



Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

12 ноября 2010 г.

Тел: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

Ренессанс Капитал — имя решает все Комментарий к размещению

Аналитики: Иван Манаенко,
Юрий Кравченко
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- ☑ Одна из крупнейших инвестиционных компаний на российском рынке, контрольный пакет акций которой принадлежит структурам ее основателя Стивена Дженнинга и партнерам, а 50% минус 1/2 акции — Группе ОНЭКСИМ, подконтрольной российскому миллиардеру Михаилу Прохорову.
- ☑ В кризисный период компания понесла ощутимые потери, в результате которых объем бизнеса сократился в разы, а финансовый результат по итогам 1-го пол. 2010 стал отрицательным.
- ☑ Вхождение в капитал компании структур г-на Прохорова обеспечило высокий уровень капитальной достаточности, а также подтвердило наличие сильных переговорных позиций у акционеров.
- ☑ Выданные компанией займы (17% от активов) в полном объеме приходятся на необеспеченные ссуды связанным сторонам, что в целом не играет в пользу кредитного качества эмитента, однако стабильность чистого процентного дохода и восстановление положительного сальдо резервов косвенно свидетельствуют о хорошем качестве заемщиков.
- ☑ Высокий запас капитальной достаточности и ликвидности нивелируют возможные убытки от исторически присущих деятельности компании рыночных рисков, а также кредитных рисков связанных сторон.
- ☑ Помимо капитала и резервов ликвидности основным фактором надежности для нас остается репутация, статус, а также опыт руководства и собственников, проверенный, в том числе, выплатой всех обязательств осенью 2008 г.
- ☑ Дебют инвестбанка «Ренессанс Капитал» на российском долговом рынке, его планы по дальнейшему привлечению долгосрочных ресурсов, а также регистрация гаранта эмитента на Бермудских островах дают инвесторам возможность запросить премию к кривой КБ «Ренессанс Капитал» (обладающему большей финансовой гибкостью в статусе банковской кредитной организации) порядка 60 б.п., что соответствует купону в 11,2% годовых и доходности 11,5% годовых.

Основные показатели

Динамика и структура баланса по МСФО, млн долл.

	2007	Изм.	2008	Изм.	2009	Изм.	1П2010	Доля
Активы	5 355	-42%	3 082	5%	3 228	27%	4 092	100%
Денежные средства	518	-7%	484	-46%	262	70%	445	11%
Финансовые активы по справедливой стоимости для торговли	930	-71%	268	38%	371	6%	395	10%
Торговые активы, предоставленные в качестве залога	566	-85%	83	255%	295	96%	579	14%
Ценные бумаги, приобретенные в рамках РЕПО	530	-92%	45	200%	135	147%	333	8%
Дебиторская задолженность	2 248	-64%	815	4%	848	23%	1 047	26%
Выданные займы	147	391%	722	-5%	687	1%	685	17%
Обязательства	4 667	-50%	2 346	-9%	2 133	41%	3 017	100%
Финансовые обязательства по справедливой стоимости для торговли	632	-81%	122	120%	268	34%	358	12%
Средства, привлеченные в рамках операций РЕПО	1 850	-90%	183	332%	790	69%	1 332	44%
Кредиторская задолженность	1 013	-54%	464	-27%	341	79%	609	20%
Выпущенные долговые обязательства	255	-14%	219	-16%	183	23%	226	7%
Капитал	688	7%	737	49%	1 095	-2%	1 076	100%
Уставный капитал	12	0%	12	100%	24	0%	24	2%
Дополнительный капитал	0	н/с	0	н/с	499	0%	499	46%
Нераспределенная прибыль	649	8%	699	-20%	562	-1%	555	52%

Показатели прибыльности по МСФО, млн долл.

	1П2008	Изм.	1П2009	Изм.	1П2010
Чистая прибыль	172	-95%	9	н/с	-7
Чистые доходы от торговых операций	430	-60%	172	-63%	64
Чистые комиссионные доходы	103	-82%	19	74%	33
Чистый процентный доход	30	7%	32	-9%	29
Восстановление резерва/убыток от обесценения	0	н/с	-18	н/с	8
Расходы на персонал	-245	н/с	-95	н/с	-68
Прочие операционные расходы	-96	н/с	-62	н/с	-59
Прибыль от погашения обязательств	-	-	8	-63%	3
Выбытие дочерней организации	-	-	-29	н/с	-
Налог (экономия по налогу) на прибыль	-39	н/с	-2	н/с	-4
Износ и амортизация	-12	н/с	-16	н/с	-14

