

### ОБЛИГАЦИИ ВЗАМЕН ПОГАШЕННЫХ

#### Первичное размещение, финансовая отчетность за 2010 г.

**У компании почти не осталось долга.** После погашения RENOTE'11 EMTN на сумму 210 млн долл. в начале апреля у RFHL, центра консолидации инвестиционно-банковского бизнеса Группы Ренессанс, остается лишь одно существенное долговое обязательство: кредит ЕБРР на сумму 133 млн долл. В настоящий момент RFHL проводит роуд-шоу нового выпуска долларовых еврооблигаций. Параметры выпуска пока неизвестны, но мы полагаем, что менеджмент хотел бы ориентироваться на срок обращения три года и размер порядка 300 млн долл. Агентство S&P 6 апреля подтвердило кредитный рейтинг RFHL на уровне «B+» и повысило прогноз по нему с «Негативного» до «Стабильного».

**Прибыль остается отрицательной ввиду роста операционных расходов.** В проспекте эмиссии нового выпуска содержится консолидированная отчетность RFHL по МСФО за 2010 г., что позволяет сравнить результаты с отчетностью по итогам I полугодия 2010 г. Основные компоненты отчета о прибылях и убытках выглядят следующим образом: чистый процентный доход после резервов на потери по ссудам по итогам II полугодия 2010 г. составил 16,5 млн долл. против 37 млн долл. полугодом ранее. Комиссионный доход вырос до 41 млн долл. с 33 млн долл. в полугодии за счет увеличения доходов от андеррайтинга. Доход от операций с ценными бумагами более чем удвоился, достигнув 143 млн долл. против 64 млн долл. в I полугодии. В результате операционный доход за II полугодие составил 198 млн долл. против 137 млн долл. в I полугодии – что можно считать весьма высокими темпами роста. К сожалению, операционные расходы во II полугодии также почти удвоились – со 140 млн долл. до 223 млн долл., что было связано с ростом затрат на персонал и другими инвестициями в модернизацию платформы Ренессанс Капитала. Следствием этого стал чистый убыток в размере 26 млн долл. по итогам II полугодия и 33,7 млн долл. за весь год. В октябре 2010 г. руководство Ренессанс Капитала сообщало, что основная задача, которую ставил перед собой банк на прошлый год – удержать прибыль вблизи нулевой отметки и использовать это время для подготовки к наступлению нового цикла роста на рынках капитала. Насколько мы понимаем, инвестиции в аппаратные средства для новой платформы и наем основного персонала уже в значительной степени завершены, что позволяет банку надеяться на прибыль по итогам 2011 г.

**Баланс растет.** Во II полугодии 2010 г. совокупные активы RFHL выросли на 31,6%, до 5,39 млрд долл., что, насколько мы можем судить, является новым историческим максимумом (прошлый, достигнутый в 2007 г., был равен 5,36 млрд долл.). Объем активов банка может гибко меняться в зависимости от масштабов

торговых операций на рынке ценных бумаг: крупнейшей составляющей активов Ренессанс Капитала традиционно выступала краткосрочная дебиторская задолженность клиентов и контрагентов (1,3 млрд долл. в декабре 2010 г.), которая на стороне пассивов сбалансирована рыночным РЕПО (1,86 млрд долл., или 43% совокупных обязательств). Обе эти со-

#### Параметры выпуска

Эмитент	Renaissance Securities Trading Limited (RSTL)
Гарант	Renaissance Financial Holdings Limited (RFHL)
Кредитн. рейтинг гаранта	B+/B1/B
Роуд-шоу	6-13 апреля
Программа	144A/RegS
Валюта	USD
Объем/срок обращения	?

#### Ключевые показатели RFHL

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.				
	2008	2009	I п/г 10	2010
Денежные средства	484	262	445	574
Средства в банках	2	6	3	0
Чистые кредиты	722	687	695	579
Дебиторская задолженность	815	848	1 047	1 302
Торговые активы по справедливой стоимости	268	371	395	780
Торговые активы в залоге	83	295	579	1 070
Активы для продажи	67	67	67	100
Деривативы	323	204	202	114
Обеспечение по обратн. РЕПО	45	135	333	504
<b>Активы</b>	<b>3 082</b>	<b>3 228</b>	<b>4 092</b>	<b>5 386</b>
Короткие позиции	122	268	358	433
Обязательства по деривативам	412	102	155	108
РЕПО	183	790	1 332	1 861
Задолженность перед брокерами/клиентами	464	341	609	1 082
Накопленные расходы	143	137	66	151
Долговые ценные бумаги	219	183	226	211
Средства банков	233	197	206	362
Собственный капитал	737	1 095	1 076	1 075
Чистый процентный доход	77	73	29	59
Расходы на обеспечение	(21)	(33)	8	(5)
ЧПД после комиссий	56	40	37	54
Комиссионный доход	173	45	33	74
Доход от операций с цен. бум. и иностр. валютой	282	241	64	208
Операционная прибыль	511	326	138	337
Операционные расходы	(469)	(304)	(141)	(365)
Прибыль до налогов	64	11	(3)	(25)
Чистая прибыль	50	13	(7)	(34)
Совокупный доход	49	10	(20)	(20)
Доходность средних активов, %	1,2	0,4	(0,7)	(0,8)
Доходность собств. капитала, %	6,8	1,2	(1,3)	(3,1)
Затраты/Доходы	0,88	0,85	1,09	1,07
Непроц. расходы в % от сред. активов	11,1	9,6	13,8	8,5
Доля ликвидных активов, %	15,8	8,3	11,0	10,7
Собственный капитал/Совокупные активы	23,9	33,9	26,3	20,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ставляющие краткосрочные – срок дебиторской задолженности составляет в среднем пять дней – и могут увеличиваться или сокращаться в зависимости от объемов торговых операций. Риск потери финансирования при помощи РЕПО в периоды резкого ухудшения рыночной конъюнктуры балансируется подушкой денежных средств, нижний предел которых банк ежедневно рассчитывает исходя из результатов стресс-тестов. На конец 2010 г. объем денежных средств на балансе составлял 574 млн долл., что на 30% больше, чем в июле, а отношение денежных средств к объему финансирования за II полугодие снизилось с 33,4% до 30,8%.

