

ДОХОДНОСТЬ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНА – КАКОВЫ РИСКИ?

Ведущий инвестиционный банк размещает рублевые облигации

В частичной собственности Группы ОНЭКСИМ. Облигации размещаются инвестбанковским подразделением Группы Ренессанс – RFHL, почти 50% акций которого принадлежат Группе ОНЭКСИМ. Последняя почти удвоила капитал инвестиционного банка в конце 2008 г., и в настоящий момент ОНЭКСИМ можно считать важнейшим источником поддержки Ренессанс Капитала в чрезвычайных обстоятельствах. По состоянию на июль 2010 г. коэффициент достаточности капитала инвестбанка превышал 25%.

Удлинение срока обязательств. Крупнейшей составляющей активов Ренессанс Капитала традиционно выступала краткосрочная дебиторская задолженность брокеров и клиентов, финансируемая преимущественно за счет краткосрочного РЕПО, но в ходе кризиса выявилась низкая надежность этой схемы. Хотя долгосрочные активы инвестбанка в настоящий момент почти на 150% покрываются капиталом и долгосрочными заимствованиями, Ренессанс Капитал поставил перед собой стратегическую цель получить в свое распоряжение заемные средства в размере приблизительно 500 млн долл. и средним сроком погашения три года. Предстоящее размещение – шаг именно в этом направлении.

Высокая ликвидность. Ренессанс Капитал располагает денежной подушкой в размере 445 млн долл., при том что в предстоящие 12 месяцев крупная сумма для выплаты долговых обязательств потребует банку лишь однажды – для погашения в апреле 2011 г. долларовых нот объемом 225 млн долл.

Уменьшение доходов. В настоящий момент самое «слабое звено» Ренессанс Капитала – отчет о прибылях и убытках, показатели которого понесли существенный урон в ходе посткризисного обвала рынков. Хотя в I полугодии 2010 г. подразделение корпоративных финансов, вопреки почти полному отсутствию на рынке IPO и вялой активности в сфере слияний и поглощений, показало на удивление высокие результаты, доходы от торговли ценными бумагами по итогам периода оказались ниже, чем прежде. В условиях падения операционного дохода банк сосредоточил усилия на том, чтобы не допустить чистого убытка, и показал при этом большую гибкость: сократив объем операций, существенно сократил и расходы.

Перед лицом будущего. Между тем сокращение расходов не равнозначно отсутствию развития. Напротив, в I полугодии 2010 г. Ренессанс Капитал инвестировал более 30 млн долл. в создание своей новой платформы, основная особенность которой – высокие технологии, а основное назначение – обеспечить возможность операций по всему миру. К настоящему моменту платформа завершена на 90% – компания верит в неизбежность будущего инвестиционного бума и намерена подготовиться к нему лучше конкурентов.

Умеренный кредитный риск. Мы положительно оцениваем кредитный профиль Ренессанс Капитала, особенно в сопоставлении с потенциальной доходностью размещаемых облигаций. Как бы ни оценивать перспективы мирового рынка, трудно спорить с тем, что банк отличается высокая капитализация, низкая долговая нагрузка и опыт успешной деятельности в весьма сложных рыночных условиях. Тем не менее главный фактор риска очевиден: снижение доходов угрожает лидирующим позициям банка на рынке, тогда как лидерство всегда было краеугольным камнем бизнес-стратегии компании.

Параметры выпуска

Эмитент	ООО "Ренессанс Капитал Казначей"
Гарант	Renaissance Financial Holdings Limited
Рейтинг гаранта	B+/B1/B
Метод размещения	букбилдинг
Дата размещения	вторая половина октября
Серия	1, 2 или 3
Объем	3 млрд руб., 4 млрд руб. или 5 млрд руб. соотв.
Погашение	через 5 лет
Оферта	через 2 года

Ключевые показатели RFHL

	Финансовые показатели, млн долл.		
	2008	2009	1п/10
Денежные средства	484	262	445
Чистые кредиты	722	687	695
Дебиторская задолженность	815	848	1047
Задолженность банков	2	6	3
Торговые активы по справедливой стоимости	268	371	395
Торговые активы в залоге	83	295	579
Активы для продажи	67	67	67
Деривативы	323	204	202
Обеспечение по обратным репо	45	135	333
Материальные и нематериальные активы	121	95	86
Активы	3 082	3 228	4 092
Короткие позиции	122	268	358
Обязательства по деривативам	412	102	155
Репо	183	790	1332
Задолженность перед брокерами/клиентами	464	341	609
Накопленные расходы	143	137	66
Долговые ценные бумаги	219	183	226
Задолженность перед банками	233	197	206
Собственный капитал	737	1 095	1 076
Чистый процентный доход	77	73	29
Расходы на обесценение	(21)	(33)	8
Комиссионный доход	173	45	33
Доход от операций с ц.б. и валютой	282	241	64
Операционная прибыль	511	326	138
Операционные расходы	(469)	(304)	(141)
Прибыль до налогов	64	11	(3)
Чистая прибыль	50	13	(7)
Доходность средних активов, %	1,2	0,4	(0,7)
Доходность собств. капитала, %	6,8	1,2	(1,3)
Затраты/доходы	0,9	0,8	1,1
Непроц. расходы в % от сред. активов	11,1	9,6	13,8
Доля ликвидных активов, %	15,8	8,3	11,0
Собственный капитал/Совокупные активы	23,9	33,9	26,3

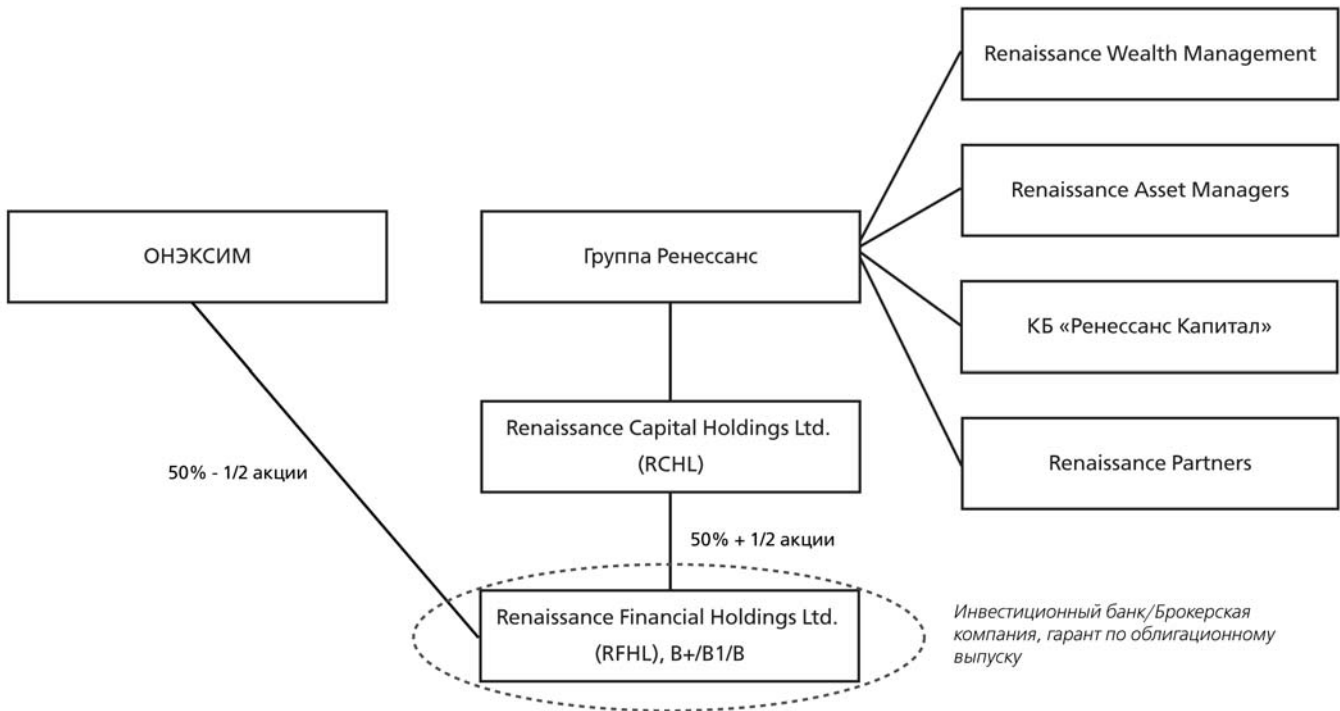
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Размещаются пятилетние рублевые облигации. Один из ведущих российских инвестиционных банков, Ренессанс Капитал, планирует разместить на рынке новый выпуск рублевых облигаций. Бумага сроком обращения пять лет будет обращаться на ММВБ, объем выпуска будет определен в ходе сбора заявок: у Ренессанс Капитала зарегистрировано три выпуска рублевых облигаций – первой, второй и третьей серий объемом 3 млрд руб. 4 млрд руб. и 5 млрд руб. соответственно. Один из этих выпусков и будет размещен – в зависимости от спроса в процессе букбилдинга. Кроме того, по облигациям предусмотрена оферта через два года.

