

## ВЕСЬМА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ В ТРЕТЬЕМ ЭШЕЛОНЕ

### Первичное размещение

**ТКС Банк вновь выходит на долговой рынок.** В пятницу, 26 ноября, закрывается книга заявок по второму выпуску биржевых облигаций ТКС Банка. Объем выпуска составляет 1,5 млрд руб., срок обращения – три года, по выпуску предусмотрена годовая оферта. Организаторы ориентируют инвесторов на диапазон ставки купона, равный 15–17%, что при модифицированной дюрации около 0,81 года предполагает доходность к оферте на уровне 15,56–17,72%. Привлеченные средства, по словам руководства банка, будут направлены на дальнейшее увеличение кредитного портфеля и диверсификацию пассивов. В обращении находятся два выпуска облигаций банка: ТКС Банк-02 (УТМ 15,88% модифицированная дюрация 1,83 года) и ТКС Банк БО-1 (УТМ 15,7 модифицированная дюрация 2,05 года). На наш взгляд, предлагаемая эмитентом доходность является адекватной премией за небольшой размер банка и риск активов. В настоящий момент у выпуска практически нет на рынке конкурентов, предлагающих такое же соотношение цены и качества и высокий купон. Мы рекомендуем выпуск к покупке даже по нижней границе ориентиров в рамках стратегии «buy and hold».

**Известные акционеры.** Единственным бенефициаром ТКС Банка является компания EGIDACO Investments Plc, зарегистрированная на Кипре. Основным ее акционером на 13 ноября был основатель банка Олег Тиньков с долей 71,44%. Остальные акции принадлежат фонду Vostok Nafta (15%) и банку Goldman Sachs (13,56%). По нашему мнению, наличие таких известных финансовых институтов в числе собственников банка повышает как качество его корпоративного управления так и прозрачность ведения бизнеса и позволяет надеяться на поддержку в случае возникновения у банка финансовых затруднений.

### Банк работает в сегменте кредитных карт по уникальной для России бизнес-модели дистанционного обслуживания клиентов.

Основные игроки на рынке потребительского кредитования работают преимущественно по другим каналам – это кредитование в точка продаж, выдача кредитов/кредитных карт в офисах или рассылка кредитных карт уже существующим клиентам. ТКС Банк привлекает клиентов, рассылая предложения по почте на основе баз данных его партнеров. При этом на письма в виде заявок на открытие кредитной количество откликается около 3% адресатов – один из самых высоких показателей в отрасли. При оценке кредитного риска банк активно сотрудничает с кредитными бюро, отсеивая заемщиков с испорченной кредитной историей. В результате одобряются только около 50% присланных заявок. Так, с начала работы в 2007 г. до конца октября 2010 г. было разослано около 45 млн писем и выпущено порядка 740 тыс. карт, что дает уровень одобрения порядка 1,5% (относительно числа отправленных писем). Уровень охвата населения кредитными картами в России ниже показателя развитых стран, и мы считаем,

### Параметры выпуска

Эмитент	ЗАО «ТИНЬКОФФ КРЕДИТНЫЕ СИСТЕМЫ» Банк
Кредитный рейтинг	- /ВЗ/В-
Серия облигаций	БО-2
Закрытие книги заявок	26 ноября 2010
Дата размещения	30 ноября 2010
Срок обращения	3 года
Оферта	1 год
Купон	полугодовой
Ориентир по купону, %	15,00-17,00%
Ориентир по доходности, %	15,56-17,72%