Параметры выпуска

Параметры выпуска	
Эмитент	ООО "Ренессанс Капитал Казначей"
Гарант	Renaissance Financial Holdings Limited
Тип	классический
Объем	3,0 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	через 2 года
Купонный период	6 месяцев
Индикативная ставка купона	10,5-11,0%
Ориентир доходности к оферте	10,8-11,3%
Длительность	1,8 года
Кредитный рейтинг гаранта	В+/В1/В
Кредитный рейтинг выпуска	В1/В
Формат размещения	по закрытой книге
Дата открытия книги	10.11.2010
Дата закрытия книги	23.11.2010

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Краткий кредитный профиль

Выкуп 50% минус ½ акции уставного капитала эмитента структурами г-на Прохорова в сложный для компании период обеспечил ей не только хорошие кредитные метрики, но, главным образом, подтвердил наличие сильных переговорных позиций у акционеров.

Участие в бизнеса инвестиционной компании представителей ОНЭКСИМа лишь в качестве акционера, а также отсутствие дополнительной информации об условиях сделки на ряду с последними публикациями в СМИ создает неопределенность относительно дальнейшей судьбы акционерного капитала инвестбанка.

Целью размещения облигаций компания называет диверсификацию ресурсной базы и снижение доли краткосрочных источников обязательств. Однако 2-х летняя оферта по привлекаемым средствам и соответствующая ей стоимость кажутся нам излишне консервативными в свете уже имеющегося запаса долгосрочных ресурсов в виде капитала.

Главной сильной стороной кредитного качества инвестиционной компании «Ренессанс Капитал» мы рассматриваем ее капитальную достаточность. Причем, даже не столько непосредственный показатель отношения капитала к совокупным активам, составлявший 26% по итогам 1-го пол. 2010 г., а сам факт, способствовавший текущему уровню капитализации. Выкуп 50% минус ½ акции уставного капитала эмитента структурами г-на Прохорова в сложный для компании период обеспечил инвесткомпании не только хорошие кредитные метрики, но, главным образом, подтвердил наличие сильных переговорных позиций у акционеров.

Вместе с тем, нам не вполне понятен уровень заинтересованности Михаила Прохорова в бизнесе компании и цели приобретения компании. По словам руководства Ренессанс Капитала, представители Группы ОНЭКСИМ не участвуют в управлении инвестбанком, и фактическое участие в бизнесе структур г-на Прохорова ограничивается присутствием в акционерном капитале. Данный факт наряду с отсутствием информации о дополнительных условиях сделки со структурами г-на Прохорова и последними публикациями в СМИ создают некоторую неясность в отношении дальнейшей судьбы акционерного капитала инвесткомпании.

Ключевым финансовым риском деятельности компании остается рыночный риск. Причем, его наличие в большей степени характерно для обязательств инвестбанка, а не активов, так как по итогам 1 пол. 2010 г. средства, привлеченные в рамках операций РЕПО, составляли 44% обязательств. Целью размещения облигаций компания как раз называет диверсификацию ресурсной базы и снижение доли краткосрочных источников обязательств. Однако 2-х летняя оферта по привлекаемым средствам и соответствующая ей стоимость кажутся нам излишне консервативными в свете уже имеющегося запаса долгосрочных ресурсов в виде капитала. Кроме того, стоимость размещаемых бумаг, вероятно, окажет негативное влияние на финансовый результат инвестбанка, что является важным моментом в свете продолжающегося сокращения чистых доходов от торговых операций — основного источника доходов компании. В результате, даже на фоне продолжающегося снижения расходов на персонал и положительного сальдо от восстановления резервов по итогам 1 пол. 2010 г., компания получила чистый убыток, хотя и незначительный.

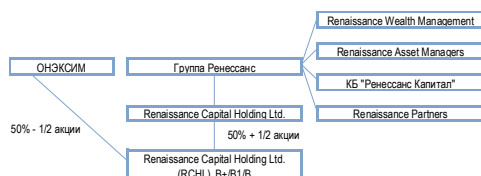
Текущий отрицательный финрезультат компании не столь значителен в абсолютном выражении и не влияет на возможности компании обслуживать свой долг, однако сам по себе свидетельствует о медленных темпах восстановления направления, приносящего основной доход компании, что приобретает особую актуальность в свете усиливающейся конкуренции на инвестиционном рынке со стороны госкомпаний.

