

13 сентября 2011 г.

## Пульс рынка

---

- Напряженная ситуация в ЕС по-прежнему способствует сохранению медвежьих настроений на рынках. Появившиеся разговоры о том, что Китай в лице Китайской инвестиционной корпорации для диверсификации своих резервов может выступить покупателем долга ЕС, стали информационным поводом для фиксации прибыли по коротким позициям в акциях. Однако перспектива покупки Китаем долгов проблемных стран пока выглядит весьма туманно. Между тем кредитные свопы на долги периферийных стран ЕС обновили свои максимумы, в частности 5Y CDS на Италию вырос на 70 б.п. до 506 б.п. Вчера Италия разместила годовые векселя на сумму 11,5 млрд евро со ставкой 4,153% годовых, в то время как на прошлом аукционе ставка составила 2,959%. Отметим, что суверенный долг страны составляет 1,9 трлн евро, что повышает чувствительность бюджета к росту процентных ставок. До конца года ей требуется привлечь порядка 70 млрд евро для рефинансирования долга и покрытия бюджетного дефицита.
- Минфин РФ сократил программу заимствований на рынке ОФЗ до конца сентября со 115 млрд руб. до 30 млрд руб., которые будут представлены тремя выпусками ОФЗ 26205 (10 лет), ОФЗ 26206 (6 лет), ОФЗ 25079 (4 года). В последнем квартале этого года будут предложены ОФЗ на сумму 90 млрд руб. (по 40 млрд руб. в октябре и ноябре и оставшиеся 10 млрд руб. в декабре), а чистое размещение составит лишь 60 млрд руб. Мы ожидали подобного сокращения (см. обзор от 1.09.2011 г.): оно связано с превышением фактических доходов над плановыми. Так, профицит федерального бюджета с начала года составил 759 млрд руб., и по итогам года дефицита не ожидается. Мы считаем, что Минфин не будет предлагать заметной премии к рынку на аукционах.
- Завтра Минфин предложит инвесторам длинные ОФЗ 26205 (YTM8,17%) в размере 10 млрд руб. Мы не ожидаем большого спроса на аукционе, несмотря на объявленное сокращение программы заимствований. При текущей высокой волатильности ставок и неопределенности на рынке столь длинные бумаги могут быть интересны только для закрытия коротких позиций.
- Новая ставка купона по выпуску Акрон-2 номиналом 3,5 млрд руб. была установлена на уровне 8,2% годовых, что соответствует доходности YTM8,3% годовых к погашению в сентябре 2013 г. (исходя из цены по номиналу в дату оферты 26 сентября). Такой уровень доходности в целом не предлагает премию к рынку, тем не менее, присутствие выпуска в котировальном списке A1 может заставить часть инвесторов не предъявлять бумаги. Позитивной новостью для кредитного профиля компании стало вчерашнее решение Правительства об индексации тарифов на газ с 1 июля 2012 г. По нашим оценкам, снижение среднегодового темпа роста цен на газ с 15% до 7,5% приведет к сохранению в 2012 г. EBITDA на уровне 2011 г. против ожидавшегося нами снижения на 3,5-4,0% год-к-году, в то время как рентабельность по EBITDA может сократиться всего на 1,2 п.п. против 2,5 п.п. (при индексации на 15%) до ~27,5%.

## Темы выпуска

---

- ТКС банк увеличил зависимость от оптового фондирования
-

## ТКС банк увеличил зависимость от оптового фондирования

Еще одно полугодие динамичного роста карточных кредитов

ТКС банк (-/B2/B), динамично развивающийся банк из ТОП-150 российских банков по размеру активов, представил финансовую отчетность по МСФО за 1П 2011 г., которую мы в целом оцениваем позитивно. Кредитный портфель, состоящий практически полностью из кредитных карт, вырос на 76%, заметно опередив среднерыночную динамику. По нашим оценкам, чистая процентная маржа за отчетный период составила почти 39%, что более чем на 4 п.п. выше, чем за весь прошлый год. С точки зрения качества, кредитный портфель не преподнес неприятных сюрпризов: показатель NPL в общем объеме кредитов физлицам сократился с 3,3% до 2,8%. Банку удается поддерживать столь впечатляющие темпы роста в том числе за счет вливаний акционеров в капитал. В 1П 2011 г. он был увеличен на 85%, что привело к повышению коэффициентов достаточности капитала (отношение Капитал/Активы повысилось с 10,6% до 11,3%). Тем не менее, по нашим оценкам, для поддержания столь высоких темпов роста ТКС потребуются дополнительное увеличение капитала.