### Ключевые финансовые показатели

ТКС Банка по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	ИП 2010*
Денежная позиция	0,5	0,6	1,5
Сов. кред. портфель	5,0	6,1	7,3
РВПС	0,3	0,9	1,1
Просроч. задолж-ть *	0,5	0,7	0,7
Финансовые активы	0,2	0,2	0,3
Основные средства	0,2	0,2	0,3
Активы	5,7	6,2	8,4
Средства клиентов	3,2	1,8	2,3
Долговые ценные бумаги	0,0	0,0	1,7
Субординированные займы	1,7	2,0	2,0
Средства банков	-	0,2	0,8
Собственный капитал	0,7	2,1	1,2
Чистый проц-ый доход	1,2	3,2	1,5
Отчисления на РВПС	(0,2)	(1,6)	(0,8)
Комиссионный доход	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Доход по операциям с ЦБ	-	-	-
Доход от вал. операций	(0,0)	0,0	0,3
Операционные расходы	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Прибыль до налогов	0,1	0,7	0,2
Чистая прибыль	0,1	0,6	0,1
	0,1	0,6	0,1
Чистая проц-ая маржа	35,0	55,5	43,0
ЧПМ после резервов	28,4	27,6	19,3
Доходность ср. активов	1,7	9,6	3,8
Доходность капитала	10,2	26,8	23,1
Затраты/ Доходы	0,7	0,3	0,4
	20,0	13,3	20,9
Ликв./Сов. активы	1,5	3,0	2,7
РВПС, % Кред. портф.	5,8	14,4	14,6
Проср. задолж-сть *, %	10,4	12,1	9,9
Капитал/Активы, %	11,7	34,3	14,2

\* Промежуточная отчетность по Группе ТКС

Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

что в ближайшие годы ТКС обладает достаточно высоким потенциалом роста. На конец I полугодия 2010 г. рыночная доля банка в сегменте кредитных карт составляла примерно 4%. Мы ожидаем, что она как минимум не будет снижаться и может продолжить рост. Основными двигателями роста станут развитие новых каналов продаж (Интернет, агенты и др.)

**Одна из сильных сторон деятельности банка – региональная диверсификация.** Поскольку банк работает без территориальных офисов и представительств, его развитие не подвержено географическим ограничениям. Доля каждого региона не превышает в общем портфеле 4%, за исключением Санкт-Петербурга с долей 6%. Из этого вытекает одно из конкурентных преимуществ банка – он работает в том числе в небольших населенных пунктах, где невысок уровень охвата банковскими услугами. В подобных местах нерентабельно открывать полноценные банковские офисы, и конкуренция здесь еще долго будет невысокой.

**Устойчивый рост активов.** Мы анализируем годовую отчетность Банка «Тинькофф кредитные системы» по МСФО за 2009 г. и предыдущие годы, а также отчетность Группы ТКС по МСФО за I полугодие 2010 г., которая дает достаточно точное представление о динамике и структуре как баланса, так и отчета о прибылях и убытках. Начав работать в 2007 г., банк устойчиво рос даже в кризисное время. По итогам 2009 г. активы увеличились на 8,75% до 6,3 млрд руб., а совокупный кредитный портфель вырос на 21,95% до 6,14 млрд руб., что составило порядка 98% активов. Концентрация на одном виде бизнеса не представляет для банка является большой проблемы. Как уже упоминалось выше, кредитный портфель относительно равномерно распределен по регионам. К тому же, поскольку банк выдает преимущественно небольшие по размеру кредиты, портфель очень хорошо диверсифицирован по клиентам без рисков концентрации. За I полугодие 2010 г. размер активов увеличился еще на 35,1% до 8,44 млрд руб. и, по словам руководства, на середину ноября уже перевалил за отметку 10 млрд руб. На 2011 г. банк поставил перед собой задачу довести объем активов до 20 млрд руб.

**Объем просроченной задолженности велик, но ее доля постепенно снижается.** Одно из слабых мест банка – довольно высокий уровень просроченной задолженности по кредитам. По итогам 2009 г. он был равен 12,1% (кредиты, просроченные более чем на 90 дней), но уже в I полугодии 2010 г. долю просрочки удалось понизить до 9,9%. Банк активно списывает и продает коллекторским агентствам задолженность, просроченную более чем на 180 дней. Объем резервов на возможные потери по ссудам достаточно стабилен на уровне примерно 14,5% от совокупного кредитного портфеля и с лихвой покрывает возможные потери по просроченным кредитам. Учитывая стабилизацию экономической ситуации, рост реальных доходов населения и снижение безработицы, мы ожидаем, что в банке, как и во всей банковской отрасли, сохранится тенденция к сокращению объема просроченной задолженности.