Факт наличия на балансе необеспеченных ссуд связанным сторонам не играет в пользу кредитного профиля, однако стабильность величины чистого процентного дохода и восстановление положительного сальдо резервов косвенно свидетельствуют о низком уровне кредитных рисков. Кроме того нам импонирует достаточно открытая позиция руководства по данному вопросу.

Мы не склонны драматизировать ситуацию с выданными связанным сторонам займами, дискуссия о которых была поднята СМИ в период презентации облигаций компании. Однако сам факт наличия на балансе компании займов, по которым отсутствует прямое обеспечение и оценить качество которых объективно не представляется возможным, явно не играет в пользу кредитного профиля эмитента. При этом, нам остался не совсем понятным тот момент, что, согласно МСФО на 31.12.2009, величина данных ссуд имела срок погашения в течение ближайшего года, т.е. до конца 2010 г., а согласно комментариям руководства компании в настоящее время эти кредиты будут погашаться частями в течение ближайших 2-х лет и таким образом могут быть классифицированы как долгосрочные. С другой стороны, стабильность величины чистого процентного дохода и восстановление положительного сальдо резервов в отчете о прибылях и убытках косвенно свидетельствуют о хорошем качестве активов, подверженных кредитному риску, в том числе, указанных займов. Кроме того нам импонирует достаточно открытая позиция руководства по данному вопросу.

Одна из крупнейших на российском рынке инвестиционных компаний «Ренессанс Капитал» понесла ощутимые потери в кризис. В настоящее время, пройдя острую фазу кризисного периода, объемы и рентабельность бизнеса все еще далеки от докризисных показателей и их дальнейшая динамика будет сильно зависеть от конъюнктурных условий. В целом, текущий запас капитала и ликвидности способен нивелировать возможную реализацию финансовых рисков. Главным же для нас фактором надежности Ренессанс Капитала является его репутация, статус и опыт руководства и собственников, проверенные не одним кризисом, и, в том числе, выполнением всех обязательств компании осенью 2008 г.

Позиционирование займа



Согласно информации организаторов выпуска, компания первоначально планирует разместить займ в объеме 3 млрд руб. на срок 5 лет в формате размещения по книге, открытие которой состоялось 10 ноября, а закрытие запланировано на 23 ноября. Диапазон ставки купона, озвученный организаторами, составляет 10,5-11,0% годовых, что транслируется в доходность к 2-хлетней оферте в 10,78-11,3% годовых. Эмитентом облигаций будет выступать специально созданное ООО «Ренессанс Капитал Казначей», гарантом которого является Renaissance Financial Holdings Ltd. (RFHL), представляющий весь инвестиционно-банковский бизнес группы Ренессанс и чья финансовая консолидированная отчетность была рассмотрена выше.

Помимо данного займа эмитентом также зарегистрированы еще 2 выпуска объемом 4 млрд руб. и 5 млрд руб. соответственно, в зависимости от результатов размещения первого займа и дальнейшего интереса инвесторов.

Объективно оценить справедливую цену планируемого выпуска, на наш взгляд, достаточно сложно, принимая во внимание отсутствие в обращении подобных займов схожих финансовых эмитентов. Структурой, входящей в Renaissance Group наряду с инвестиционной компанией Ренессанс Капитал, является одноименная кредитная организация, работающая на банковском рынке под брендом «Ренессанс Кредит».