Гарант по облигациям – инвестиционно-банковское подразделение Группы Ренессанс, находящееся в частичной собственности Группы ОНЭКСИМ. Кредитный риск по облигациям является риском гаранта выпуска, Renaissance Financial Holdings Ltd. (RFHL), который представляет инвестиционно-банковский бизнес Группы Ренессанс во всей полноте. Пакетом в размере 50% плюс 1/2 акции RFHL владеет Renaissance Capital Holdings Ltd., представляющая основателей группы во главе с председателем правления Стивенем Дженнингсом. В сентябре 2008 г. 50% минус 1/2 акции RFHL приобрела за 500 млн долл. группа ОНЭКСИМ Михаила Прохорова, так что риск по облигациям имеет прямое отношение и к нему. Мы особо подчеркиваем это обстоятельство, поскольку ряд других облигаций Группы Ренессанс, например, бумаги ее розничного подразделения, КБ «Ренессанс Капитал» (RCFF), не обладают подобным преимуществом.

Между группой учредителей и ОНЭКСИМом доли распределены поровну

Структура Группы Ренессанс



Источники: данные компании

Посткризисная структура активов. На конец июня 2008 г. совокупные активы Ренессанс Капитала (в дальнейшем мы будем пользоваться этим наименованием в качестве синонима RFHL) составляли 4,1 млрд долл., что на 27% превышает уровень 2009 г. и на 24% ниже максимальной величины, достигнутой в 2007 г. Как видно из представленного ниже графика, крупнейшей составляющей активов являлись денежные средства (445 млн долл.), выданные кредиты (695 млн долл.), дебиторская задолженность по торговым операциям (задолженность контрагентов и клиентов – 1 064 млн долл.), торговые активы (облигации и акции – 394 млн долл.), ценные бумаги, находящиеся в залоге по операциям РЕПО (79 млн долл.) и производные инструменты (202 млн долл.). Ренессанс Капитал придерживается иной политики создания резервов на обесценение активов, чем коммерческие банки. Обесценение всегда признается немедленно, соответствующая сумма вычитается из величины активов и относится на счет расходов в отчете о прибылях и убытках. По этой причине в балансовом отчете отсутствует такая статья, как накопленные резервы, но при расчете операционного дохода учитываются отчисления на обесценение активов. Нам представляется, что посткризисная эволюция структуры активов отражает три основные тенденции.

- В 2007 г. дебиторская задолженность клиентов и контрагентов превышала 2,2 млн долл., что составляло 42% совокупных активов, но в 2008 г., по мере приближения кризиса, ее остатки сократились до 814 млн долл., а в настоящий момент составляют 26% совокупных активов. Подобная динамика абсолютно логична, поскольку

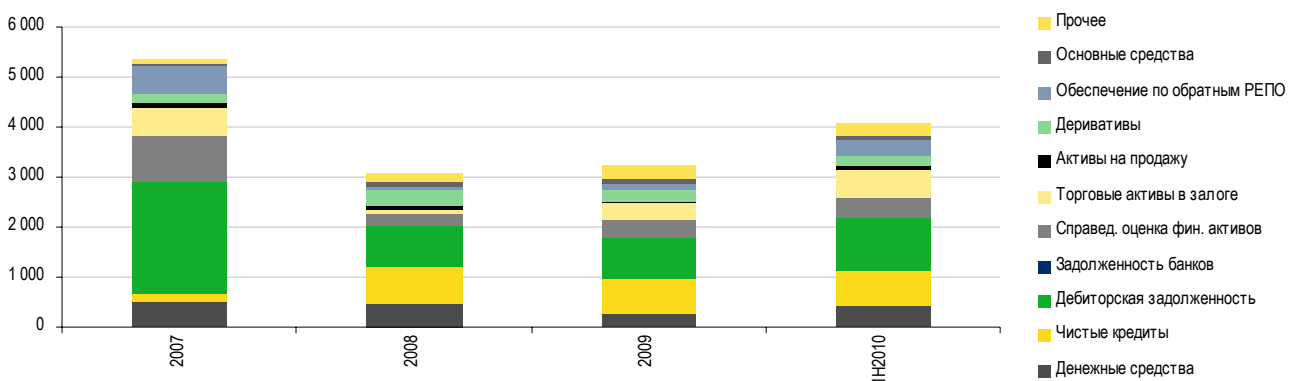
Ведущий инвестиционный банк размещает рублевые облигации

в сентябре 2008 г. проблема контрагентского риска достигла максимальной остроты, так что принудительное снижение этого риска в сочетании с необходимостью получения денежных средств заставили российские инвестиционные компании оказать давление на дебиторов с целью сокращения задолженности.

- Ренессанс Капитал существенно уменьшил подверженность рыночному риску за счет сокращения собственного портфеля ценных бумаг – с 929 млн долл. в 2007 г. до 268 млн долл. в 2008 г. При этом в I полугодии 2010 г. портфель увеличился лишь до 304 млн долл. Разумеется, это также в значительной степени связано со снижением рыночной цены бумаг, особенно акций. Структура портфеля более подробно рассматривается ниже.
- Банк увеличил долю активов, приносящих процентный доход. По итогам 2008 г. чистые кредиты выросли на 390% до 720 млн долл., и в 2009 г. их объем снизился весьма умеренно – до 686 млн долл. На конец 2009 г. эти кредиты были почти исключительно внутрикорпоративными, так что Ренессанс Капитал не отражает их в отчетности как составляющую риска контрагентов.

Постепенное увеличение торговой дебиторской задолженности, сокращение портфеля ценных бумаг и увеличение процентных активов

Структура активов Ренессанс Капитала



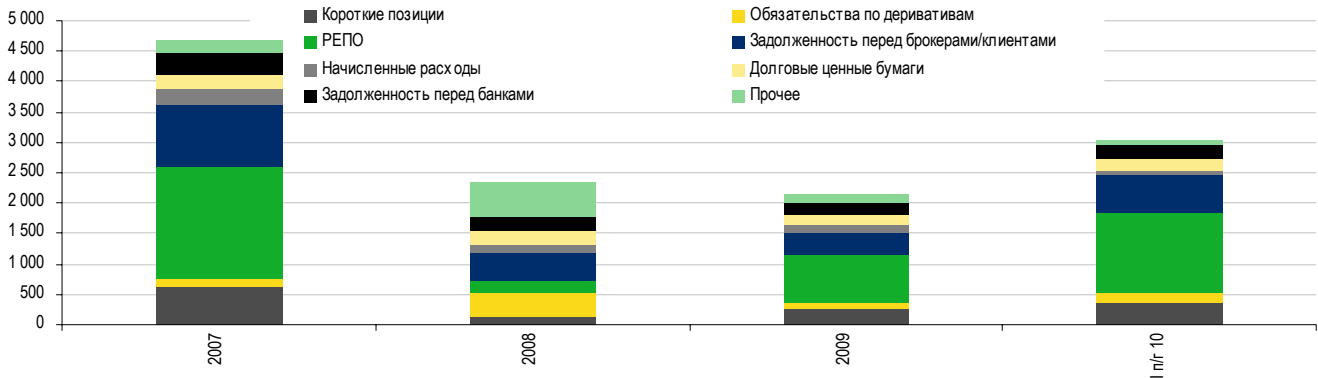
Источники: данные компании

Структура обязательств также претерпела изменения в результате кризиса. Из графика, помещенного на следующей странице, видна эволюция структуры обязательств в 2007–2009 гг. Ее основные особенности.

