

Облигации РЕСО-Лизинг Альтернатива банковским долгам

- **Выпуск облигаций.** РЕСО-Лизинг-Финанс планирует разместить свой первый облигационный заем объемом 2 млрд руб. сроком на три года с полуторогодовой офертой в начале июня 2007 г.
- **Поручители.** Входящие в состав лизингового бизнеса Группы РЕСО компании РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг являются поручителями по займу в полном объеме.
- **Структура собственности.** Бенефициарные владельцы РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг – акционеры РЕСО-Гарантии С. Саркисов и Н. Саркисов.
- **Капитализация.** РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг – сравнительно небольшие компании, характеризующиеся высоким уровнем достаточности капитала. Благодаря инвестициям РЕСО-Гарантии, осуществленным в прошлые годы, коэффициент достаточности капитала обеих компаний выше 30%. Даже с учетом запланированного займа он будет превышать 20% – на наш взгляд, вполне приемлемый уровень для лизинговых компаний в России.
- **Низкие риски.** Ключевое преимущество лизинга по сравнению с обеспеченным банковским кредитованием с точки зрения кредитных рисков заключается в следующем: сданное в лизинг имущество *de jure* находится в собственности лизинговой компании. В случае дефолта заемщика лизинговой компании не нужно добиваться права реализации залога – сданное в лизинг имущество можно реализовать быстрее и с меньшими затратами.
- **Лизинговый портфель** РЕСОТРАСТА и РЕСО-Лизинга хорошо диверсифицирован как с точки зрения активов, так и с точки зрения лизингополучателей. На долю ликвидных активов в портфелях этих компаний приходится 58% и 66%, а на долю крупнейшего лизингополучателя – 15% и 9% соответственно. Уровень просроченных платежей не превышает 0.4%; случаев дефолта не было.
- **Рентабельность** лизинговых компаний традиционно выше рентабельности банков из-за более высокой процентной маржи и более низких затрат. По этой причине, несмотря на довольно дорогое финансирование, РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг демонстрируют высокую отдачу на активы и капитал.
- **Ликвидность.** Структура активов и пассивов обеих компаний хорошо сбалансирована, долгосрочная часть лизингового портфеля финансируется за счет долгосрочного долга и капитала.
- **Вывод.** Кредитное качество РЕСО-Лизинг выше, чем у сопоставимых по размеру банков благодаря большей прозрачности бизнеса. Кроме того, у РЕСО-Лизинг выше показатели рентабельности и достаточности капитала при менее существенных рисках. Данные факторы компенсируют фактическую субординацию облигационного займа по отношению к обеспеченным банковским кредитам.

Основные финансовые показатели по МСФО (2006 г.)

USD млн, если не указано иное	РЕСОТРАСТ	РЕСО-Лизинг
Валюта баланса	54	37
Капитал	19	14
Коэффициент достаточности капитала	35.4%	37.2%
Средняя маржа по финансовым активам	19.0%	14.9%
Чистая прибыль	2.9	1.1
RoaE	17.1%	12.4%
Коэффициент эффективности	30%	37%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

РЕСО-Лизинг: профиль и бизнес-модель

Группа РЕСО-Лизинг (ассоциированная структура страховой компании РЕСО-Гарантия) планирует разместить свой первый облигационный заем объемом 2 млрд руб. в начале июня 2007 г. Срок погашения – три года, предусмотрена полуторогодовая оферта. Купонная ставка будет установлена на конкурсе до оферты; таким образом, оценочная дюрация выпуска к оферте составляет 1.43 года. Эмитентом является РЕСО-Лизинг-Финанс (специально созданное для этой цели юридическое лицо). Входящие в состав группы РЕСО-Лизинг компании РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг являются поручителями по займу в полном объеме. Земные средства будут распределены между этими компаниями в равных долях и направлены на рефинансирование обязательств перед РЕСО-Гарантия и расширение лизингового бизнеса.