В тыс. долл., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	716 640	405 136	+77%
Кредиты и авансы клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	593 406	341 623	+74%
розничные	591 319	339 385	+74%
корпоративные	2 087	2 238	-7%
Кредиты и авансы клиентам, нетто	556 716	316 418	+76%
NPL (90+) по кредитам физлицам	2,8%	3,3%	-0,5 п.п.
Чистая процентная маржа	38,8%	34,5%	+4,3 п.п.
Остатки на счетах клиентов	20 055	11 729	+71%
Депозиты клиентов	221 126	162 420	+36%
Собственные средства	81 369	43 865	+85%

  

В тыс. долл., если не указано иное	1П 2011 г.	1П 2010 г.	изменение
Чистый процентный доход	99 240	37 031	+2,7x
Операционные доходы	55 958	23 186	+2,4x
Чистая прибыль	18 327	4 147	+4,4x

Источник: отчетность ТКС, оценки Райффайзенбанка

Качество портфеля не вызывает опасений

В абсолютном выражении объем выданных карточных кредитов увеличился за полгода более чем на 7 млрд руб. Для сравнения карточный портфель Русского Стандарта за этот период вырос на 5,7 млрд руб., ХКФ - 0,3 млрд руб.

Агрессивный рост произошел не в ущерб качеству кредитного портфеля, о чем, помимо снижения NPL, свидетельствует размер списаний, который за 1П 2011 г. составил 7,3 млн долл. (~1,3% от портфеля), в то время как за аналогичный период прошлого года - 10 млн долл. (~4,3% от портфеля). В абсолютном выражении размер просроченной задолженности вырос на 21%, что уступает динамике увеличения кредитов. Банк придерживается консервативной политики по резервированию, формируя резервы на уровне 220% от NPL.

Увеличение кредитного портфеля профинансировано долговыми ценными бумагами

Обязательства банка увеличились пропорционально росту портфеля (до 635 млн долл.), в основном за счет размещения долговых ценных бумаг, объем которых вырос на 160% до 374 млн долл. В феврале ТКС разместил выпуск рублевых облигаций номиналом 1,5 млрд руб. со ставкой купона 14% годовых, по которому предусмотрена оферта в августе 2012 г. В апреле были выпущены евробонды номиналом 175 млн долл. и ставкой купона 11,5% годовых к погашению в 2014 г. Конкурентные условия по вкладам позволили банку нарастить привлеченные депозиты на 40% до 221 млн долл. (более 90% - вклады физических лиц).

ЧПМ выше, чем у Русского Стандарта и ХКФ

В части прибыльности показатели ТКС банк выглядят лучше большинства розничных банков. Так, его чистая процентная маржа составляет 38,8%, тогда как у Русского Стандарта и ХКФ - 17,8% и 22,5%, соответственно. Даже после создания резерва чистая процентная маржа ТКС превышает 32%. Процентные доходы увеличились на 140%, в то время как процентные расходы

**Высокая зависимость от оптовых источников финансирования является причиной долгосрочных рисков**

выросли лишь на 88% в 1П 2011 г. по сравнению с 1П 2010 г.

Из публичных долговых ценных бумаг в следующие 12 месяцев после отчетной даты банку предстоит исполнить обязательства по двум выпускам рублевых облигаций номиналом 1,5 млрд руб. каждый. Оферта по выпуску ТКС БО-2 предусмотрена 29 ноября этого года, а по ТКС БО-3 - 21 августа 2012 г. Денежные средства в объеме 75 млн долл. (что достаточно для исполнения оферты по ТКС БО-2) размещены в краткосрочные МБК.

Мы ожидаем, что в случае улучшения конъюнктуры ТКС банк может вновь выйти на первичный рынок (зарегистрировано 4 выпуска на сумму 7 млрд руб). Высокая процентная маржа позволяет эмитенту предоставлять премию к рынку.

Высокая зависимость от оптовых источников финансирования (составляющих порядка 60% от всех обязательств) подвергает ТКС банк повышенным рискам рефинансирования в долгосрочной перспективе. В случае полного закрытия долговых рынков банку придется сосредоточиться на увеличении подушки ликвидности за счет приостановки выдачи кредитов.

**Бумаги ТКС БО-2 - хороший выбор в сегменте high yield**

В сегменте облигаций эмитентов с близким набором кредитных рейтингов бумаги ТКС банка предлагают наибольшую доходность, в частности, выпуск ТКС БО-2 имеет доходность YTP14,1% (дюрация 0,21 года), а выпуск ТКС БО-3 торгуется на уровне YTP15,0% (дюрация 0,91 года). Мы полагаем, что короткие ТКС БО-2 могут быть интересны инвесторам, предпочитающим вложения в высокодоходные бумаги.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.