- РЕПО остается для банка крупнейшим источником фондирования. По состоянию на июль 2010 г. объем непогашенных обязательств по РЕПО составлял 1 322 млн долл. (44% совокупных обязательств) против 1,85 млрд долл. в 2007 г. К концу 2008 г. этот источник почти иссяк (182 млн долл.), поскольку на сентябрь пришлось самая острая фаза кредитного кризиса, сопровождавшаяся фактическим закрытием рынка РЕПО.
- В I полугодии 2010 г. объем коротких позиций в облигациях и акциях составил 357 млн долл. (12% совокупных обязательств). Примечательна динамика этой составляющей обязательств, которая выглядит весьма логичной в сопоставлении с динамикой рынка. В 2007 г., когда рынок акций находился на взлете, объем коротких позиций был равен 631 млн долл. (13,5% суммарных обязательств), в 2008 г., после обвала рынка, он сократился до минимума – 122 млн долл. (5,2% совокупного показателя), а в 2009 г. – I полугодии 2010 г. увеличился вслед за ростом рынка. На наш взгляд, это очень рациональное управление собственной позицией.
- В июле 2010 г. объем размещенных облигаций равнялся 225 млн долл. против 254 млн долл. в 2007 г. Первая сумма составила лишь 7,5% совокупных обязательств и представляется весьма незначительной. Даже вместе с банковским долгом (205 млн долл. в I полугодии 2010 г.) ее доля в обязательствах достигла лишь 14,3%. Мы вернемся к этим показателям позже, когда будем обсуждать ликвидность Ренессанс Капитала.
- «Прочие обязательства», объем которых был сравнительно невелик в 2007 г., к концу 2008 г. внезапно достигли 569 млн долл., или 24% совокупного показателя. Что за этим стояло? Ответ на этот вопрос мы дадим чуть позже.

Низкий уровень долга, большой объем РЕПО, рациональное управление короткой позицией

Структура обязательств Ренессанс Капитала

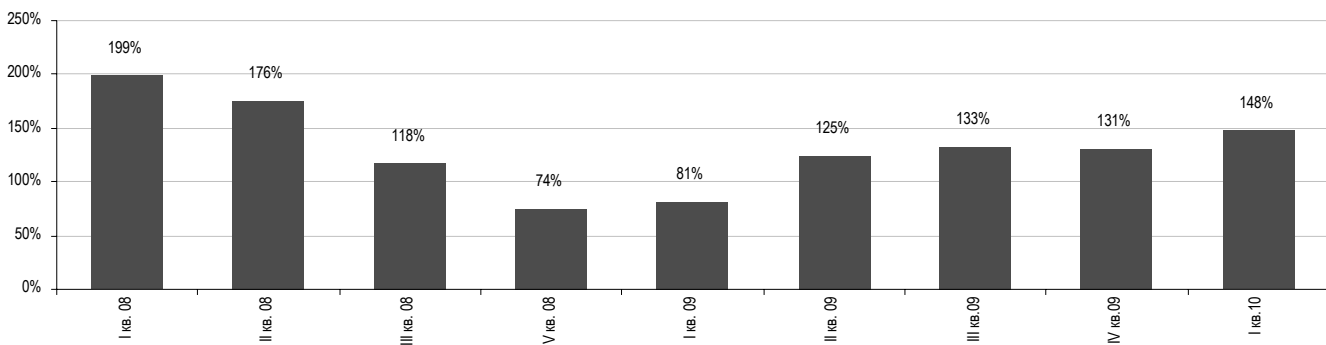


Источники: данные компании

Ренессанс Капитал намерен в итоге привлечь около 500 млн долл. трехлетнего долга. По существу, основным активом Ренессанс Капитала всегда была дебиторская задолженность по торговым операциям средним сроком погашения пять дней. Основное направление деятельности банка – брокерские операции, и дебиторская задолженность возникает по операциям с расчетами дольше, чем Т0. Исторически Ренессанс Капитал финансировал дебиторскую задолженность с помощью краткосрочного РЕПО, однако кризис выявил серьезную уязвимость данного вида фондирования в условиях рыночных шоков. Когда этот источник фондирования почти иссяк, контролирующие акционеры были вынуждены продать половину компании в IV квартале 2008 г. Поэтому в настоящее время стратегическая задача банка – иметь в своем распоряжении около 500 млн долл. долгосрочных обязательств (лучше всего трехлетних). Рассматриваемое размещение – один из шагов в данном направлении. Следует особо отметить, что компания идет на это ради будущей финансовой стабильности, несмотря на то что при этом возникает отрицательная процентная маржа – срочность новых обязательств будет превышать срочность активов, для финансирования которых они предназначены. Тем временем, как видно из представленного внизу графика, уже сейчас долгосрочные активы банка более чем на 100% покрываются долгосрочными обязательствами и собственным капиталом.

Неликвидные активы полностью финансируются за счет долгосрочных обязательств и собственного капитала

Отношение долгосрочного долга и собственного капитала к долгосрочным активам



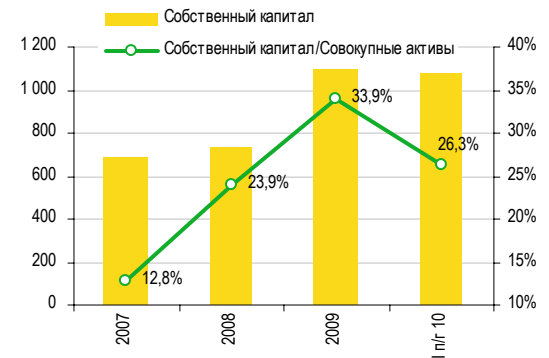
Источники: данные компании

Ведущий инвестиционный банк размещает рублевые облигации

Основной положительный фактор. В 2009 г. акционерный капитал Ренессанс Капитала достиг 1 095 млн долл. благодаря сделке с группой ОНЭКСИМ, которая, как мы уже упоминали, приобрела 50% минус ½ акции инвестбанка за 499 млн долл. Здесь и таится обещанный ответ на поставленный выше вопрос – в действительности деньги были получены еще в 2008 г. и отражены в пассивах как авансовый платеж. Позже, в 2009 г., эта сумма была включена в состав собственного капитала, который в результате увеличился почти до 34% суммарных активов. Последующее снижение коэффициента достаточности капитала до 26,3% объясняется исключительно ростом суммарных активов, поскольку собственный капитал банка до сих пор составляет более 1 млрд долл. На наш взгляд, поддержка со стороны Прохорова – один из ключевых позитивных факторов кредитного профиля Ренессанс Капитала. Хотя ОНЭКСИМ является миноритарным акционером и, теоретически, может продать свою долю другому инвестору, Прохоров неоднократно заявлял, что готов всячески участвовать в дальнейшем развитии Ренессанс Капитала. Следует также отметить, что после продажи своей доли в Норильском никеле и раздела других активов с Владимиром Потаниным Михаил Прохоров, по всей видимости, обладает наибольшим объемом наличности в России. С другой стороны, если по каким-либо причинам ОНЭКСИМ все же продаст свою долю в Ренессанс Капитале, новый миноритарий, скорее всего, окажется не менее влиятельной фигурой, чем Прохоров, и будет не меньше заинтересован в успешном развитии и стабильности своего нового актива.

Значительное вливание капитала

Капитализация Ренессанс Капитала, млн долл.