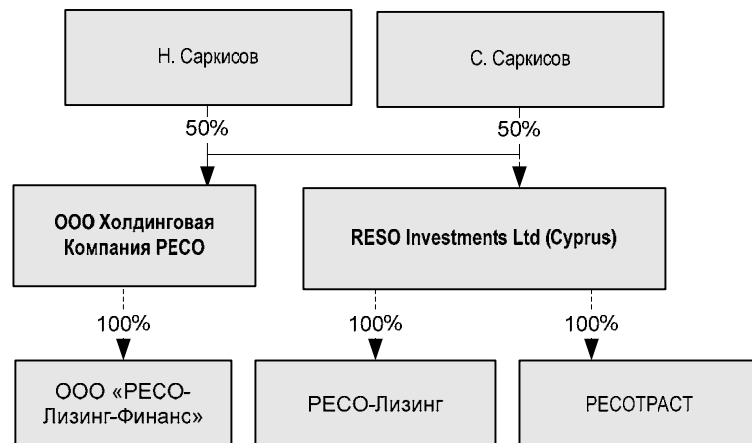
Профиль компании и структура собственности

Группа РЕСО-Лизинг была создана в 2003 г., когда страховая компания РЕСО-Гарантия приняла решение войти в лизинговый бизнес. С одной стороны, филиальная сеть РЕСО-Гарантии (более чем 800 точек продаж по всей России) позволяла эффективно осуществлять перекрестные продажи лизинговых услуг наряду со страховыми продуктами. С другой стороны, наличие свободных средств позволяло РЕСО-Гарантии финансировать растущий лизинговый бизнес.

РЕСО-Гарантия создала дочерние лизинговые компании РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг. РЕСОТРАСТ специализируется на крупных и средних лизинговых сделках, в то время как РЕСО-Лизинг ориентируется на розничный бизнес; большинство сделок не превышают USD1 млн. Согласно отраслевым рейтингам, РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг входят в первые 50 лизинговых компаний в России, при этом они ставят перед собой цель войти в первую двадцатку.

В преддверии возможного IPO РЕСО-Гарантии в 2006 г. была произведена юридическая реструктуризация всей группы РЕСО. В результате данной реструктуризации все не относящиеся к страховому бизнесу подразделения (в том числе РЕСО-лизинг) были переведены из собственности РЕСО-Гарантия в собственность ее бенефициарных владельцев (рис. 1).

Рисунок 1. Структура собственности РЕСО-Лизинг



Источники: данные компаний

Лизинговый бизнес акционеры РЕСО-Лизинг считают стратегическим направлением деятельности. В среднесрочной перспективе не планируется ни продажа данного бизнеса, ни слияние РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг. Мы не думаем, что РЕСО-Гарантия может предоставить финансовую поддержку, однако за счет текущей рентабельности компании акционеры при необходимости могут продолжать увеличивать уставный капитал РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг, как в 2005-2006 гг.

Бизнес модель – чем лизинг отличается от банковского дела

Фактически лизинг является разновидностью кредитной операции, при которой лизингополучатель получает кредит от лизингодателя в виде имущества. Таким образом, сходство лизинговых компаний с банками довольно значительно, в первую очередь с точки зрения кредитных рисков лизингового портфеля. Однако существуют и различия:

- Бизнес лизинговых компаний намного прозрачнее и проще для анализа. Он сводится к построению лизингового портфеля и его рефинансированию путем привлечения средств от банков или с рынков капитала.
- Ключевое отличие лизинга от обеспеченного банковского кредитования заключается в следующем: сданное в лизинг имущество с юридической точки зрения находится в собственности лизинговой компании. В случае дефолта заемщика лизинговой компании не нужно добиваться права реализации залога – сданное в лизинг имущество можно реализовать гораздо быстрее и с меньшими затратами. Данное отличие значительно снижает риски лизингового портфеля по сравнению с портфелем банковских кредитов.
- Отчасти по вышеуказанной причине дефолты по лизинговым контрактам случаются намного реже, чем по банковским кредитам.
- Отражение лизинга в финансовой отчетности отличается от отражения банковских операций (см. Приложение «Особенности анализа лизинговых компаний»).
- По сравнению с банковским кредитованием лизинговый бизнес имеет следующие преимущества. Во-первых, лизинговые компании пользуются налоговыми льготами благодаря возможности ускоренной амортизации, что позволяет им предлагать клиентам более выгодные по сравнению с банками условия без ущерба для рентабельности. Во-вторых, с точки зрения лизингополучателя все платежи по лизингу вычитаются из налогооблагаемой прибыли, что является преимуществом по сравнению с покупкой оборудования в кредит (когда база по налогу на прибыль сокращается только на сумму процентных платежей).
- В результате ставки по лизингу выше ставок по банковским кредитам.

Позиция на рынке

Отставание России от развитых стран по объему рынка лизинговых услуг по-прежнему значительно. Например, в развитых странах в среднем 40% оборудования приобретается с использованием лизинга, а в России данный показатель не превышает 7%. Именно этим объясняются высокие темпы роста рынка лизинговых услуг. По оценке агентства Эксперт РА, в 2006 г. объем лизинговых платежей вырос на 78%, а совокупная стоимость приобретенных с использованием лизинга основных средств – на 90%.