**Долгосрочные активы покрываются капиталом и долгом.** Как мы уже отмечали, Ренессанс Капитал ежедневно заботится о том, чтобы сбалансировать краткосрочные активы краткосрочными обязательствами, в то время как долгосрочные активы должны покрываться долгосрочным финансированием. На конец 2010 г. отношение последнего к первым составляло 150%, тогда как менеджмент обычно стремится поддерживать его на уровне не ниже 120%. Кстати, еще одна заявленная долгосрочная цель Ренессанс Капитала – иметь в распоряжении банка заемные средства объемом не менее 500 млн долл. и сроком не менее трех лет. Пока RFHL далек от достижения этой цели, поскольку после погашения RENOТЕ'11 банку необходимо разместить новые облигации просто для того, чтобы восполнить погашенное.

**Достаточность капитала снижается ввиду увеличения активов.** На конец 2010 г. акционерный капитал RFHL составлял 1 075 млн долл., которые в равных долях поделены между Группой Ренессанс и Группой ОНЭКСИМ Михаила Прохорова. Ввиду быстрого увеличения баланса отношение акционерного капитала к совокупным активам уменьшилось до 20% с 23,6% в июле 2010 г. и 33,9% в декабре 2009 г. Этого было бы более чем достаточно, если бы не ставшие притчей во языцех долгосрочные кредиты, которые RFHL еще до сделки с Группой ОНЭКСИМ предоставил другому дочернему подразделению группы – Renaissance Partners. На самом деле во II полугодии 2010 г. сумма этой дебиторской задолженности уменьшилась с 695 млн долл. до 579 млн долл., поскольку часть ее была погашена Renaissance Partners за счет средств, полученных от продажи ряда инвестиций, а именно миноритарных долей в африканских банковских группах Ecobank Transnational и CBZ Holding. В то же время, если мы правильно понимаем информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии, эти доли были приобретены эмитентом облигаций, о которых идет речь в настоящем обзоре, RSTL, так что, похоже, долг был погашен не денежными средствами, а путем передачи инвестиций от Renaissance Partners в круг консолидации RFHL. Мы надеемся, что Группа ОНЭКСИМ в курсе этой сделки. В любом случае, если вычесть 597 млн долл. кредитов, предоставленных связанным сторонам, из акционерного капитала RFHL, достаточность капитала I уровня снизится до 10%, чего будет едва достаточно, учитывая существенную подверженность Ренессанс Капитала рыночным рискам. Это означает, что основное послекризисное расширение Ренессанс Капитала уже в прошлом, если нынешние акционеры не захотят предоставить банку новый акционерный капитал. Финансовые ковенанты по новому выпуску RFHL ограничивают отношение капитала к совокупным активам уровнем 12%.

### 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, %	
2009	Альфа-Банк	21 646	5,1	0,51	0,3	1,0	12,5	10,1	
	Банк С.-Петербург	7 844	5,0	0,25	0,3	0,9	10,7	9,1	
	Кредит Европа Банк	2 311	8,2	0,40	2,1	2,2	18,2	7,3	
	ХКФБ	3 212	22,8	0,37	4,6	4,3	27,8	13,1	
	ЛОКО-Банк	1 106	3,5	0,38	1,8	1,3	15,6	7,5	
	МДМ	13 411	6,5	0,43	-	0,4	15,3	15,7	
	НОМОС	9 226	6,2	0,29	1,4	1,2	13,2	9,5	
	Промсвязьбанк	15 688	6,7	0,41	-	0,1	0,9	8,1	12,7
	RCCF	1 436	12,5	0,67	-	8,1	4,3	22,0	15,2
	RFHL		3 228		0,85	0,4		33,9	
Русский Стандарт		4 665	12,8	0,66	-	2,3	3,5	21,1	9,2
2010	Банк С.-Петербург	Ba3	8 927	5,1	0,32	1,6	1,0	10,5	9,6
	ХКФБ	B+/Ba3	3 310	24,9	0,38	9,5	3,2	32,7	7,3
	ЛОКО-Банк	B2/B+	1 637	4,1	0,51	1,9	1,4	12,1	4,0
	НОМОС	Ba3/BB-	17 363	5,2	0,38	2,6	1,1	10,9	4,4
	Промсвязьбанк	Ba2/B+	15 559	5,3	0,53	0,5	1,0	9,4	10,8
	RCCF	B-/B3/B-	1 334	32,3	0,42	3,7	1,7	27,8	3,6
	RFHL	B+/B1/B	5 386		1,07	-	0,8	20,0	