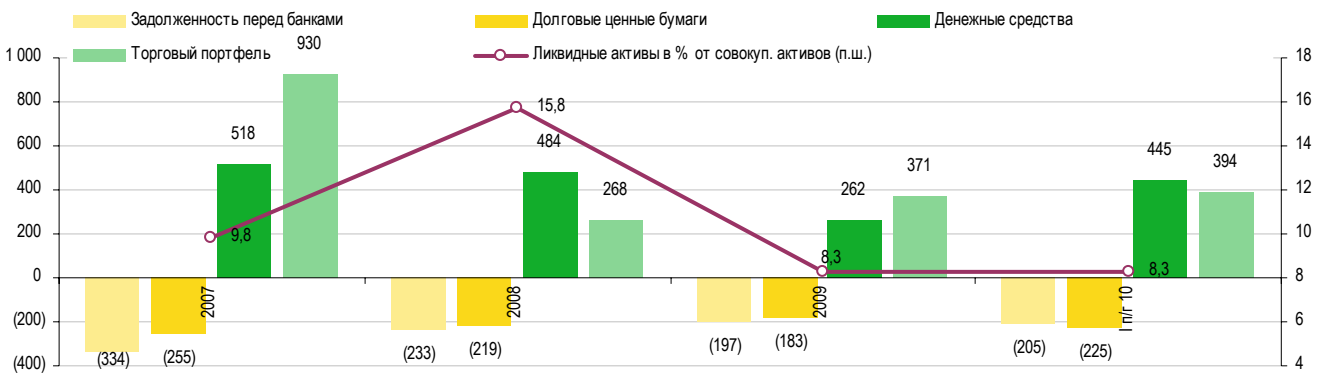


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Запас денежных средств растет, общий уровень ликвидности остается высоким. Ликвидность Ренессанс Капитала достигла пика после сделки с Прохоровым в 2008 г.: отношение ликвидных активов к суммарным увеличилось до 15,8%, а денежная позиция составила 483 млн долл., почти не изменившись по сравнению с 2007 г., несмотря на резкое сокращение других активов. В 2009 – I полугодии 2010 гг. отмечалось некоторое снижение ликвидности относительно уровней 2008 г.: в настоящее время на долю ликвидных активов приходится 8,3% совокупных активов, а запас денежных средств на конец июня 2010 г. составлял 445 млн долл. Однако на данный момент Ренессанс Капиталу не нужен большой резерв денежных средств, поскольку уменьшились и потребности банка в ликвидности. В любой из рассматриваемых нами годов денежная позиция с избытком покрывала объем обращающихся облигаций инвестбанка.

Минимальный остаток денежных средств – 200 млн долл.

Ликвидность Ренессанс Капитала, млн долл.

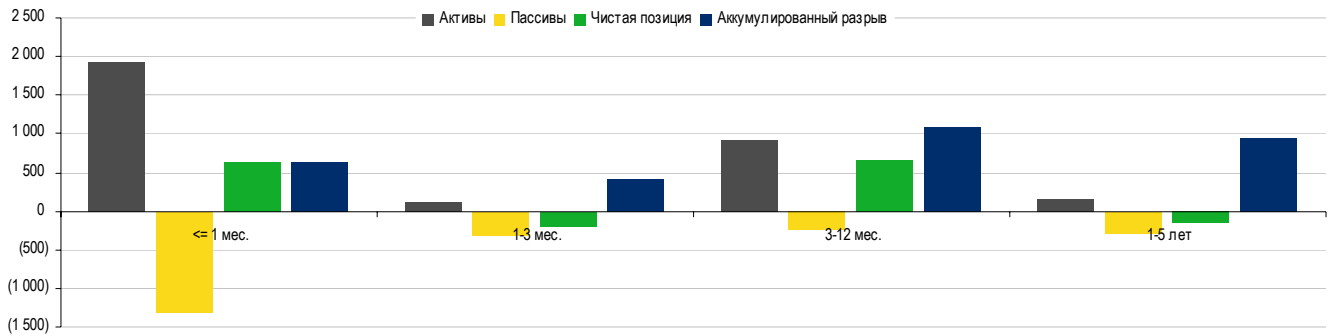


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Отдельного внимания заслуживает определение ликвидных активов. Как правило, мы включаем в эту категорию наличные денежные средства и кредиты другим банкам, но Ренессанс Капитал владеет портфелем рыночных ценных бумаг (на 394 млн долл. в I полугодии 2010 г.), который также можно считать вполне ликвидным. К тому же Ренессанс Капитал не привлекает средства во вклады, поэтому нет причин опасаться их массового изъятия в случае ухудшения общей экономической ситуации. С учетом денежных средств и стоимости торгового портфеля ликвидные активы полностью покрывают не только обращающиеся долговые обязательства компании, но и банковские кредиты. Руководство компании следит за тем, чтобы объем денежных средств на балансе Ренессанс Капитала всегда составлял не менее 200 млн долл.

Накопленная ликвидность избыточна на любом сроке

Временная структура активов и пассивов на конец 2009 г., млн долл.



Источники: данные компании

Анализ соответствия активов и пассивов по срокам показывает, что для всех уровней срочности, от самой короткой дюрации до пяти лет, накопленный разрыв ликвидности является положительным и весьма существенным.

Публичный долг представлен лишь выпуском облигаций с погашением в 2011 г. В таблице представлены все долговые обязательства Ренессанс Капитала за последние годы. Как можно видеть, на конец 2009 г. существенную часть обязательств (108 млн долл.) составляла задолженность перед контролирующим акционером. Процентная ставка по данному кредиту была равна 11%. В I полугодии 2010 г. этот кредит был замещен кредитом ЕБРР в размере 120 млн долл. Срок погашения по номинированному в евро кредиту ЕБРР наступит в августе 2013 г., процентная ставка по нему также равна 11%. Между тем обращающиеся долговые обязательства представлены лишь выпуском долларовых облигаций с погашением в апреле 2011 г. и купонной ставкой 12%. Именно с ним в обозримом будущем будут связаны основные потребности банка в ликвидности. Опять-таки, эти обязательства полностью покрываются имеющимися у Ренессанс Капитала денежными средствами.

Ликвидность необходима в основном для погашения долларовых облигаций в апреле 2011 г.

Долговые обязательства RFHL	2007	2008	2009	I п/г 10
Кредит RCHL			108	
Кредит ОНЭКСИМа		51		
Необеспеченный синдицированный кредит / ЕБРР	160	95		120
Прочие кредиты	173	86	88	85
EMTN 12% с погашением с апреля 2011 г.			183	225
EMTN 8,75% с погашением в ноябре 2009 г.	244	195		
Прочие облигации	10	24		

