

# Монитор первичных размещений от 26 октября 2010 г.



## Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность <sup>2</sup> (%) @ срок <sup>1</sup> , лет
Банк Восточный экспресс БО-05	2,0	9,2% @ 1,5
СБ Банк 04	1,5	10,2% @ 1,5
ВБД БО-01, 02, 03, 08	14,0	7,5% @ 2
Ситроникс БО-02	3,0	11,0% @ 2
ВЭБ 06	15,0	7,0% @ 3
ТГК-5 01	5,0	8,9% @ 3
ТМК БО-01	5,0	9,0% @ 3
Вымпелком 06, 07	20,0	8,5% @ 5
ВЭБ 08	10,0	8,1% @ 7
ФСК ЕЭС 07	5,0 @ 5	27 окт (ЗК) <sup>3</sup>
ФСК ЕЭС 09, 11	15,0 @ 7	27 окт (ЗК) <sup>3</sup>
ЕвразХолдинг Финанс 02, 04	15,0 @ 5	28 окт (ЗК) <sup>3</sup>
РСХБ БО-06	10,0 @ 1,5	29 окт (ЗК) <sup>3</sup>
Росводоканал 03	3,0 @ 5	12 ноя (ЗК) <sup>3</sup>
<b>Ренессанс Капитал Казначей-01</b>	<b>3,0 @ 2</b>	<b>ноябрь</b>

<sup>1</sup> до погашения или ближайшей оферты  
на день размещения  
<sup>2</sup> дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона  
<sup>3</sup>

## Завершенные и текущие первичные сделки на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон (%)
Nomos 2013	400	6,50%
RusHydro 2015	650 <sup>1</sup>	7,88%
Sovcomflot 2017	800	5,38%
Sberbank 2017	1 250	5,40%
Severstal 2017	1 000	6,70%
Alfa-Bank 2017	1 000	7,88%
VTB 2020	1 000	6,55%
Alrosa 2020	1 000	TBD
PBB 2016 sub	TBD	TBD
Lukoil	TBD	TBD

<sup>1</sup> 20 млрд руб.

## В ВЫПУСКЕ

- ИБ Ренессанс Капитал – мало знакомый инвесторам кредитный риск «single-B»

## ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Кризис все дальше и дальше уходит в прошлое. Теперь это заметно не только по котировкам на вторичном рынке, но и по тому, кто и как размещается на первичном рынке облигаций.

Первый эшелон рискует идти все дальше в длину. Планка в 5 лет уже вполне подъемна для эмитентов уровня Вымпелкома, который разместил на прошлой неделе бумаги этой срочности на сумму 20 млрд руб. ВЭБ привлек 10 млрд руб. на 7 лет (и еще 15 млрд руб. – на 3 года). Очевидно, скоро мы увидим других представителей первого эшелона, пытающихся занять на столь же длительный срок.

Все более активным на рынке становится финансовый сектор. Банк Восточный Экспресс разместил трехлетние биржевые облигации (с офертой через 1,5 года), скоро должно начаться размещение бумаг ИБ Ренессанс Капитал. Возвращается третий эшелон: открывается книга заявок по биржевым облигациям Группы Черкизово.

Все смелее действуют компании и на рынке внешнего долга. Сверх-успешно завершились размещения Северстали, Совкомфлота, РусГидро (рублевые евробонды). На подходе Алроса, Лукойл, и, видимо, Банк Москвы.

## ИБ Ренессанс Капитал – инвестиционный вывод

Фундаментально риски, связанные с инвестированием в долговые инструменты ИБ Ренессанс Капитал, представляются нам высокими. Насколько позволяют судить МСФО-отчетности (вплоть до 1П10 г.), способность банка генерировать доходы и денежные средства в условиях существующей бизнес-модели и внешней среды (высокая конкуренция, рост волатильности на финансовых рынках и т. д.) остается ограниченной, и мы пока не беремся прогнозировать, насколько данную ситуацию удастся преломить за счет реализуемых организацией мер (усиление команды за счет специалистов с западным опытом, расширение географии деятельности, предложение современных ИВ услуг).

Облигации Ренессанс Капитала, по нашему мнению, должны быть интересны главным образом инвесторам, которые уверены в том, что банку удастся в ближайшие 2 года вернуться к привычным для инвестиционных банков уровням рентабельности (25–30% для ROAE) и генерировать стабильно положительные денежные потоки (в частности, за счет комиссий). Также участники рынка могут верить в поддержку со стороны такого сильного акционера, как инвестиционная группа ОНЭКСИМ, разделяя позицию рейтинговых агентств. Таким инвесторам бумаги могут быть интересны с доходностью не ниже 11,0% годовых – уровня экстраполированной кривой доходности облигаций эмитентов с близкими кредитными рисками и рейтингами, в частности, КБ Ренессанс Капитал (B-/B3/B-).



## КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Эмитент	ООО «Ренессанс Капитал Казначей»
Поручитель	Renaissance Financial Holdings Limited (RFHL)
Рейтинги поручителя, S&P/Moody's/Fitch	B+/B1/B
Объем, млрд руб.	3–5*
Срок обращения, лет	5
Оферта по номиналу, лет	2
Ориентир доходности	обсуждается

\* - окончательный объем эмиссии будет определен в зависимости от спроса на инструменты

## ИБ Ренессанс Капитал – мало знакомый инвесторам кредитный риск «single-B»

В ближайшее время Ренессанс Капитал – инвестиционно-банковское подразделение Ренессанс Групп – собирается открыть книгу по размещению 5-летних рублевых облигаций. Банк зарегистрировал 3 выпуска бумаг серий 01, 02 и 03 объемом 3,0 млрд руб., 4,0 млрд руб. и 5,0 млрд руб. соответственно. В результате будет размещен один из инструментов – в зависимости от объема заявок со стороны инвесторов. По инструменту будет предусмотрена оферта через 2 года по номиналу. В преддверии размещения топ-менеджмент банка провел встречи с инвесторами и аналитиками, на которых в деталях рассказал про особенности бизнес-процессов Ренессанс Капитала.

### Краткая характеристика

ИБ Ренессанс Капитал – международный инвестиционно-банковский дом, традиционно занимающий одно из лидирующих мест в России по объемам как брокерских операций, так и первичных размещений долевых и долговых инструментов (совокупные активы на 30 июня

2010 г. по МСФО – 4,1 млрд долл.). На российском рынке банк действует с 1995 года. В настоящее время он объединяет более тысячи сотрудников и имеет представительства в 14 странах мира.

Мы обращаем внимание инвесторов на наиболее важные факторы кредитоспособности компании:

- ▶ **Особенности бизнес-модели – перспективы многообещающи, краткосрочные выгоды нам пока не столь очевидны.** Основу бизнеса Ренессанс Капитала составляют 2 сегмента – торговые операции/брокерские услуги (58,5 млн долл. операционных доходов за 1П10 г. по МСФО, или 43,4% от показателя группы) и инвестиционно-банковские услуги (42,0 млн долл., или 31,2%). Банк активно расширяет свое присутствие на глобальных рынках капитала, появляясь в новых странах как самостоятельно, так и за счет поглощения уже существующих игроков (яркий пример последнего – закрытие в июле 2010 года сделки по приобретению южноафриканского брокера BJM Securities, цена – не более 30 млн долл.).
- ▶ Основные доходы и денежные потоки банка (около 80%), несмотря на масштабную экспансию, в настоящее время по-прежнему продолжают формироваться за счет российских инструментов. Насколько мы поняли из общения с топ-менеджментом, своими конкурентными преимуществами для клиентов (которых у Ренессанс Капитала более 3,5 тысяч, при этом лишь 16% клиентского оборота приходится на долю России и СНГ) банк считает:
  - ▶ отличное понимание особенностей деятельности в российских условиях и высококачественная аналитическая поддержка;
  - ▶ возможность предложить более широкий объем операций (по словам руководства, после приобретения BJM Securities банк может торговать акциями 25% компаний, входящих в индекс MSCI, из которых лишь 10% приходится на долю России, а остальные 15% – ЮАР);
  - ▶ максимальное удовлетворение запросов клиентов (в частности, осуществление расчетов на более привычных для западного инвестора условиях T+3, нежели российские T+0) и желание перейти на широко распространенную за рубежом электронную систему совершения сделок ('low touch' trading, при котором сделка может проводиться напрямую в системе).
- ▶ Мы не готовы однозначно утверждать, что данные факторы перекрывают сильные стороны конкурентов Ренессанс Капитала (в частности, инвестиционных подразделений крупнейших российских госбанков), которые ведут активную экспансию на отечественном рынке: более высокие рейтинги (что существенно помогает при оценке рисков контрагента), возможности привлечь более дешевое и более длительное фондирование, сочетать оказание инвестиционно-банковских услуг с *plain-vanilla* кредитованием, большее первичное предложение новых сделок на протяжении 2010 года. К тому же позиции Ренессанс Капитала могут несколько ослабнуть в силу оттока ряда важных представителей аналитической и сейлз-команды банка, о котором активно писали в отечественных СМИ – насколько удачно банку удастся заместить выбывших сотрудников, покажет лишь время.
- ▶ **Структура акционеров – важно не переоценить фактор поддержки со стороны ОНЭКСИМа.** На сегодняшний день 50% капитала + 1/2 акция ИБ Ренессанс Капитал находятся в руках Ренессанс Групп, а оставшиеся 50%-1/2 акции принадлежат инвестиционной группе ОНЭКСИМ (приобретены осенью 2008 года за 500,0 млн долл.). Банк хорошо капитализирован – собственные средства Ренессанс Капитала превышают 1,0 млрд долл. (или 26,3% совокупных активов на 30.06.10).
- ▶ На настоящий момент присутствие столь сильного акционера, как ОНЭКСИМ, который к тому же, по заявлениям руководства, не препятствует осуществлению основной деятельности банка, безусловно, оказывает поддержку его кредитному профилю (на данный фактор обращают немалое внимание в том числе рейтинговые агентства). Не стоит, однако, забывать о том, что вложение ОНЭКСИМа – портфельная инвестиция, которая при благоприятной конъюнктуре вполне может быть реализована для фиксации прибыли (о возможности подобной сделки уже писали отечественные СМИ).