Несмотря на бурный рост и высокую степень сегментации, рынок лизинговых услуг характеризуется значительным уровнем конкуренции. Во многих секторах (лизинг железнодорожных вагонов, воздушных судов, энергетического и телекоммуникационного оборудования) лидируют компании, аффилированные с крупными игроками (РЖД и Связьинвест). Однако в таких быстро растущих сегментах рынка как лизинг легковых и грузовых автомобилей, автобусов, строительной техники укрепляются позиции независимых компаний.

Компании РЕСО-Лизинг в 2006 г. развивались более медленными темпами по сравнению с рынком. Однако, с точки зрения кредиторов, нас больше устраивают низкие темпы роста при высоком качестве активов и уровне капитализации, нежели стратегия погони за долей рынка ценой увеличения рисков.

Хотя РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг пока небольшого размера, их позиции на рынке достаточно стабильны благодаря следующим конкурентным преимуществам.

- Возможность использования сети офисов продаж и связей с клиентами РЕСО-Гарантия, что позволяет расширять клиентскую базу и наращивать лизинговый портфель эффективным с точки зрения затрат образом.
- Сотрудничество с РЕСО-Гарантия в сфере оценки рисков и качества лизингополучателей.
- Качественные ИТ-платформы и эффективная организационная структура, позволяющие оперативно реагировать на нужды клиентов и быстро принимать решения.

Финансовый анализ

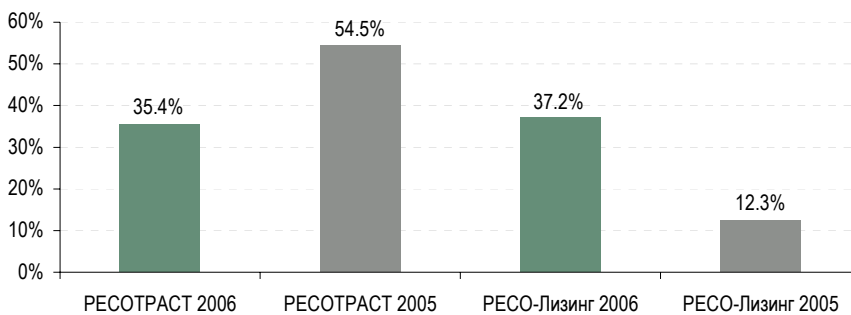
Капитализация

Капитализация столь же важна для лизинговых компаний, как и для банков, поскольку капитал служит для покрытия рисков неплатежей по лизинговому портфелю. Поскольку возможности лизинговых компаний по управлению текущей ликвидностью более ограничены, чем у банков, уровень достаточности капитала у них тоже должен быть выше. На наш взгляд, в российских условиях вполне приемлемым считается уровень достаточности капитала выше 20%.

Уровень достаточности капитала компаний РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг постоянно поддерживается взносами РЕСО-Гарантии: около USD8 млн в 2005 г. для РЕСОТРАСТА и немногим более USD8 млн в 2006 г. для РЕСО-Лизинга.

По результатам 2006 г. достаточность капитала обеих компаний находилась на очень высоком уровне. С нашей точки зрения, это позволит им поддерживать высокие темпы роста активов, по крайней мере, в течение 12-18 месяцев.

Рисунок 2: Коэффициент достаточности капитала



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Средства от размещения облигаций РЕСО-Лизинг-1 в первую очередь будут направлены на погашение займов, привлеченных от РЕСО-Гарантии. Таким образом, после размещения облигаций коэффициенты достаточности капитала, по нашим оценкам, составят 20.6% для РЕСОТРАСТА и 29.5% для РЕСО-Лизинг.

Качество активов

Риски в лизинговом бизнесе похожи на риски в долгосрочном кредитовании или проектном финансировании: при оценке качества активов учитываются риски дефолта лизингополучателя, ликвидность сданного в лизинг имущества и концентрация риска в лизинговом портфеле. При этом ликвидность сданного в лизинг имущества играет очень важную роль: поскольку данное имущество с юридической точки зрения находится в собственности лизинговой компании, реализовать его в случае дефолта заемщика значительно проще и дешевле, чем при обеспеченном банковском кредите.