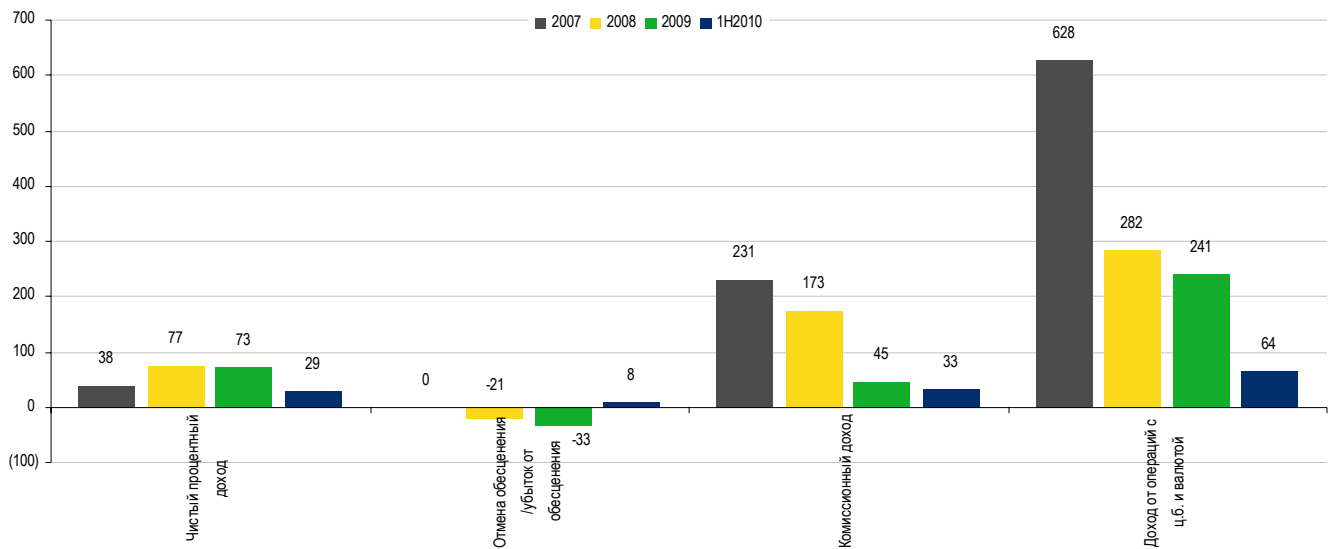
Источники: данные компании

Финансовые результаты заметно пострадали из-за кризиса. Как видно из представленного ниже графика, в последний «тучный» год – 2007 – процентный доход не играл большой роли в финансовых результатах Ренессанс Капитала. Его значение едва ли возрастет и в дальнейшем, однако в 2008–2009 гг. этот показатель вдвое превысил уровень 2007 г. из-за посткризисных изменений в структуре портфеля банка и появления упомянутых выше кредитов связанных сторон. Поскольку чистый процентный доход вовсе не является основным источником прибыли Ренессанс Капитала, для нас достаточно, чтобы его величина по итогам любого взятого года оставалась положительной, что будет свидетельствовать о достаточном покрытии всех затрат на фондирование. Как и следовало ожидать, комиссионные доходы (включая доходы от инвестиционно-банковских операций) резко снизились в 2009 г. (45 млн долл.) по сравнению с 2007 г. (231 млн долл.), поскольку в I полугодии 2009 г. активность на рынке инвестиционно-банковских услуг практически сошла на нет. Инвестиционно-банковский бизнес всегда был основным направлением деятельности Ренессанс Капитала, и потери в этом сегменте были неизбежны в условиях резкого ухудшения рыночной конъюнктуры в IV квартале 2008 – I полугодии 2009 г. Прибыль от торговых операций также существенно сократилась по сравнению с рекордным показателем 2007 г. (629 млн долл.), однако в 2008 – 2009 гг. практически не менялась, составив 282 млн долл. и 241 млн долл. соответственно. По итогам I полугодия 2010 г. чистый процентный доход Ренессанс Капитала почти не изменился по сравнению с тем же периодом 2009 г., динамика комиссионных доходов улучшилась (33 млн долл. за шесть месяцев

2010 г. против 45 млн долл. за весь 2009 г.), а доходы от торговых операций разочаровали, составив всего 64 млн долл. (против 241 млн долл. в 2009 г.). Плохие результаты трейдинга объясняются прежде всего убытком в размере 12,8 млн долл. в сегменте инструментов с фиксированной доходностью, а также относительно низкой прибылью от операций с акциями (77 млн долл. в I полугодии 2010 г. против 187 млн долл. в I полугодии 2009 г.). В целом I полугодие 2010 г. оказалось для Ренессанс Капитала непростым, поскольку рынки IPO и M&A оставались закрытыми (и у банка не было возможности существенно увеличить комиссионные доходы), а рынок акций практически замер, восстановившись с кризисных минимумов еще в 2009 г.

I полугодие 2010 г. было непростым для Ренессанс Капитала

Структура операционного дохода RFHL

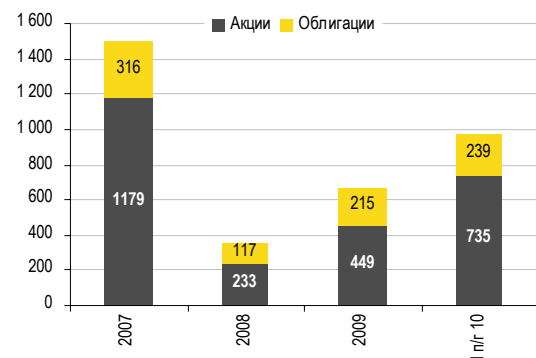


Источники: данные компании

Ренессанс Капитал по-прежнему специализируется на торговле акциями. Для лучшего понимания динамики доходов Ренессанс Капитала от торговых операций необходимо проанализировать структуру его финансовых активов, предназначенных для торговли. Из графика ниже слева видно, что, в отличие от многих крупных российских банков, которые после кризиса в основном сосредоточились на торговле долговыми инструментами и увеличили собственные позиции в облигациях, Ренессанс Капитал по-прежнему ориентировался на торговлю акциями и пропустил масштабное ралли на рынке облигаций, которое в 2009 г. принесло прибыль крупным коммерческим банкам. Рынок акций также восстанавливался, но пока ему удалось отыграть лишь около половины кризисных потерь; к тому же Ренессанс Капитал ограничил свои рыночные позиции. Это простое объяснение того, почему прибыль банка от торговых операций оказалась приблизительно одинаковой в 2008 и 2009 гг. Весьма интересен график справа, который показывает, что торговля акциями приносила и продолжает приносить Ренессанс Капиталу гораздо больший доход, чем операции с облигациями. Прибыль от торговли облигациями в 2009 г. достигла рекордных 50 млн долл., но ее рост связан прежде всего с эффектом низкой базы в 2008 г., когда банк получил убыток от инвестиций в облигации в размере 12 млн долл.

Позиция по акциям – самая большая по размеру...

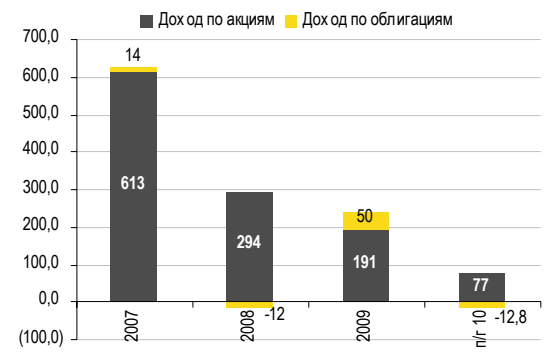
Структура торгового портфеля ц.б., млн долл.



Источники: данные компании

...и по доходам

Структура чистого дохода от операций с ц.б.

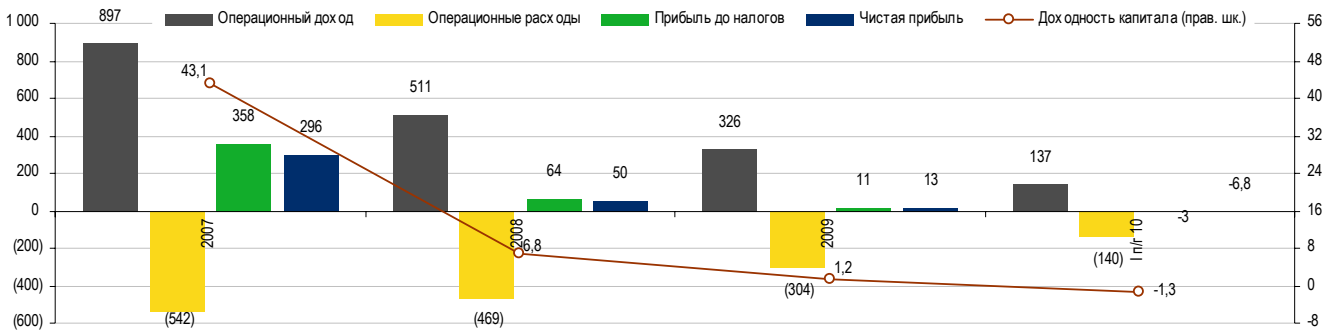


Источники: данные компании

Основная задача – избежать существенных потерь. Наиболее важным нам представляется то обстоятельство, что в 2008 и 2009 гг. Ренессанс Капитал оставался прибыльным и сохранил капитал. Даже в I полугодии 2010 г., когда банк, несмотря на падение доходов, продолжал инвестировать средства в создание бизнес-платформы, фактические убытки до налогообложения составили лишь 3 млн долл. На наш взгляд, в переживаемый нами период неопределенности главная задача любого банка – избежать значительного снижения акционерного капитала, и Ренессанс Капитал благодаря твердым действиям руководства смог этого добиться.

Прибыль каждый год, а пока небольшой убыток в I полугодии

Ключевые показатели отчета о прибылях и убытках, млн долл., доходность собственного капитала, %



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

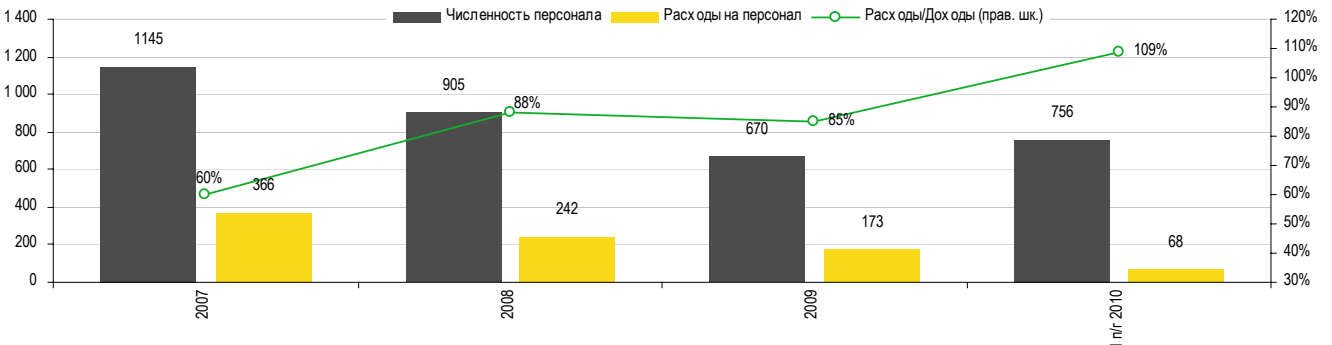
О твердости руководства в кризисных условиях свидетельствует радикальное сокращение персонала ради сокращения расходов: численность сотрудников снизилась с 1 145 в 2007 г. до 670 в конце 2009 г. Это позволило уменьшить затраты на оплату труда на 30% за год – с 242 млн долл. в 2008 г. до 173 млн долл. в 2009 г. Хотя в I полугодии 2010 г. численность персонала вновь увеличилась до 756, расходы на оплату труда продолжили снижаться, уменьшившись до 68 млн долл. с 95 млн долл. в I полугодии 2009 г. Также следует отметить, что в I полугодии 2010 г. Ренессанс Капитал инвестировал более 30 млн долл. в новые проекты. Каких результатов удалось добиться?

