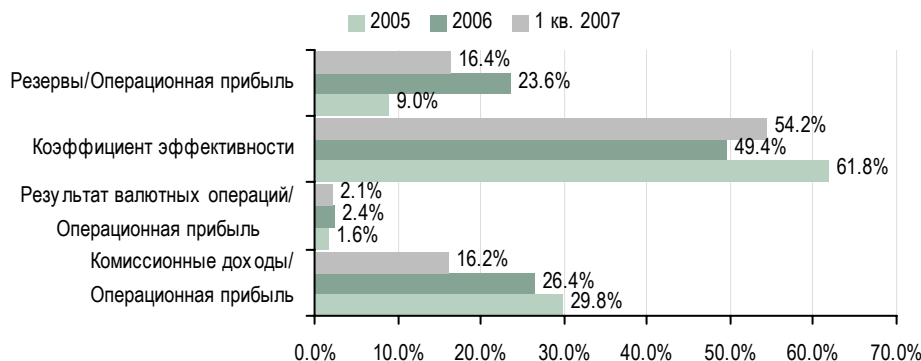


Примечание. Финансовые коэффициенты рассчитаны на основе консолидированной балансовой отчетности УРСА Банка и Уралвнешторгбанка.

Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

УРСА Банк, впрочем, не является лидером по затратам. С нашей точки зрения, при столь экстенсивной бизнес-модели банк позволил себе роскошь не слишком жестко контролировать операционные затраты (в том числе потери по кредитам). В предстоящие несколько лет ситуация должна измениться: больше внимания будет уделяться сдерживанию роста и оптимизации затрат. Хотя в последние годы банку удалось добиться заметного повышения эффективности, ему еще есть, к чему стремиться.

Рисунок 13. Показатели эффективности и доля непроцентных доходов



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

В целом, мы считаем, что несмотря на некоторое снижение финансовых показателей УРСА Банка, в будущем они будут превышать уровни, характерные для финансовых организаций с аналогичной структурой бизнеса. Эти планы может нарушить неожиданное повышение потерь по кредитам и прочих операционных расходов.

Финансовая отчетность

Балансовый отчет, USD млн

	2005	2006	1 кв. 2007
Активы			
Денежные средства	109	299	104
Счета и депозиты в Банке России	11	42	44
Счета и депозиты в банках и других финансовых институтах	33	508	238
Кредиты, выданные клиентам	693	2 560	3 019
Финансовые инструменты, предназначенные для торговли	105	467	679
Инвестиции, имеющиеся в наличии для продажи	—	—	5
Гудвилл	—	247	250
Прочие активы	8	24	34
Основные средства	38	86	96
Отложенные налоговые активы	1	6	2
Итого активы	998	4 239	4 471
Обязательства и собственные средства			
Финансовые инструменты, предназначенные для торговли	1	20	7
Счета и депозиты банков и других финансовых институтов	109	666	603
Текущие счета и депозиты клиентов	485	1 386	1 488
Векселя	263	1 372	1 542
Субординированные долговые обязательства	38	211	215
Прочие обязательства	3	13	21
Итого обязательства	899	3 668	3 877
Собственные средства			
Уставный капитал	33	54	55
Эмиссионный доход	43	437	442
Нераспределенная прибыль	22	79	96
Итого собственные средства	99	570	593
Итого обязательства и собственные средства	998	4 239	4 471

Источник: данные банка

Отчет о прибыли и убытках, USD млн

	2005	2006	1 кв. 2007
Процентные доходы	91	279	152
Процентные расходы	(43)	(131)	(74)
Чистый процентный доход	48	149	78
Резервы под обесценение активов	(7)	(49)	(16)
Чистый процентный доход с учетом резервов	41	100	62
Комиссионные доходы	25	79	18
Комиссионные расходы	(1)	(5)	(2)
Чистый комиссионный доход	23	73	16
Чистый доход от операций с ценными бумагами	4	(0)	—
Чистый результат от операций с иностранной валютой	1	5	2
Уменьшение резервов под обесценение внебалансовых инструментов	0	0	—
Прочие операционные доходы	1	4	3
Операционные доходы	70	182	84
Общие и административные расходы	(26)	(56)	(20)
Затраты на персонал	(22)	(56)	(35)
Прибыль/(убыток) до налогообложения	23	70	29
Налог на прибыль	(5)	(17)	(7)
Дивиденды	—	—	(1)
Чистая прибыль/(убыток)	18	54	22

Источник: данные банка

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (совместно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа долговых обязательств

Павел Мамай
+ 7 (495) 258 7708
Pmamai@rencap.com

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев
Виктор Дима

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Тим Брэнтон

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Схляр

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Трэвис Джонс

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7708

Павел Мамай
Pmamai@rencap.com
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100