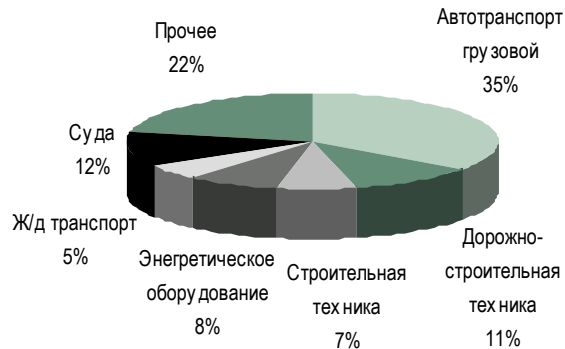
На рис. 3-4 представлена структура лизинговых портфелей РЕСОТРАСТА и РЕСО-Лизинг по видам выданного в лизинг имущества. Нам бы хотелось отметить высокую долю ликвидных активов (автотранспорта, подвижного состава и строительной техники): 66% в портфеле РЕСО-Лизинг и 58% в портфеле РЕСОТРАСТА.

Рисунок 3. Структура портфеля РЕСО-Лизинг



Источник: данные компании

Рисунок 4. Структура портфеля РЕСОТРАСТ

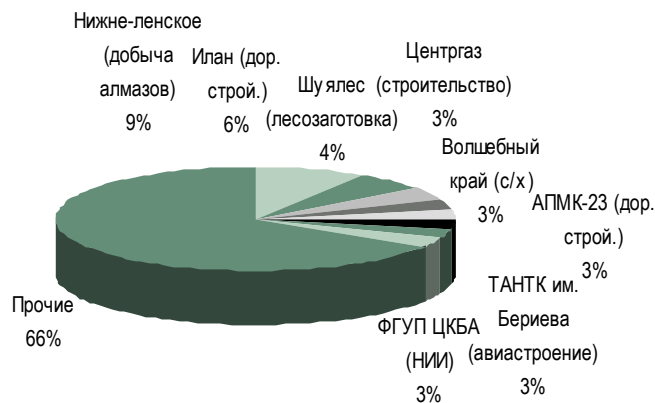


Источник: данные компании

Концентрация рисков в портфелях РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг в среднем ниже, чем у большинства российских банков сопоставимого размера.

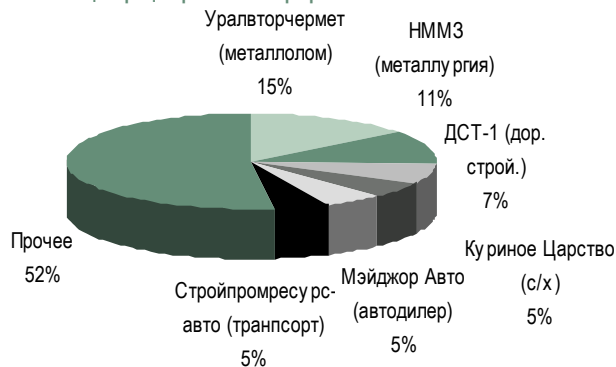
- РЕСОТРАСТ: на долю шести крупных лизингополучателей (доля в портфеле 5% и более) в совокупности приходится 48% портфеля. При этом доля самого крупного лизингополучателя составляет 15%. Поскольку РЕСОТРАСТ специализируется на средних и крупных клиентах, его портфель диверсифицирован меньше, чем у РЕСО-Лизинга.
- РЕСО-Лизинг: на долю восьми крупных лизинговых получателей (доля в лизинговом портфеле лизингодателя 3% и более) в совокупности приходится 34% портфеля; доля самого крупного лизингополучателя составляет 9%.

Рисунок 5. Концентрация рисков в портфеле РЕСО-Лизинг



Источник: данные компании

Рисунок 6. Концентрация рисков в портфеле РЕСОТРАСТ



Источник: данные компании

Доля просроченных лизинговых платежей ничтожно мала: 0.4% от портфеля РЕСО-Лизинга и 0.3% от портфеля РЕСОТРАСТА. Случаев дефолта и убытков по лизингу не было. В отраслевой структуре лизингополучателей доминируют ресурсные, транспортные и строительные компании. Экономическая ситуация в данных отраслях улучшается, поэтому хорошее качество лизингового портфеля вполне закономерно. Рост просроченной задолженности возможен в случае резкого замедления экономической активности в России, что мы считаем маловероятным в ближайшем будущем.

Отчетность РЕСОТРАСТ отражает заем, выданный холдинговой компании РЕСО на сумму 80 млн руб., целью которого являлось размещение свободных средств на новогодние праздники (возвращен 15 января 2007 г.).