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

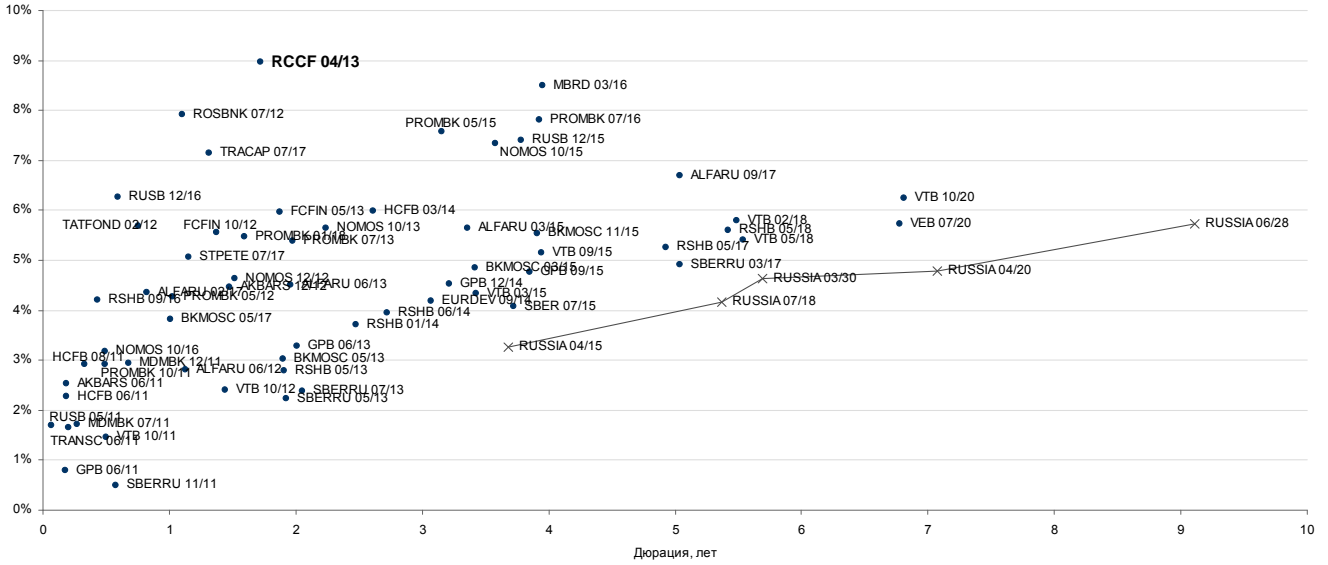
**Впечатление в целом нейтральное.** Результаты RFHL в целом отвечают тому представлению о перспективах развития компании, которое мы составили по итогам контактов с менеджментом октябре 2010 г. Мы бы предпочли увидеть чистую прибыль вместо чистого убытка, но компания сосредоточилась на сохранении капитала, а он по итогам 2010 г. практически не пострадал. Руководство RFHL сообщало, что кредиты связанным сторонам будут постепенно амортизированы, и во II полугодии их объем действительно сократился на 17%. Поставленная руководством стратегическая цель получить

Первичное размещение, отчетность за 2010 г.

в распоряжение банка заемные средства в размере приблизительно 500 млн долл. и средним сроком погашения три года не была достигнута, но ожидающееся размещение, как мы надеемся, станет шагом в этом направлении. Мы не хотели бы подробно обсуждать здесь возможную оценку выпуска, поскольку нам неизвестны его параметры, но в настоящий момент у Ренессанс находятся в обращении долларовые еврооблигации RCCF'13 (B-), размещенные розничным подразделением группы. Сравнение RFHL и RCCF – непростая задача, поскольку они существенно разнятся во многих аспектах, но, даже исходя из рейтингов, едва ли стоит ожидать, что кредитный спред RFHL будет превосходить спред RCCF'13, который в настоящий момент дает 9% к погашению в апреле 2012 г. (810 б.п. к свопам). В целом, мы рекомендуем участвовать в размещении RFHL – риск Ренессанс Капитала, по всей видимости, выше, чем у крупных российских банков ого банка, но обычно предлагается с компенсацией в виде хорошей доходности.

**Бенчмарк – RCCF'13**

Отдельные выпуски долларовых еврооблигаций российских банков



Источники: Bloomberg

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

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

#### Управление торговли

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

#### Корпоративные выпуски

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

#### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

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

#### Региональные выпуски

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

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

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

#### Нефть и газ

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

#### Стратегия/Политика

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

#### Электроэнергетика

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

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

#### Макроэкономика

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

#### Банки

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

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

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

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

#### Русский язык

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

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

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