

# Рублевые корпоративные облигации

23 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ТКС Банк: start-up на заемные средства » *стр. 2*
- Х5: приобретение Марки в рамках органического роста » *стр. 3*

## Индикаторы

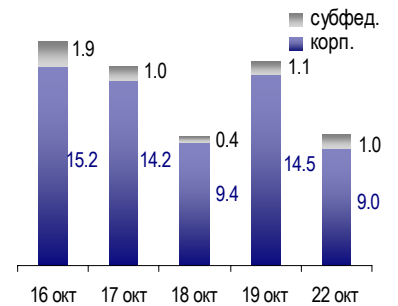
Долларов США за Евро	1.4177	- 0.9 %
Рублей за доллар США	24.8136	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 84.18	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.28%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.65%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	130	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	409.2	- 23.5
Остатки на д/с, млрд руб.	388.2	- 49.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 32.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- ГК Линкор планирует первый выпуск (пищевая отрасль, 1 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

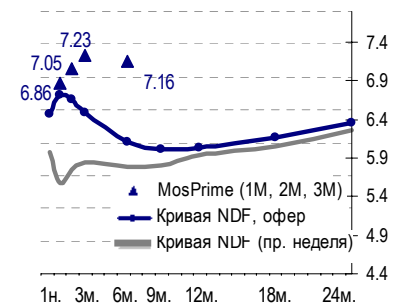


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

23 окт	Размещение Тинькофф кредитные системы-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
25 окт	Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года) Уплата НДСП, ½ суммы акцизов
29 окт	Уплата налога на прибыль
31 окт	Заседание ФРС США по ставкам Платеж за пользование недрами за 3 кв. 2006 г.
7 ноя	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (3 млрд руб., дюрация 2.4 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.90	+ 10	3.5	7.16%
Газпром-6	100.24	+ 9	1.7	6.91%
Мосэнерго-2	100.15	+ 5	3.7	*7.75%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-3	95.50	+ 50	3.5	11.60%
ВолгаТел-3	101.60	+ 30	1.9	7.80%
МОИА-2	99.50	+ 30	2.8	8.33%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	101.55	- 38	4.9	7.21%
Газпром-4	102.85	- 28	2.1	6.97%
ГидроОГК-1	102.10	- 20	3.2	7.57%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-7	98.20	- 45	0.4	*13.37%
ЮТК-5	97.30	- 40	2.3	*8.91%
Копейка-1	96.40	- 35	0.6	16.16%

## Лидеры по оборотам

Облигация	Обороты	Тренд
УРСА Банк-7	313	Рост
ТАИФ-1	352	Снижение
УМПО-2	355	Снижение
Газпром-8	435	Снижение
Газпром-9	477	Снижение
РКС-1	792	Снижение
АЦБК-Инвест-3	933	Снижение
РусСтандарт-4	969	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ТКС Банк: start-up на заемные средства

*ТКС Банк – новое имя на рынке кредитных карт, дебютирует на рынке облигаций через полгода после старта проекта*

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа банка «Тинькофф Кредитные Системы» (ТКС Банк, объем 1.5 млрд руб., оферта через 1 год). В отличие от других игроков рынка потребительского кредитования, ТКС Банк выходит на долговой рынок на самой ранней стадии организации бизнеса. Мы полагаем, что участие в размещении по сути близко к *name lending* - необеспеченному кредитованию «под имя» участников проекта.

По нашему мнению, размещение может заинтересовать только инвесторов, склонных верить в высокий потенциал start-up проекта. На наш взгляд, предварительный ориентир по доходности (ставка купона 18%) в данном случае никак не связан с фундаментальными кредитными характеристиками. Доходность будет определяться в основном ожиданиями инвесторов относительно будущего проекта, что скорее типично для первичных размещений акций, чем для рынка облигаций.

*Особенность проекта – акцент на прямые продажи, распространение карт в основном через почтовую рассылку*

ТКС Банк – проект монопродуктового банковского бизнеса со специализацией в сегменте кредитных карт. Проект предполагает инновационный для российского рынка подход к продвижению розничных продуктов - в качестве основного канала продаж выбрана почтовая рассылка карт. В дальнейшем банк планирует задействовать все способы прямых продаж (в т.ч. каналы многоуровневого маркетинга), за исключением открытия собственных офисов. Для погашения задолженности клиентам также предлагаются исключительно дистанционные варианты – почтовые переводы, терминалы по приему наличных, сети банков-партнеров. Одна из главных идей проекта – минимизация операционных расходов. Фактически единственным фронт-офисным подразделением банка является колл-центр, а основные затраты связаны с IT-платформой и риск-менеджментом.

*Главный продукт ТКС-карта «Платинум», которая позиционируется в категории премиум, однако рассчитана на массовый спрос*

На наш взгляд, бизнес-модель ТКС в значительной степени копирует методы работы американских Provident и Capital One Financial, активно работающих в сегменте заемщиков повышенного риска. Поскольку на момент запуска проекта нет никакой информации относительно поведения клиентов, привлеченных посредством прямого маркетинга, ТКС рассчитывает на массовые продажи нескольких пилотных тарифных планов, что позволит быстро накопить статистику и настроить технологические процессы.