- ▶ К тому же мы склонны полагать, что в случае реализации экстренного сценария ОНЭКСИМ будет готов поддержать банк лишь в том случае, если будет ожидать существенного роста стоимости инвестиции в дальнейшем. Стоит отметить, что, по информации менеджмента Ренессанс Капитала, инвестиционная группа не имеет опциона «пут», позволяющего требовать выкупа банком доли ОНЭКСИМа в бизнесе.
- ▶ **Контроль за рисками – уроки кризиса, судя по всему, пока не забыты.** Для банка, осуществляющего значительный объем брокерских операций, одним из ключевых рисков является риск ликвидности. Основу риск-менеджмента банка составляет стремление поддерживать запас денежных средств и эквивалентов (445,3 млн долл. на 30 июня 2010 г. по МСФО) на уровне на 200,0 млн долл. выше возможных потерь в случае реализации стресс-сценария (когда потери по РЕПО оказываются вдвое больше уровня используемого банком базового варианта). Одна из основных целей размещения рублевых облигаций – привлечь более длинное фондирование на замещение краткосрочных долгов, что также позитивно с точки зрения управления рисками.
- ▶ Подверженность банка рыночному риску, согласно презентационным материалам, также ограничена – убыток Ренессанс Капитала в случае реализации стресс-сценария и списания 50% ликвидных и 80% неликвидных позиций в ценных бумагах оценивается в объеме до 200,0 млн долл. (менее 20,0% от капитала). Отметим, что, как мы поняли из общения с представителями банка, данные стресс-тесты основываются на нетто-позициях (разница между длинными и короткими).
- ▶ **Кредиты связанным сторонам – доступная информация позволяет судить об ограниченности рисков.** По состоянию на 30 июня 2010 года, 16,9% совокупных активов банка (690,2 млн долл.) приходились на долю кредитов, выданных акционерам и компаниям, находящимся под общим контролем. Как объясняет руководство банка, данные средства представляют собой кредиты, выданные Renaissance Partners, и инвестированные в Россию, Украину и Африку. Согласно МСФО-отчетности, по данным кредитам установлены ставки от 7,5% до 13,0% годовых (в 1П10 г. они принесли банку 31,6 млн долл. процентных доходов, или 23,5% от общего объема операционных доходов группы). При этом, по условиям соглашения банка с группой ОНЭКСИМ, увеличиваться объем данных кредитов не будет; напротив, размер задолженности должен в ближайшие годы планомерно сокращаться (четкого графика погашения нет, объем и сроки зависят от достижения определенных условий, которые банк не раскрывает).
- ▶ **Основные финансовые показатели: медленное восстановление.** Вплоть до 1П10 г. (последний период, охваченный МСФО-отчетностью) P&L банка испытывал серьезное давление со стороны кризисных явлений в мировых финансах. Спад деловой активности и рост конкуренции (как следствие, меньший спрос на различные инвестиционно-банковские услуги, предлагаемые Ренессанс Капиталом), а также большая волатильность торговых операций привели к существенной просадке объема операционных доходов: лишь 134,6 млн долл. по итогам первых 6 месяцев 2010 г. по МСФО (+10,9% п/п и -34,1% г/г). Отчетный период был завершён банком с убытком, а величина операционной прибыли до изменения в чистых операционных активах, согласно ОАДС, опустилась до 5,4 млн долл. (положительный денежный поток в операционной деятельности в 142,3 млн долл. в 1П10 г. удалось получить во многом за счет наращивания задолженности по РЕПО). Сам Ренессанс Капитал связывает ожидания восстановления рентабельности бизнеса в том числе с присоединением новых активов (так, по заявлениям топ-менеджмента, африканская ВJM уже работает в прибыль); тем не менее, нам еще предстоит увидеть отражение данной тенденции в отчетности банка.
- ▶ **Публичный долг минимален.** Единственное публичное долговое обязательство инвестиционного банка на настоящую момент – еврооблигации Renote 11 объемом 225,0 млн долл. с погашением в апреле 2011 года (часть бумаг была сначала выкуплена с рынка, а затем продана обратно). Банк пока не принял решение, будет ли данный долг погашен или рефинансирован за счет новой бумаги, однако в планах Ренессанс Капитала размещение до середины следующего года новых еврооблигаций (объем выпуска, по заявлениям руководства, мог бы составить 250,0 млн долл., а срок – 3 года). Очевидно, что в случае неблагоприятного витка конъюнктуры долговых рынков рефинансирование данного долга на рынках капитала может стать для банка задачей не простой.
- ▶ **Позиционирование выпуска.** Фундаментально риски, связанные с инвестированием в долговые инструменты ИБ Ренессанс Капитал, представляются нам высокими. Насколько позволяют судить МСФО-отчетности (вплоть до 1П10 г.), способность банка генерировать доходы и денежные средства в условиях существующей бизнес-модели и внешней среды (высокая конкуренция, рост волатильности на финансовых рынках и т. д.) остается ограниченной, и мы пока не беремся прогнозировать, насколько данную ситуацию удастся преломить за счет реализуемых организацией мер (усиление команды за счет специалистов с западным опытом, расширение географии деятельности, предложение современных ИВ услуг).
- ▶ Облигации Ренессанс Капитала, по нашему мнению, должны быть интересны главным образом инвесторам, которые уверены в том, что банку удастся в ближайшие 2 года вернуться к привычным для инвестиционных банков уровням рентабельности (25–30% для ROAE) и генерировать стабильно положительные денежные потоки (в частности, за счет комиссий). Также участники рынка могут верить в поддержку со стороны такого сильного акционера, как инвестиционная группа ОНЭКСИМ, разделяя позицию рейтинговых агентств. Таким инвесторам бумаги могут быть интересны с доходностью не ниже 11,0% годовых – уровня экстраполированной кривой доходности облигаций эмитентов с близкими кредитными рисками и рейтингами, в частности, КБ Ренессанс Капитал (B-/B3/B-).