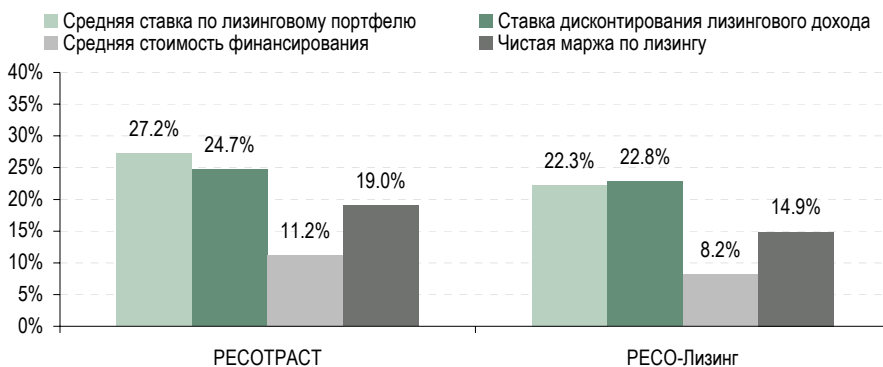
Рентабельность

Основной источник выручки лизинговых компаний – доход от лизинга. Остальными статьями дохода являются комиссии от досрочного расторжения лизинговых контрактов и положительные курсовые разницы (в случае их наличия). На рис. 6 показаны фактические средние ставки по лизинговым портфелям компаний РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг, а также ставка дисконтирования, использованная аудиторами для расчета дохода от лизинга. Ставки по лизингу превышают ставки по банковским кредитам по двум причинам.

- Лизинг выгоден лизингополучателям, несмотря на более высокие ставки, поскольку в отличие от банковских процентов лизинговые платежи более ощутимо снижают налогооблагаемую базу.
- Ставки по лизингу «спрятаны» в контракте, и лизингополучателям зачастую сложно их рассчитать, поэтому они не всегда имеют четкое представление о своих расходах по оплате услуг лизинговой компании.

Стоимость финансирования у РЕСОТРАСТА и РЕСО-Лизинга выше аналогичного показателя российских банков. Однако эта разница перекрывается высокими ставками, поэтому чистая маржа лизинговых компаний находится на очень высоком уровне.

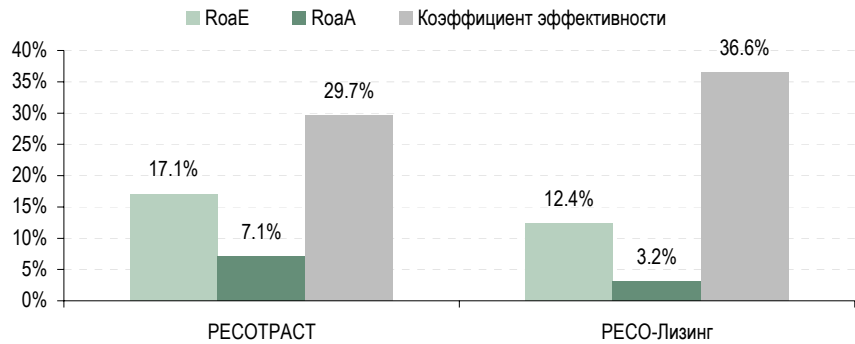
Рисунок 7. Ставки РЕСОТРАСТ и РЕСО-Лизинг



Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Основными статьями издержек у лизинговых компаний, как и у банков, являются административные расходы и расходы на создание резервов под убытки от кредитования/лизинга. Поскольку РЕСО-Лизинг и РЕСОТРАСТ используют сеть представительств РЕСО-Гарантии, их бизнес достаточно эффективен с точки зрения издержек. Вкупе с высокой маржой лизинговых операций это является залогом высокой рентабельности активов и капитала.

Рисунок 8. Показатели рентабельности (2006 г.)