*Банку предстоит конкурировать с лидерами рынка потребительского кредитования*

По нашему мнению, целевая группа клиентов ТКС – это заемщики, отвечающие двум критериям: (1) их больше волнует размер ежемесячного платежа, чем эффективная ставка, и (2) они постоянно нуждаются в возобновлении кредитной линии, но при этом достаточно дисциплинированы, чтобы не допускать серьезных просрочек. Очевидно, что с точки зрения клиентской базы ТКС предстоит конкурировать прежде всего с Русским Стандартом, ХКФ, а также банком Ренессанс Кредит. Более того, ТКС ориентируется примерно на ту же базовую ставку, которую предлагают по основным продуктам лидеры рынка – около 36%. Мы отмечаем, что эффективная ставка по кредитным картам как правило значительно превышает этот уровень благодаря очень высоким комиссиям за снятие наличных. Однако о финансовых деталях проекта пока можно судить только по краткому описанию бизнес-модели, представленному в инвестиционном меморандуме.

*Планы очень амбициозны: по данным меморандума, портфель может составить 2.6 млрд руб. уже к концу 2007 года, однако баланс на 1 сентября выглядит достаточно скромно*

Стартовав с нуля летом 2007 года, ТКС планирует уже до конца года сформировать розничный портфель объемом до \$100 млн. К сожалению, финансовые планы банка изложены в инвестмеморандуме весьма схематично, а официальная отчетность по РСБУ за август 2007 года практически бесполезна для прогнозирования показателей ТКС. Все что известно из российской отчетности:

- собственный капитал банка составлял на конец августа около 330 млн руб., активы – 435 млн руб.;
- около 100 млн руб. привлечено в виде депозитов корпоративных клиентов, которые, по информации банка, представляют собой субординированный долг;
- значительная доля активов (68%) пока приходится на корпоративный кредитный портфель, доля кредитов физ.лицам – всего 13% от совокупных активов.

*Ни один из российских специализированных банков не выходил на долговой рынок на столь ранней стадии проекта*

Мы считаем, что выход на рынок рублевых заимствований банка с балансом такого размера и такой структуры – смелый шаг вне зависимости от общей конъюнктуры рынка. По нашему мнению, сравнение с первыми выпусками Русского Стандарта, ХКФ и Ренессанс Кредит также не вполне корректно, т.к. эти банки дебютировали на рынке облигаций, сформировав к дате размещения хотя бы минимальный портфель и кредитную историю:

- Первый рублевый выпуск *Русского Стандарта* в 2001 г. был обеспечен частичной гарантией IFC, поэтому, на наш взгляд, настоящий дебют банка на рынке облигаций состоялся в июне 2003 года, когда БРС разместил 2-й выпуск объемом 1 млрд руб. К моменту размещения портфель составлял около 4.4 млрд руб.; была опубликована отчетность по МСФО и присвоен рейтинг S&P. Ставка купона составила 14%.
- *Хоум Кредит* представил рынку дебютный облигационный займ на 1.5 млрд руб. в сентябре 2004 года. К этому моменту портфель банка уже превышал 7.5 млрд руб.; была опубликована отчетность по МСФО; кредитная история банка включала несколько двусторонних сделок с западными банками. Важным фактором кредитного профиля ХКФ Банка являлась поддержка со стороны сильного акционера - финансовой группы PPF. Ставка купона - 11.25%.
- *Банк Ренессанс Кредит* разместил облигации на 2 млрд руб. в марте 2007 года, ставка купона составила 10.45%. Ренессанс Кредит вышел на рынок значительно позже БРС и ХКФ, однако и он к моменту размещения дебютного выпуска уже сформировал портфель объемом более 12.5 млрд руб., подготовил отчетность по IFRS и получил рейтинги. Кроме того, в 2005 году банк привлек кредит ЕБРР на 0.8 млрд руб., а в 2006 году - разместил два выпуска LPN.

*Конкуренты сначала достигли успехов в POS-кредитовании и лишь затем активизировались в сегменте кредитных карт*

Мы подчеркиваем, что все три банка к моменту выхода на рынок облигаций уже прошли через этап «первоначального накопления» кредитов с нулевого уровня. Наличие отчетности позволило продемонстрировать инвесторам определенные успехи и потенциал роста бизнеса. Кроме того, быстрый рост портфелей всех трех игроков был достигнут не за счет массового выпуска кредитных карт, а в сегменте POS-кредитования.

*ТКС намерен показывать рекордные темпы роста в карточном сегменте*

В отличие от предшественников, ТКС Банк планирует добиться столь же стремительного роста продаж только за счет карточных продуктов. По данным инвестмеморандума, банк планирует увеличить портфель до 14 млрд руб. уже к концу 2008 года. Для сравнения, рекордный рост карточного портфеля ХКФ Банка, который к моменту запуска программы по массовому продвижению кредитных карт уже накопил статистику по клиентам POS-кредитования, составил за 2006 год 8.9 млрд руб.

