

## БАНК «ТИНЬКОФФ КРЕДИТНЫЕ СИСТЕМЫ» (ВЗ/NR/В-): НОВОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТ ЭМИТЕНТА ДАЕТ ДО 600-700 БП ПРЕМИИ К БАНКОВСКИМ ВЫПУСКАМ СО СХОЖИМ РЕЙТИНГОМ

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ +7 495 647-2360  
leonid.ignatiev@trust.ru

ЮЛИЯ САФАРБАКОВА  
yulia.safarbakova@trust.ru  
+7 495 786 23 48

На прошлой неделе банк «Тинькофф Кредитные Системы» (ТКС банк) закрыл книгу на покупку 2-го выпуска 3-летних биржевых облигаций по ставке купона 16.5%, которая предполагает доходность УТР 17.18% к оферте через 1 год. Объем размещения составляет RUB1.5 млрд. Напомним, что ориентир по купону при размещении составлял 15-17%, т.е. книга закрылась ближе к верхней границе.

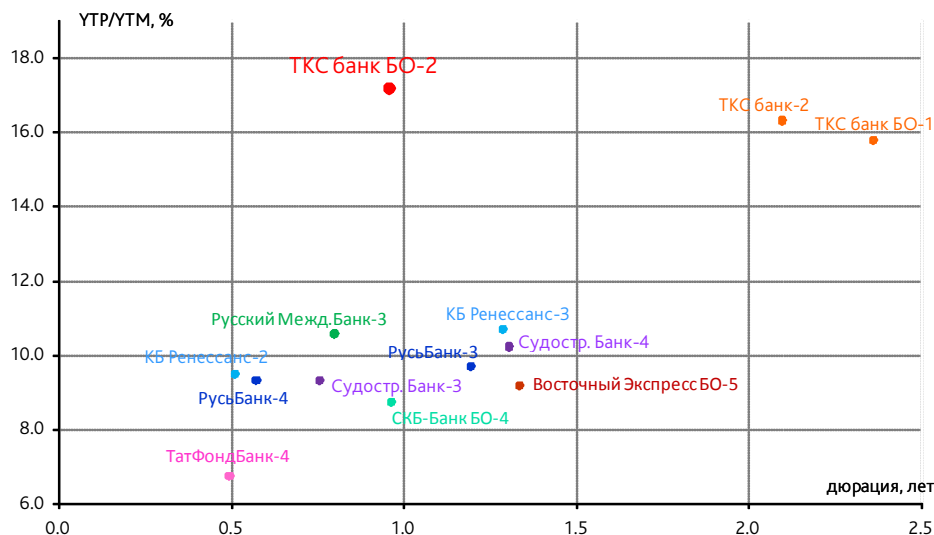
Мы считаем доходность бумаг интересной для банков 3 эшелона и ожидаем роста котировок облигаций на вторичном рынке. На наш взгляд, потенциал сужения спреда к прочим банковским эмитентам с рейтингом категории В2/В3 составляет как минимум 300 бп. Мы принимаем в расчет и то, что 2 обращающихся выпуска банка имеют более длинную дюрацию с меньшими доходностями. Ранее размещенные эмитентом бумаги **ТКС банк-2** (RUB1.4 млрд. в июле 2010) и **ТКС банк БО-1** (RUB 1.6 млрд. сентябре 2010) предлагают доходность на уровне УТМ16.32% и УТМ15.78% на горизонте 2-2.5 года. В этой связи новый выпуск в явной форме предлагает премию инвесторам в 90 -140 бп даже относительно более длинных инструментов.

С одной стороны, нам нравится банковский start-up проект г-на Тинькова из-за новизны и оригинальности идеи для российского рынка, высокого уровня рентабельности и гибкости бизнес-модели. Также мы склонны рассчитывать на поддержку акционеров в случае необходимости, в том числе посредством инвестирования в развитие бизнеса. Нельзя сбрасывать со счетов и публичность самого г-на Тинькова и его высокую политическую волю как акционера иметь хорошее бизнес-реюме в будущем и, отсюда, положительную кредитную историю его бизнесов.