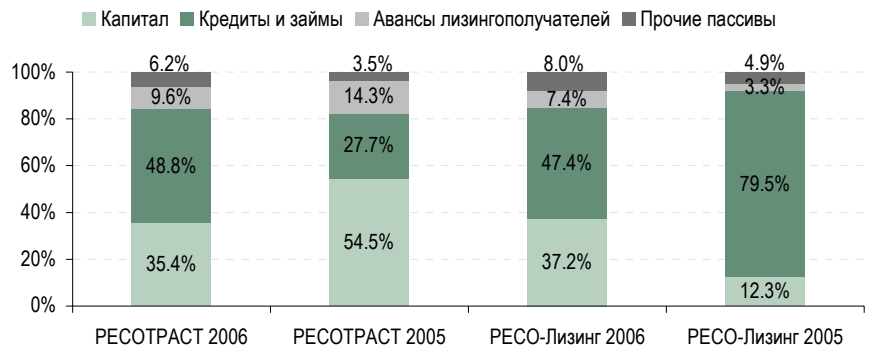


Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Ликвидность

Основные источники финансирования компаний PECOTPACT и PECO-Лизинг – собственный капитал, финансовый долг и авансы лизингополучателей (рис. 9). Согласно типичному договору лизинга, аванс лизингополучателя составляет от 20 до 30% (независимо от масштаба сделки). Структура финансирования компании PECO-Лизинг коренным образом изменилась в 2006 г. после повышения уровня капитала, из-за чего авансы от лизингополучателей играют в ее бизнесе сравнительно небольшую роль.

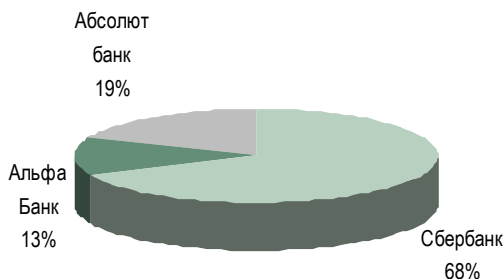
Рисунок 9. Структура финансирования активов



Источники: данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

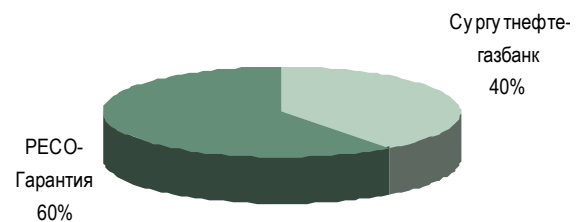
Если до 2005 г. внешнее долговое финансирование поступало в компании исключительно от PECO-Гарантии, в 2005 г. они начали привлекать банковские кредиты (рис. 10-11).

Рисунок 10. Долговой портфель PECOTPACT



Источник: данные компаний

Рисунок 11. Долговой портфель PECO-Лизинг



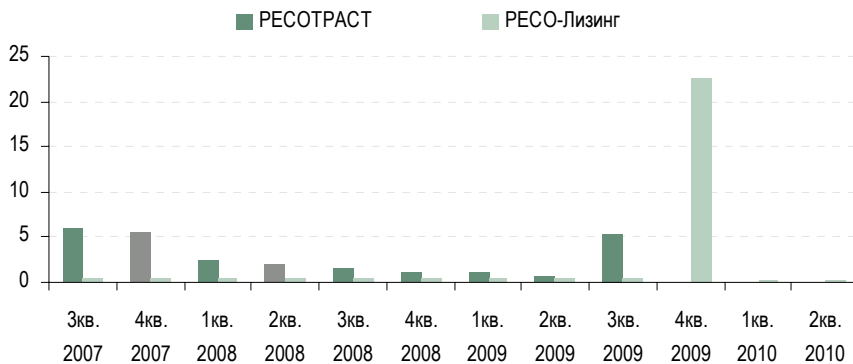
Источник: данные компаний

Привлеченные компаниями кредиты обеспечены залогом сданного в лизинг имущества. Таким образом, необеспеченный долг (в том числе и облигации) фактически субординирован по отношению к обеспеченным банковским кредитам. В случае с РЕСОТРАСТ такая квази-субординация значительна: банкам заложены не только 62% требований по лизинговым контрактам, но и большая часть сданных в лизинг активов по договорам, требования по которым не являются обеспечением. У РЕСО-Лизинг совершенно другая ситуация: все права требования свободны от залога, а заложенные активы составляют не более 30% сданных в лизинг.

Временная структура активов и пассивов РЕСОТРАСТа и РЕСО-Лизинга достаточно сбалансирована. Лизинговый портфель в основном состоит из краткосрочных контрактов – доля чистых инвестиций в лизинг со сроком до одного года составляет около 50% для РЕСОТРАСТа и около 47% для РЕСО-Лизинга. Доля краткосрочного долга в кредитном портфеле выше (64% и 65% соответственно), но значительная часть долгосрочного лизингового портфеля финансируется собственным капиталом.