*Обсуждать перспективы роста портфеля и его качества пока преждевременно*

Мы не исключаем, что ТКС может обладать уникальными технологиями продаж и базой данной потенциальных клиентов. Однако, на наш взгляд, единственным преимуществом ТКС может стать агрессивный маркетинг, нацеленный прежде всего на низкоквалифицированных потребителей. Поэтому мы полагаем, что большинство представителей целевой аудитории ТКС Банка (по крайней мере, на первом этапе) относятся к категории заемщиков с повышенным уровнем риска. Кредитное качество портфеля будет определяться качеством процедур риск-менеджмента и работы с проблемными кредитами, которые банку только предстоит продемонстрировать.

*Источники погашения – рефинансирование на долговом рынке и/или привлечение средств в капитал; для держателей облигаций кредитный риск – очень высокий*

Таким образом, ТКС Банк выходит на долговой рынок на самой ранней стадии организации бизнеса. Организаторы выпуска ориентируют рынок на ставку купона по дебютному выпуску ТКС Банка на уровне 18%. Мы полагаем, что источниками средств для исполнения оферты через 1 год (и даже купонных выплат при столь высокой ставке) могут являться только рефинансирование за счет будущих займов или привлечение средств в капитал.

Ожидаемое приобретение миноритарного пакета акций ТКС Банка (по сообщениям в прессе, около 5%) инвестбанком Goldman Sachs – на наш взгляд, довольно слабый позитивный фактор. По нашему мнению, участие Goldman Sachs подтверждает, что ТКС Банк может быть привлекателен как equity-проект в расчете на ноу-хау в области продвижения розничных банковских услуг, в то время как долговые инструменты, по нашему мнению, связаны с очень высоким кредитным риском.

## X5: приобретение Марки в рамках органического роста

*По информации прессы, X5 ведет переговоры о покупке небольшой столичной сети Марка*

Сегодня в ряде газет появилась информация о возможном поглощении группой X5 небольшой московской сети универсамов «Марка». В публикациях обозначена приблизительная стоимость приобретения – в диапазоне \$30-40 млн, однако сумма сделки может варьироваться в зависимости от того, будет ли приобретена недвижимость «Марки». X5 пока не комментирует эти сообщения.

Мы полагаем, что покупка сети магазинов в московском регионе – позитивная новость с точки зрения операционных показателей X5. По нашему мнению, сделка не окажет влияния на кредитный профиль группы, т.к. X5 вполне может профинансировать приобретение небольшой сети без существенного увеличения долговой нагрузки.

*Новое приобретение позволило бы увеличить темпы роста торговых площадей*

Сеть «Марка» объединяет 12 магазинов в Москве и ближнем Подмосковье площадью от 400 до 1.5 тыс кв.м. Формат магазинов – «экономичный супермаркет». Компания также имеет собственный распределительный центр. Мы полагаем, что новое приобретение прежде всего позволит увеличить темпы роста торговых площадей X5.

*X5 уже имеет опыт приобретения небольших сетей*

Напомним, что в прошлом году X5 приобрела примерно за \$200 млн компанию «Метроном», владеющую супермаркетами «Меркадо». X5 купила сеть «Меркадо» вместе с земельными участками, торговыми и складскими помещениями, а также выкупила долг компании. По информации прессы, летом 2007 года группа также участвовала в тендере на приобретение липецкой сети «Корзинка», включающей 21 магазин. Ориентировочная цена «Корзинки» - около \$110 млн., однако информация о завершении сделки так и не получила подтверждения.

*Сделки до \$100 млн рассматриваются как органический рост...*

Мы отмечаем, что относительно небольшие сделки M&A стоимостью до \$100 млн рассматриваются группой как органическое развитие компании. Наиболее ценным активом, приобретаемым в рамках таких сделок, обычно является торговая недвижимость, генерирующая значительный поток покупателей. После приобретения небольших сетей X5 проводит реконструкцию магазинов и открывает их под своими основными брэндами. При этом эффект от объединения закупок и оптимизации бизнес-процессов должен перекрыть затраты на покупку и издержки, связанные с интеграцией магазинов.

*...и не оказывают существенного влияния на долговые показатели*

На наш взгляд, в 2007 году X5 вполне может позволить себе профинансировать из собственных источников покупки небольших сетей общей стоимостью \$200-250 млн. В 2008 году долг компании может вырасти в связи с необходимостью финансирования сделки по приобретению сети гипермаркетов Карусель (см также наш ежедневный обзор от 17.10.2007г.). Однако и в этом случае показатели долговой нагрузки X5 останутся на умеренном уровне. Собственный ориентир компании по максимальной долговой нагрузке – 3.5x Чистый долг/EBITDA.

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.