**Следует отметить существенное улучшение структуры источников фондирования.** В нынешнем году банк начал активно привлекать депозиты населения. По словам руководства, их доля составляет порядка 45% валюты баланса, в дальнейшем планируется держать долю депозитов в активах приблизительно на уровне 40%. Остальные пассивы представлены двумя выпусками облигаций с погашением в 2013 г. и синдицированным кредитом, который банк намерен погасить к лету 2011 г. На наш взгляд, пассивы достаточно комфортно распределены по срочности без угрозы для ликвидности банка. Доля ликвидных активов до I полугодия 2010 г. была достаточно низкой – порядка 12%, однако благодаря увеличению денежных средств на балансе поднялась до 21,9%. С нашей точки зрения, угрозы для ликвидности у банка отсутствуют, поскольку, как показала практика, банк может уменьшить объем выдаваемых кредитов и лимиты по картам, что позволит достаточно оперативно накопить необходимый запас денежных средств. Достаточность капитала банка находится на достаточно высоком уровне – по итогам 2009 г. показатель составил 34,3%. По словам руководства, банк не испытывает трудностей с поддержанием необходимого уровня достаточности капитала. Возможно как привлечение субординированного кредита, так и дополнительного акционерного капитала.

**Значительная доля просроченных кредитов компенсируется высокой рентабельностью кредитных продуктов.**

Это достигается за счет высокой эффективной процентной ставки и большого количества комиссий – например, за снятие наличных средств. Большинство клиентов по-прежнему снимает наличные средства с карт в банкоматах, платя комиссии, и не использует их для оплаты в торговых точках, а доля погашений в льготный период составляет, по словам руководства банка, лишь 5%. Чистая процентная маржа стабильно держится на уровнях существенно выше среднего по банковской отрасли – в 2009 г. она составила 55,49%, а по итогам I полугодия 2010 г. – 43,0%. В то же время ЧПМ после отчислений в резервы также находится на довольно высоком уровне – 19,3% за I полугодие 2010 г. Благодаря невысокой доле постоянных затрат операционные расходы снижаются в случае замедления роста бизнеса. Так, в 2009 г. коэффициент Затраты/Доходы уменьшился до 25%, а по итогам I полугодия 2010 г. в свете активизации работы с клиентами и увеличения расходов на их привлечение коэффициент поднялся до уровня 43%, близкого к среднему показателю отрасли. В этих условиях банк добился одного из самых высоких в банковском секторе показателей рентабельности капитала и средних активов по итогам I полугодия 2010 г. – 23,1% и 3,8% соответственно. На фоне роста конкуренции и насыщения рынка кредитных карт возможно замедление роста кредитного портфеля и снижение прибыльности бизнеса

Весьма привлекательное предложение в третьем эшелоне

банка. В то же время мы считаем, что в перспективе года – двух лет банк не будет испытывать трудностей с обслуживанием долга.