На графике погашения кредитов лишь один пик – погашение кредитов РЕСО-Лизинг на сумму около USD18 млн, выданных РЕСО-Гарантией, в декабре 2009 г. (рис. 12). С нашей точки зрения, проблем с рефинансированием или продлением данного кредита у компании возникнуть не должно.

Рисунок 12. График погашения долга, USD млн



Источники: данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

Приложение 1.

Анализ лизинговых компаний

С точки зрения финансового анализа ключевым активом лизинговых компаний является лизинговый портфель, то есть права требования по договорам лизинга. Основным источником доходов являются лизинговые платежи (которые по своей структуре могут напоминать аннуитетные платежи (например, по ипотечным кредитам) или снижающиеся платежи по банковским кредитам, где погашение основного долга производится равными долями), а главной статьей расходов – процентные платежи и расходы на персонал. Капитал нужен лизинговым компаниям для финансирования основных средств (которых на балансе немного) и покрытия рисков неплатежей по лизинговому портфелю. Таким образом, лизинговые компании нужно анализировать как банки и кредитные организации, а не как компании производственной сферы или сферы услуг. Поскольку сданное в лизинг имущество, как мы отмечали выше, остается в собственности лизинговой компании (что значительно облегчает его реализацию в случае дефолта заемщика), ликвидность данного имущества играет гораздо большую роль, чем ликвидность обеспечения в банковском кредитовании.

РЕСО-Лизинг и РЕСОТРАСТ составляют отчетность по МСФО, которую мы используем для финансового анализа. Учет лизинга по МСФО имеет некоторые особенности, на которых мы хотели бы остановиться более подробно.

- Лизинговый портфель по МСФО учитывается как чистые инвестиции в лизинг. Чистые инвестиции в лизинг рассчитываются как сумма лизинговых платежей к получению плюс ликвидационная стоимость имущества по окончании срока лизинга минус незаработанный финансовый доход. Финансовый доход представляет собой разницу между стоимостью предоставления актива в аренду (стоимость покупки актива плюс все связанные с покупкой косвенные затраты) и суммой ожидаемого в будущем чистого притока денежных средств и ликвидационной стоимости актива.
- Если сравнивать лизинговый портфель с банковским кредитным портфелем, то чистые инвестиции в лизинг представляют собой основное тело кредита. Также как и платеж по кредиту, лизинговый платеж условно делится на две части: доход лизинговой компании и погашение основного долга. В результате чистые инвестиции в лизинг по каждому контракту ежегодно уменьшаются.
- По РСБУ активы для сдачи в лизинг и активы, переданные по договорам лизинга, учитываются по стоимости приобретения за вычетом накопленной амортизации. Таким образом, при оценке лизингового портфеля по РСБУ акцент делается на изначальной стоимости переданного в лизинг имущества, а при оценке по МСФО – на текущую стоимость будущих платежей (на наш взгляд, это правильнее).
- В отличие от банковских кредитов, процентная ставка по лизингу не прописана в договоре (то есть «спрятана»), поэтому разделить лизинговый платеж на доходную (процентную) составляющую и составляющую основного долга можно только условно. При составлении отчетности по МСФО данная проблема решается так: финансовый доход распределяется на срок лизинга таким образом, чтобы обеспечивать постоянную периодическую норму доходности на непогашенное сальдо чистой инвестиции в лизинг. Иными словами, вычисляется доходность лизингового договора, и совокупный доход лизинговой компании (все получаемые ею платежи минус покупная стоимость сданных в лизинг активов и другие издержки) амортизируется по данной ставке.

Процесс легче представить себе как амортизацию наоборот. При покупке компанией актива его стоимость отражается не целиком как издержки в отчете о прибыли и убытках в год покупки, а распределяется на несколько лет (ожидаемый срок эксплуатации актива). Так и здесь – вся прибыль от лизингового контракта не отражается в год заключения, а распределяется на срок лизингового контракта. С точки зрения кредитного анализа возникает следующая проблема: доход от лизинга в отчете о прибыли и убытках компании имеет немного общего с полученными лизинговыми платежами.

Приложение 2.