- В 2010 г. банк продолжал продвижение в новые регионы: открыл офисы в Гонконге и Южной Африке (в результате приобретения местного банка), вышел на рынки Монголии, Индии, Южной Кореи, Юго-Восточной Европы и Ближнего Востока, создав там совместные предприятия;
- Ренессанс Капитал активно строит новую ИТ-платформу для работы с фондовыми рынками во всем мире. По мнению руководства, в мире сложились все условия для перехода на электронный трейдинг, и новая система обеспечит возможность обслуживания клиентов в разных странах из главных офисов компании (например, в Лондоне).

Насколько мы понимаем, идея руководства Ренессанс Капитала состоит в том, чтобы извлечь максимальную выгоду из посткризисного оживления инвестиционной активности. По данным компании, она готова к этому на 90%.

Решительное сокращение затрат

Численность сотрудников, расходы на оплату труда, млн долл., расходы/доходы (прав. шк.)



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

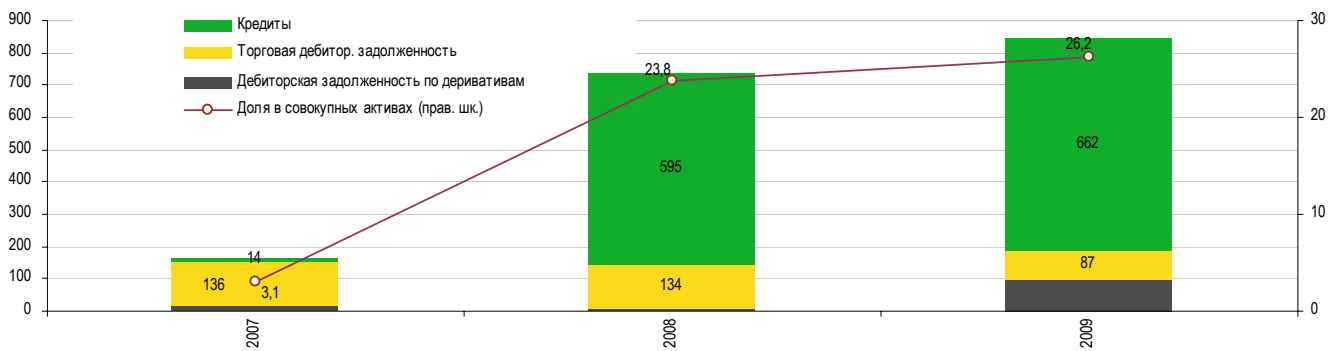
Между тем, несмотря на успешное сокращение расходов, финансовые показатели Ренессанс Капитала со всей очевидностью свидетельствуют о том, что компании необходим рост бизнеса. Хотя действия инвестбанка в условиях кризиса показали, что он может достаточно гибко менять масштаб операций, в I полугодии 2010 г. операционные издержки полностью поглотили снизившуюся операционную прибыль – отношение затрат к доходам достигло уровня 109%. Мы счи-

таем, что, пока на рынке продолжается «мертвый сезон», руководство Ренессанс Капитала сосредоточится на удержании чистой прибыли примерно на нулевом уровне.

Значительное повышение риска связанных сторон. Рассматривая активы банка, мы упомянули об увеличении активов, приносящих процентный доход, и в частности о выдаче большого объема внутрикорпоративных кредитов в 2008 г. На конец 2009 г. они составили 662 млн долл., или 96,5% суммарного объема чистых кредитов, числившихся на балансе банка. Руководство компании объясняет это следующим образом. Более трех лет назад RCHL являлась единой организацией с активами, позже выделенными из ее состава под наименованием Renaissance Partners (см. схему, иллюстрирующую структуру группы). В настоящий момент эти кредиты соответствуют инвестициям Группы Ренессанс в лес, сельскохозяйственные земли в Африке и т. д. Одним из условий сделки с ОНЕКСИМом стало обязательство Ренессанс Капитала в дальнейшем не предоставлять кредитов связанным сторонам. В то же время ожидается, что объем предоставленных ранее кредитов со временем сократится, по мере того как соответствующие активы будут продаваться. Кроме того, руководство утверждает, что фактическая стоимость активов Renaissance Partners значительно превышает объем предоставленных им кредитов.

Кредиты были в основном выданы компании Renaissance Partners

Активы, связанные с аффилированными компаниями (млн долл.), доля в совокупных активах (%)



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Крупные кредиты, выданные связанным сторонам в 2008 г., изменили картину контрагентского риска. Как мы видим, несмотря на то что общая доля активов, подверженных контрагентскому риску, достигла 51% в конце 2008 г., доля активов, подверженных рискам несвязанных контрагентов, снизилась с 29% в 2007 г. до 27% в 2008 г., а затем еще до 19% в 2009 г. Кроме того, в 2009 г. совокупный контрагентский риск снизился до 45% с 51% в 2008 г.

Подверженность баланса риску неаффилированных контрагентов снижается за счет роста подверженности риску аффилированных

Подверженность кредитному риску контрагента, млн долл.



Источники: данные компании

Умеренное обесценение активов. Как мы отметили выше, Ренессанс Капитал не создает резервов на обесценение активов, а снижает стоимость актива на величину обесценения и сразу отражает ее в качестве расхода в отчете о прибылях и убытках. В таблице представлены ретроспективные данные об объемах обесценения активов в связи с кредитными рисками.

Потери вызваны в основном неплатежеспособностью контрагентов

Обесценение активов RFHL, млн долл.

	2007	2008	2009	I n/r 10
Остаток задолженности клиентов	-	8,5	9,2	
Остаток задолженности контрагентов	-	12,0	23,9	
РЕПО и прочее финансирование	-	0,2	0,2	
Итого	-	20,6	33,2	(8,2)

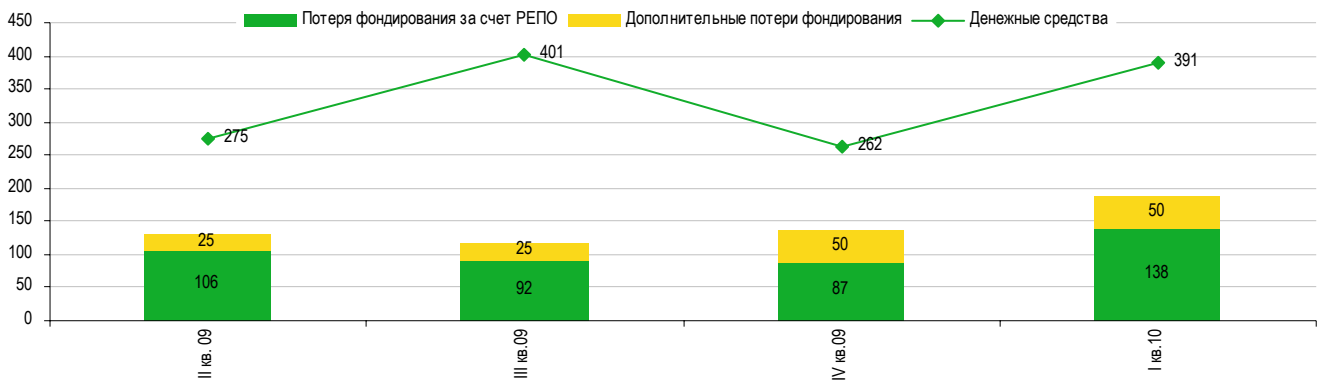
Источники: данные компании

Так, в 2008–2009 гг., то есть в период кризиса, объем обесценения активов в связи с дефолтами контрагентов и клиентов составил лишь 53,8 млн долл., или 1,3% средних активов – на наш взгляд, это очень низкий показатель. Более того, в I полугодии 2010 г., как показано в таблице, 8,2 млн долл. этих потерь было восстановлено. Обесценение активов вследствие дефолтов по облигациям, держателем которых являлся Ренессанс Капитал, не зарегистрировано, что можно признать выдающимся достижением риск-менеджмента.