## Основные финансовые показатели ИБ Ренессанс Капитал по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	ІП10
Денежные средства и эквиваленты	518,1	483,7	262,3	445,3
Ценные бумаги, полученные по РЕПО	529,9	45,2	135,5	333,3
Прочие ценные бумаги*	1 550,4	418,2	732,6	1 041,5
Дебиторская задолженность	2 248,4	814,8	848,4	1 047,0
Займы выданные	147,0	721,9	686,5	695,0
Ценные бумаги, реализованные по РЕПО	1 849,8	182,7	789,8	1 332,4
Кредиторская задолженность	1 013,1	463,5	341,0	609,3
Выпущенные долговые бумаги	254,9	218,9	182,9	226,0
Прочие заемные средства	333,8	232,7	197,1	205,8
Авансы полученные	0,0	498,7	0,0	0,0
Капитал	687,6	736,6	1 095,2	1 075,6
Всего активов	5 355,1	3 082,4	3 228,1	4 092,2
Чистые процентные доходы	38,1	76,8	72,9	29,1
Чистые комиссионные доходы	231,3	173,1	45,1	33,1
Чистые доходы от торговых операций	627,6	281,9	240,8	64,2
Прибыль (убыток) от обесценения	0,0	(20,6)	(33,2)	8,2
Операционные расходы	(541,6)	(469,1)	(303,5)	(140,7)
Чистая прибыль (убыток) от непрерывной деятельности	296,7	50,2	12,7	-6,9
Денежные средства: операционная деятельность	133,7	212,2	35,5	142,3
Денежные средства: инвестиционная деятельность	(59,0)	(132,7)	(56,4)	3,5
Денежные средства: финансовая деятельность	222,9	(112,1)	(197,6)	49,9
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность активов (ROAA), %	5,5%**	1,2%	0,4%	-0,4%
Рентабельность капитала (ROAE), %	43,1%**	7,1%	1,4%	-1,3%
Стоимость фондирования, %	-	9,1%	7,9%	5,4%
Расходы/Доходы (С/І), %	60,4%	91,8%	93,2%	104,5%
Денежные средства и эквиваленты/Активы, %	9,7%	15,7%	8,1%	10,9%
Капитал/Активы, %	12,8%	23,9%	33,9%	26,3%

\* включая ценные бумаги, находящиеся в залоге

\*\* используется значение капитала и активов на конец 2007 года

Источник: данные банка, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44

[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихамедов**  
+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82

**Роберто Пеццименти**  
+7 (495) 989 91 27

**Себастьян де Принсак**  
+7 (495) 989 91 28

#### Трејдинг

**Елена Калица**  
+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
[Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru](mailto:Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru)

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодикина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

#### Трејдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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

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