Аудированная отчетность по МСФО

РЕСОТРАСТ

Балансовый отчет, USD млн

	2006 г.	2005 г.	2004 г.
Активы			
Оборотные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	1.8	1.3	0.1
Налоги к возмещению	4.2	2.6	2.2
Дебиторская задолженность и предоплаты	13.7	7.0	1.7
Чистые инвестиции в финансовую аренду	15.7	7.9	4.7
Выданные займы	3.1		
Итого оборотные активы	38.5	18.7	8.8
Внеоборотные активы			
Здания, сооружения и оборудование		0.0	-
Активы для сдачи в аренду		0.2	-
НДС к возмещению	0.8	0.4	0.2
Чистые инвестиции в финансовую аренду	15.1	8.0	6.9
Итого внеоборотные активы	15.9	8.6	7.1
Валюта баланса	54.4	27.3	15.9
Обязательства			
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	17.5	3.6	8.2
Кредиторская задолженность и авансы полученные	5.2	3.9	1.7
Текущие налоговые обязательства	2.9	0.8	0.5
Итого краткосрочные обязательства	25.6	8.4	10.4
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	9.1	3.9	0.0
Отложенные налоговые обязательства	0.4	0.1	0.0
Итого долгосрочные обязательства	9.5	4.1	0.0
Чистые активы, принадлежащие участникам	19.2	14.9	5.5
Итого обязательства	54.4	27.3	15.9

Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Отчет о прибыли и убытках, USD млн

	2006 г.	2005 г.	2004 г.
Доходы от финансовой аренды	6.4	3.8	1.0
Прочие инвестиционные доходы		0.0	0.1
Расходы по процентам на кредиты и займы	-1.9	-0.9	-0.2
Чистый финансовый доход	4.4	2.9	0.8
Доходы от досрочного прекращения лизинга	0.2	0.3	-
Прочие операционные доходы	0.6	0.1	0.0
Общехозяйственные и административные расходы	-1.5	-0.9	-0.5
Операционная прибыль	3.7	2.5	0.4
Убыток от курсовых разниц, нетто	0.2	-0.1	0.0
Прибыль до налогообложения	3.8	2.4	0.4
Расход по налогу на прибыль	-0.9	-0.6	-0.1
Чистая прибыль	2.9	1.8	0.3

Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

РЕСО-Лизинг

Балансовый отчет, USD млн

	2006 г.	2005 г.	2004 г.
Активы			
Оборотные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	0.3	0.0	0.0
Налоги к возмещению	3.7	3.4	2.3
Дебиторская задолженность и предоплаты	4.0	5.1	0.4
Чистые инвестиции в финансовую аренду	12.1	10.0	5.0
Выданные займы		0.0	-
Прочие оборотные активы	0.1	0.0	0.0
Итого оборотные активы	20.3	18.5	7.7
Внеоборотные активы			
Здания, сооружения и оборудование	0.1	0.0	0.0
Активы для сдачи в аренду	2.2	0.3	0.1
Выданные займы		-	0.1
НДС к возмещению	1.0	0.9	0.3
Чистые инвестиции в финансовую аренду	13.6	12.4	6.5
Отложенные налоговые активы		-	0.0
Инвестиции, имеющиеся в наличии для продажи		0.1	0.1
Итого внеоборотные активы	16.9	13.7	7.1
Итого активы	37.2	32.2	14.8
Обязательства			
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	11.5	13.4	0.0
Кредиторская задолженность и авансы полученные	2.7	1.2	0.4
Текущие налоговые обязательства	2.0	1.3	0.7
Итого краткосрочные обязательства	16.2	15.9	1.1
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	6.2	12.0	11.4
Отложенные налоговые обязательства	0.3	0.3	-
Итого долгосрочные обязательства	7.1	12.3	11.4
Чистые активы, принадлежащие участникам	13.8	4.0	2.3
Итого обязательства	37.2	32.2	14.8

Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Отчет о прибыли и убытках, USD млн

	2006 г.	2005 г.	2004 г.
Доходы от финансовой аренды	5.3	4.1	1.6
Прочие инвестиционные доходы		0.0	0.0
Расходы по процентам на кредиты и займы	-1.8	-2.0	-0.7
Чистый финансовый доход	3.6	2.2	0.9
Прочие операционные доходы	0.0	0.0	0.0
Общехозяйственные и административные расходы	-1.1	-0.7	-0.3
Операционная прибыль	2.0	1.5	0.6
Прибыль / убыток от курсовых разниц, нетто	-0.5	0.3	-0.6
Прибыль / убыток до налогообложения	1.4	1.8	0.0
Налог на прибыль	-0.3	-0.4	0.0
Чистая прибыль	1.1	1.4	0.0

Источник: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

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 (собираательно «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 мог 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

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа
долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела
анализа долговых обязательств
Павел Мамай
+ 7 (495) 258 7708
Pmamai@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 783 5653
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
Malexeenkova@rencap.com

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

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
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

Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл
Трэвис Джонс

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Владимир Пантюшин
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеевцова
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