Мониторинг рыночного риска – основная задача риск-менеджмента банка. Кроме ликвидности и кредитных рисков, которые мы вкратце осветили выше, руководство Ренессанс Капитала пристально отслеживает рыночный риск. В связи с рыночными колебаниями возможны убытки (а) по активам – в связи с рыночной переоценкой портфеля, и (б) по обязательствам – в связи со снижением стоимости залога по сделкам РЕПО. Противовесом убыткам, связанным с рыночной переоценкой, служит собственный капитал, тогда как потери фондирования за счет РЕПО должны покрываться денежными резервами. При этом анализ рыночного риска проводится двумя способами – при помощи стресс-тестов и на основе исторического VAR (стоимость, подверженная риску). На графике представлены потенциальные потери фондирования на условиях стресс-теста, согласно которым стоимость ликвидных рыночных активов снижается на 20%, а неликвидных – на 50%.

Ренессанс Капитал поддерживает остаток денежных средств на уровне, соответствующем результатам стресс-теста

Потенциальные потери фондирования при стресс-тесте против фактического объема денежных средств, млн долл.



Источники: данные компании

График показывает, что в любой заданный период запас денежных средств Ренессанс Капитала значительно превышает объем потенциальных потерь фондирования по сценарию стресс-теста. При оценке вероятных убытков на основе исторического VAR Ренессанс Капитал использует модель, включающую данные за 24 месяца. Для целей анализа VAR общая позиция, подверженная рыночному риску, разделена на три части, соответствующие основным источникам риска: акции, процентная ставка и валютный курс. 99-процентный VAR на конец каждого рассматриваемого года представлен в следующей таблице.

Совокупный VAR весьма умеренный, хотя при расчете учитывается кризисный период

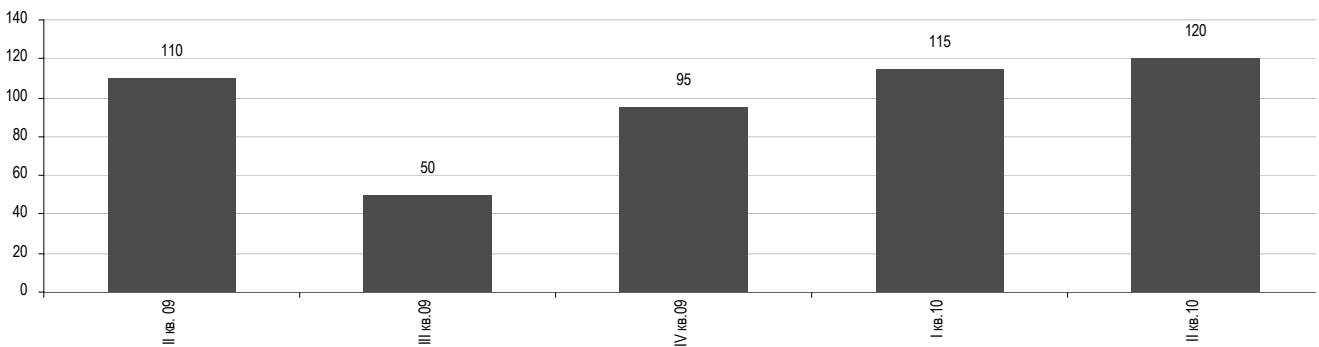
VAR 99%, млн долл.			
	2007	2008	2009
VAR от колебаний рынка акций	15,4	15,0	27,4
VAR от колебаний процентных ставок	4,3	3,4	5,9
VAR от колебаний валютного курса	4,0	0,2	2,5
Итого VAR	16,4	15,4	28,1

Источники: данные компании

Напомним, что 99% VAR – это стоимость (в данном случае в долларах), которую потенциальные убытки от рыночного риска не превысит с вероятностью 99%. Как видно из графика, на самом деле исторический VAR Ренессанс Капитала весьма умеренный, даже несмотря на то что при его расчете теперь учитывается период резкого падения цены активов в условиях кризиса. Но, так же, как и в случае с обязательствами, банк делает один шаг на опережение и в части активов и оценивает потенциальную угрозу по сценарию стресс-теста, предполагающего падение ликвидных активов на 50%, а неликвидных – на 80%.

**Если бы в конце июня 2010 г. рынок упал на 50%,
Ренессанс Капитал потерял бы всего 120 млн долл. по своей позиции**

Потенциальные потери при сценарии стресс-теста, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

На самом деле, Ренессанс Капитал ежедневно рассчитывает объем потенциальных потерь от рыночной переоценки по сценарию стресс-теста – он постоянно меняется вместе с позицией. Из графика видно, что на 1 июля 2010 г. потенциальные потери от рыночной переоценки при условии сокращения ликвидных активов на 50% составили бы 120 млн долл. Как мы упомянули выше, естественным противовесом этим потерям служит капитал банка, который на ту же дату превышал 1 млрд долл. Таким образом, руководство Ренессанс Капитала задается логичным вопросом: «много ли банков в российской банковской системе пережили бы условия стресс-теста Ренессанса, не лишившись полностью капитала?» Конечно, всякий может ответить, что стресс-тест – это стресс-тест, но в IV квартале 2008 г. обвал рынка случился на самом деле, и именно Ренессанс Капитал, в отличие от большинства банков российской банковской системы, был вынужден продать половину компании стороннему инвестору. Все так, но не следует забывать и то, что Ренессанс, в отличие от российских банков, не мог в тех условиях получить поддержку со стороны Центробанка или ВЭБа.

Мы позитивно смотрим на кредитный риск Ренессанс Капитала. Сокращение объема бизнеса, с которым столкнулся Ренессанс Капитал, было абсолютно неизбежным результатом внешнего шока, от которого пострадала вся инвестиционная индустрия. Таким образом, трудно обвинять компанию в снижении доходов. Более того, на наш взгляд, огромной заслугой руководства является то, что в 2008–2009 гг. компания осталась прибыльной и, следовательно, смогла избежать сокращения капитала. Сделка с Группой ОНЭКСИМ укрепила финансовое положение Ренессанс Капитала, и теперь коэффициент Собственный капитал/Совокупные активы превышает у банка 25%. Естественно предположить, что в чрезвычайных обстоятельствах банк может вновь рассчитывать на поддержку Михаила Прохорова, который в противном случае потеряет свои инвестиции в размере 500 млн долл. Говоря о ликвидности, заметим, что наиболее существенные потребности в денежных средствах возникнут у банка в апреле 2011 г., когда предстоит погашение облигаций на сумму 225 млн долл., которую почти с двукратным запасом покрывают денежные средства на балансе. Негативный прогноз всех трех рейтинговых агентств по рейтингу Ренессанс Капитала объясняется главным образом рыночным риском: агентства не верят в быстрое восстановление отрасли. Но факт остается фактом – в 2008 г. Ренессанс Капитал смог выдержать сильный удар, нанесенный его бизнесу, и не понести в итоге чистого убытка, то есть операции банка оказались довольно устойчивыми и гибкими благодаря эффективному управлению затратами. Инвесторы нередко задаются еще одним вопросом, а именно каковы цели Ренессанс Капитала при продвижении на африканский рынок. Если кто-то и сомневается в общей целесообразности этой идеи, то следует отметить, на наш взгляд, главную особенность проекта – он осуществляется при жестком контроле над издержками, так что его стоимость достаточно невелика. По прогнозу менеджмента Ренессанс Капитала, африканский бизнес станет прибыльным уже в 2010 г.