### Небольшой размер активов, но высокая рентабельность

Сравнение ключевых показателей по МСФО

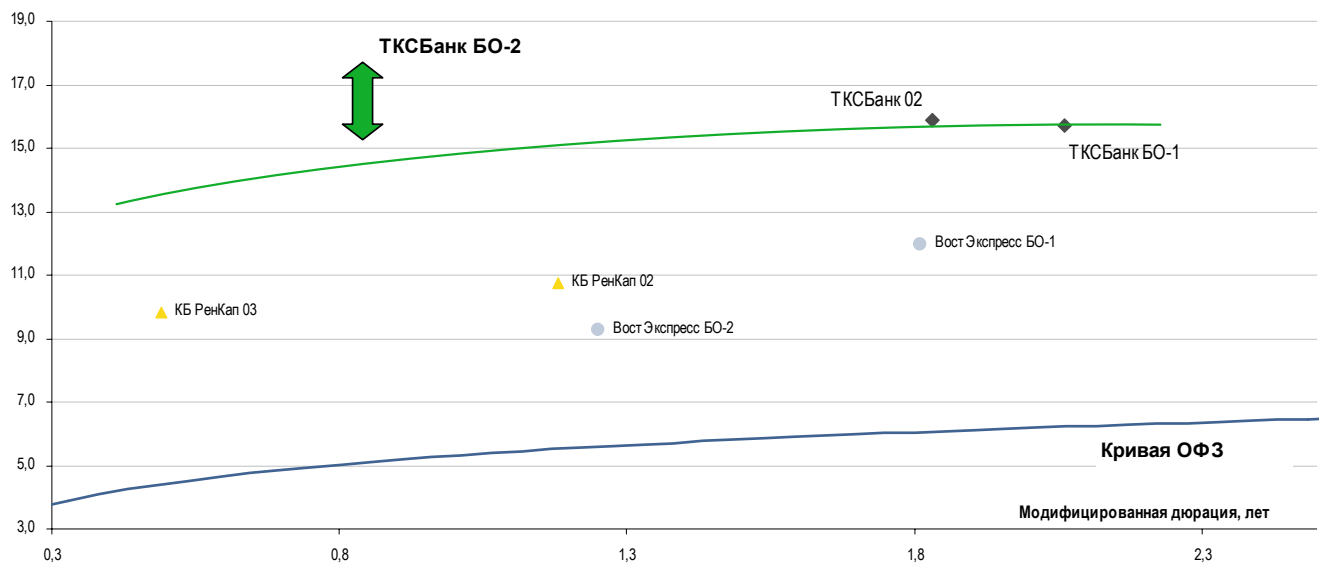
	Рейтинги (S/M/F)	Стандарт отчетн.	Период	Активы, млн руб.	Чистая проц. маржа, %	Расходы /Дох., %	ROAA, %	Кредиты/ Депозиты	Соб. капитал/ Активы, %	Просроч. задолж., %	Норма резерв., %
ТКС Банк	-/В3/В-	МСФО		6 246	55,5	25	9,6	2,7	34,3	12,1	14,4
РенКап	В-/В3/В-	МСФО	2009	43 431	12,5	67	(8,1)	4,3	22,0	15,4	15,2
КБ Восточный	NR/В2/NR	МСФО		52 424	11,4	63	0,2	0,9	14,5	7,6	6,8
ТКС Банк (Группа)	-/В3/В-	МСФО		8 438	43,0	43	3,8	2,0	14,2	9,9	14,6
РенКап	В-/В3/В-	МСФО	6М 2010	34 043	12,7	45	(1,0)	2,3	27,4	-	8,2
КБ Восточный	NR/В2/NR	МСФО		65 533	9,4	72	0,6	1,0	11,9	9,9	9,3

Источники: данные компаний, оценки УРАЛСИБа

**Позиционирование выпуска.** Из-за маленьких размеров ТКС банка (по размеру активов он находится за пределами первой сотни) его достаточно сложно сравнивать с крупными игроками рынка розничного кредитования или средними универсальными банками. С нашей точки зрения, имеет смысл ориентироваться на уже обращающиеся выпуски эмитента. Кстати, они достаточно ликвидны, находятся практически на одной кривой и, на наш взгляд, вполне адекватно оценены рынком. Названные ориентиры по доходности даже по нижней границе диапазона предлагают премию в размере не менее 50 б.п. к кривой эмитента, что в перспективе оставляет этому выпуску потенциал роста котировок.

### Весьма привлекательная доходность

Доходности облигаций (по состоянию на 17 ноября 2010 г.)



Источники: ММВБ, cbonds.info

## 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 Мырсикова, 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 Девятов, 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