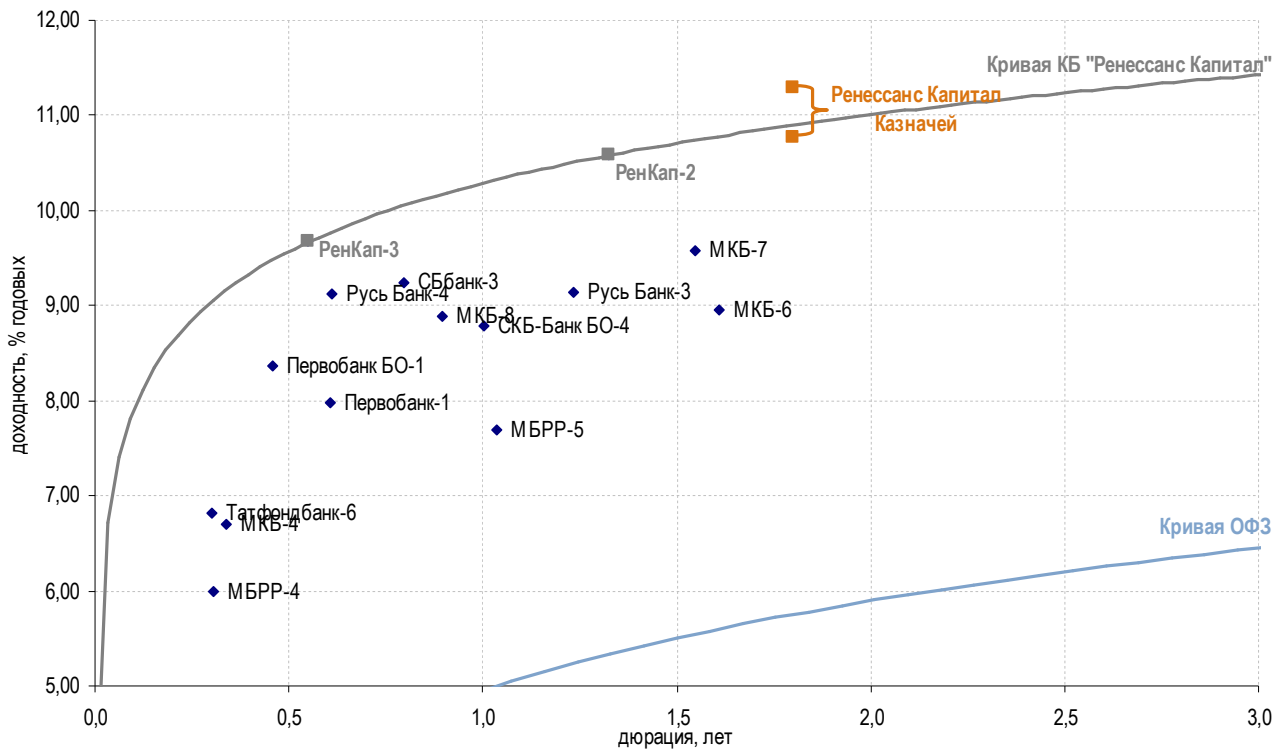
Отсутствие в капитале материнской структуры КБ «Ренессанс Капитал» группы «ОНЭКСИМ» компенсируется, на наш взгляд, более высокой финансовой прозрачностью и необходимостью выполнения регулятивных требований в статусе банковской кредитной организации. Мы также полагаем, что банк, входящий в топ-100 и имеющий при этом порядка 25% пассивов в виде депозитов «рыночных» физических лиц априори может рассчитывать на необходимую господдержку, как показал кризисный период.

В настоящее время на рынке обращаются два классических выпуска КБ «Ренессанс Капитал». С учетом дебюта инвестбанка «Ренессанс Капитал» на российском долговом рынке, его планов по привлечению в совокупности порядка 15 млрд руб. долгосрочных ресурсов, большей финансовой гибкости КБ «Ренессанс Капитал» в статусе банковской организации, а также регистрации гаранта эмитента на Бермудских островах, инвесторы, на наш взгляд, вправе запросить премию к кривой КБ «Ренессанс Капитал» порядка 60 б.п., что соответствует купону в 11,2% годовых и доходности 11,5% годовых.

Хотелось бы отдельно отметить, что вариант покупки контрольного пакета Ренессанс Капитала Сбербанком, о котором упоминалось в СМИ, безусловно увеличивает кредитное качество эмитента и по сути обуславливает перспективы роста цены займа до уровня бумаг эмитентов с госучастием. Однако оценить достоверность изложенной информации и шансы реализации данной сделки не представляется возможным, тем более, что ранее уже появлялась информация об аналогичном интересе Сбербанка к Тройке Диалог.

Параметры выпуска	
Эмитент	ООО "Ренессанс Капитал Казначей"
Гарант	Renaissance Financial Holdings Limited
Тип	классический
Объем	3,0 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	через 2 года
Купонный период	6 месяцев
Индикативная ставка купона	10,5-11,0%
Ориентир доходности к оферте	10,8-11,3%
Дюрация	1,8 года
Кредитный рейтинг гаранта	B+/B1/B
Кредитный рейтинг выпуска	-/B1/B
Формат размещения	по закрытой книге
Дата открытия книги	10.11.2010
Дата закрытия книги	23.11.2010

Карта рынка



Источник: данные ММВБ; оценка: Велес Капитал

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами**Bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков**Bonds@veles-capital.ru**

Иван Манаенко
Начальник управления,
макрэкономист
IManaenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций**research@veles-capital.ru**

Илья Федотов
Начальник управления
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabeled@veles-capital.ru