Главный повод для беспокойства относительно кредитного риска Ренессанс Капитала – продолжающееся снижение консолидированной прибыли банка, при том что признаков разворота динамики не наблюдается. основополагающим элементом стратегии банка всегда было лидерство, и непонятно, как долго он сможет придерживаться этого подхода в условиях низкой прибыли – высококвалифицированный персонал обходится недешево. К сожалению, пока нам нечем подбодрить инвесторов в части финансовых результатов – остается просто ждать, скорее всего, до 2011 г. Однако при нынешнем уровне капитализации и ликвидности, даже если прямо сейчас начнется безудержное падение рынка и руководство банка примет решение просто прекратить операции, трудно представить, что кредиторы не получат полного возмещения своих средств.

RFHL в сравнении с некоторыми конкурентами на рынке облигаций

Финансовые показатели отдельных российских банков

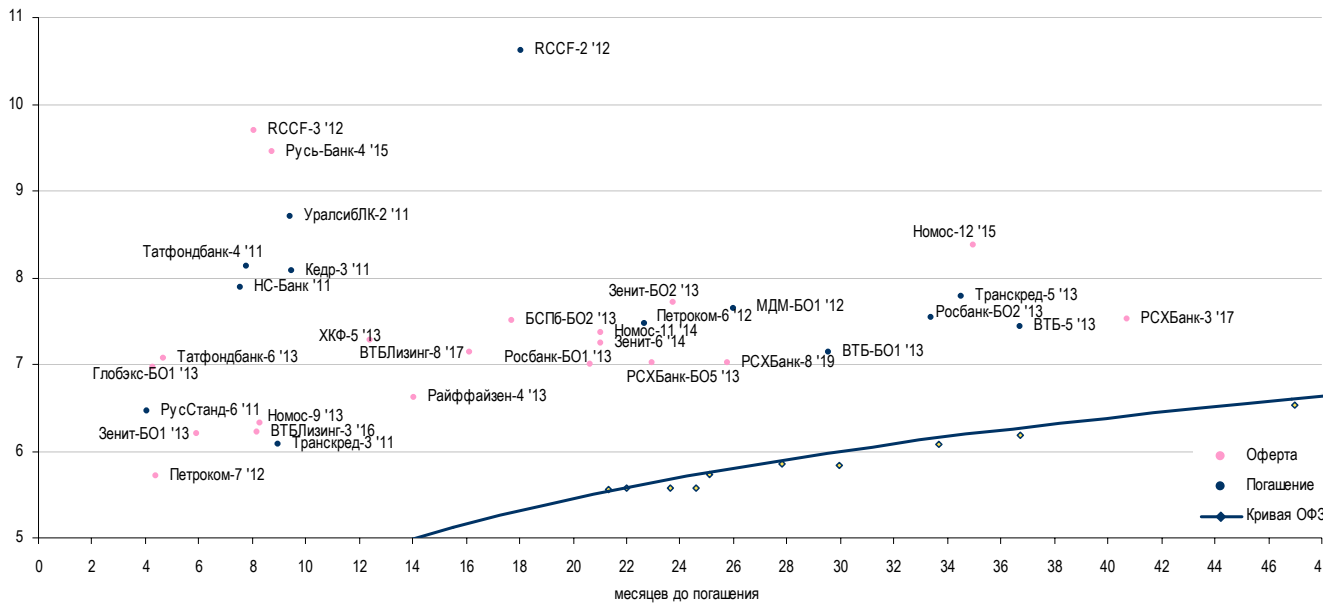
	Рейтинг (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Затраты/ доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы/ Кредиты, %	Ценные бумаги, млн долл.	Ценные бумаги/ Активы
Альфа-Банк		27 052	6,6	0,37	0,90	1,6	7,9	6,2	1110	4,1
Банк С.-Петербург		7 400	7,2	0,35	1,80	1,0	8,7	3,9	176	2,4
МКБ		2 055	6,1	0,54	2,10	1,7	10,6	1,3	258	12,6
Кредит Европа Банк		2 313	12,2	0,46	2,20	6,1	17,1	5,5	112	4,8
ХКФБ		3 892	27,0	0,47	4,10	7,7	18,2	10,7	245	6,3
ЛОКО-Банк		1 128	6,5	0,53	1,40	1,7	14,2	4,1	120	10,6
2008 МДМ		11 291				1,7	12,5	5,9	426	3,8
НОМОС		9 530	6,9	0,36	2,90	1,6	11,7	5,3	1333	14,0
Промсвязьбанк		15 843	8,1	0,45	0,50	1,3	8,7	5,7	651	4,1
RCCF		2 204	20,2	0,47	3,00	5,4	19,0	5,2	0	-
RFHL		3 082		0,88	1,20		23,9		786	25,5
Росбанк		17 379	8,0	0,64	0,10	1,1	8,6	6,5	580	3,3
Русский Стандарт		7 713	22,8	0,48	3,70	7,3	17,1	5,6	701	9,1
Альфа-Банк	В+/Ba1/BВ-	21 646	5,1	0,51	0,30	1,0	12,5	10,1	3131	14,5
Банк С.-Петербург	Ba3	7 844	5,0	0,25	0,30	0,9	10,7	9,1	1122	14,3
МКБ	B1/B+	2 898	5,8	0,42	1,00	1,3	12,7	2,4	523	18,0
Кредит Европа Банк	Ba3/BВ-	2 311	8,2	0,40	2,10	2,2	18,2	7,3	232	10,0
ХКФБ	В+/Ba3	3 212	22,8	0,37	4,60	4,3	27,8	13,1	378	11,8
ЛОКО-Банк	B2/B+	1 106	3,5	0,38	1,80	1,3	15,6	7,5	212	19,2
2009 МДМ	В+/Ba2/BВ	13 411	6,5	0,43	- 0,40	1,2	15,3	15,7	1129	8,4
НОМОС	Ba3/BВ-	9 226	6,2	0,29	1,40	1,2	13,2	9,5	1971	21,4
Промсвязьбанк	В/Ba2/B+	15 688	6,7	0,41	- 0,10	0,9	8,1	12,7	2053	13,1
RCCF	В-/B3/В-	1 436	12,5	0,67	- 8,10	4,3	22,0	15,2	301	21,0
RFHL	В+/B1/В	3 228		0,85	0,40		33,9		1072	33,2
Росбанк	ВВ+/Baa3/ВВВ+	15 366	5,5	0,66	- 2,80	0,8	7,2	14,9	499	3,2
Русский Стандарт	В+/Ba3/В+	4 665	12,8	0,66	- 2,30	3,5	21,1	9,2	731	15,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Позиционирование нового выпуска. Скорее всего, участники рынка будут оценивать новые облигации относительно обращающихся долговых обязательств Группы Ренессанс, а именно бумаг КБ «Ренессанс Капитал» (RCCF). На самом деле, RCCF (В-/В3/В-) и RFHL (В+/В1/В) достаточно сильно отличаются друг от друга с точки зрения как бизнеса, так и акционеров. Собственники RCCF являются контролирующими акционерами RFHL, однако ОНЭКСИМ и RCCF не имеют между собой абсолютно ничего общего. На рынке еврооблигаций обращается единственный выпуск RCCF – RCCF'13, который котируется со спредом в размере 1 060 б.п. к долларovým свопам, тогда как выпуск холдинга RENOTE'11 торгуется со спредом, равным 920 б.п. Однако последний выпуск намного короче, чем RCCF'13, а спреды обладают временной структурой, и, таким образом, спред между бумагами RCCF и RFHL с сопоставимой дюрацией будет меньше. Кроме того, учитывая, что RFHL является дебютантом на рынке рублевых облигаций, было бы логично ожидать, что потенциальные инвесторы потребуют от эмитента премию за первичное размещение. Таким образом, маловероятно, что RFHL удастся разместить новые рублевые облигации с дисконтом к кривой доходности RCCF. Самый длинный из выпусков RCCF на рублевом рынке, RCCF-2, в настоящее время торгуется с доходностью, приблизительно равной 10,6% к погашению через полтора года, или со спредом к кривой ОФЗ на уровне 530 б.п. Таким образом, если по новому выпуску RFHL будет предусмотрена двухлетняя оферта, то при спреде в размере 530 б.п. YTW 11% станет тем уровнем, при котором бумага, на наш взгляд, будет оценена справедливо с точки зрения первичного размещения.

Дисконт к кривой RCCF маловероятен

Некоторые рублевые выпуски облигаций российских банков



Источники: 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
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010