С другой стороны, незначительный масштаб деятельности, отсутствие отлаженного и проверенного временем скоринга и риск-менеджмента, небольшой срок существования банка требуют значительной рыночной компенсации. В частности, нас смущает агрессивное расширение бизнеса, которое может привести как к ухудшению качества активов, так и потребовать вливания капитала. Полностью дистанционная модель взаимодействия с клиентами выглядит отчасти революционно и служит поводом для предложения дополнительной премии в меру консервативному долговому рынку. Слабым местом банка мы считаем ограниченный доступ к источникам фондирования в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры.

Тем не менее, значительную премию к банкам с аналогичными рейтингами для ТКС банка (600-700 бп) мы находим не оправданной и ждем, что такой резонансный спред долго существовать не будет. Кроме того, подобных ценовых предложений на рынке со сроком на 1 год просто нет. Мы рекомендуем обратить внимание инвесторов, склонных к риску, на облигации **ТКС БО-2**.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ БУМАГ БАНКОВ С КРЕДИТНЫМИ РЕЙТИНГАМИ УРОВНЯ «В2/В»-«В3/В-»





## ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Банк Тинькофф Кредитные Системы (ТКС) был организован в 2006 как start-up проект российским предпринимателем Олегом Тиньковым, у которого в настоящий момент и сосредоточен контрольный пакет акций банка. Помимо г-на Тинькова, в структуре собственности фигурируют зарубежные инвестиционные фонды Vostok Nafta и Goldman Sachs, которые в ноябре 2010 г. увеличили свои доли до 17% и 14% соответственно за счет исполнения варрантов.

ТКС банк специализируется на розничном кредитовании посредством выпуска и дистанционного обслуживания кредитных карт. Для осуществления всех банковских операций используются только терминалы и банкоматы агентов-партнеров, call-центр, интернет и почтовая служба. Все это позволяет минимизировать фиксированные издержки бизнеса (банковских филиалов и отделений попросту нет) и гибко управлять операционной эффективностью.

Подобная модель деятельности требует как эффективной скоринговой системы по отбору кредитоспособных заемщиков, так и эффективную модель привлечения клиентов. Поиск клиентов осуществляется преимущественно через почтовые рассылки и интернет, при этом доля отклика (2-3% по почтовым рассылкам) достаточно высока для рынка, как и потенциал расширения клиентской базы. Для анализа заемщиков банк использует как внешние базы данных с кредитной историей клиентов, так и внутренние механизмы отбора клиентов (предварительный отсев по анкетам, последующий мониторинг платежей и управление лимитами).

По данным на 1П 2010 банк занимает 7 место на российском рынке кредитных карт, покрывая 4% пользователей. В долгосрочных планах ТКС банк намерен увеличить долю рынка до 10% на фоне роста кредитных карт в обращении по системе в целом.

На текущий момент банку, как и ожидаемому выпуску облигаций, присвоены рейтинги от Moody's (B3) и Fitch (B-).

**Таблица. Основные Финансовые показатели ТКС банка**

МСФО, USD млн.	2008	1П 09	2009	1П 2010
Чистые процентные доходы	47	44	92	50
Операционные доходы до резервов	22	43	89	51
Операционные расходы	-35	-12	-25	-18
Отчисления в резервы	-30	-24	-37	-28
Чистая прибыль	-45	6	18	5
Денежные средства	31	7	19	48
Кредитный портфель, гросс	173	188	203	235
Резервы	-33	-42	-29	-34
Кредитный портфель, нетто	140	146	174	201
Синдицированные кредиты	50	52	80	67
Средства клиентов	8	4	13	75
Долговые ценные бумаги размещенные	106	88	89	55
Собственный капитал	16	20	35	38
Активы	194	175	212	270
<b>Показатели</b>				
Доходность собственного капитала (ROAE)	-543.5%	68.2%	70.8%	25.1%
Доходность активов (ROAA)	-46.1%	6.7%	9.0%	3.8%
Расходы/доходы	163.4%	28.1%	28.1%	34.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	46.3%	45.1%	44.2%	40.2%
NPLs (свыше 30 дней)/кредиты	15.1%	13.2%*	15.8%	12.9%
Резервы/кредиты, (x)	0.2	0.2	0.1	0.1
Резервы/NPLs	193.0%	169.2%	90.6%	112.9%
Достаточность капитала (H1)	14.1%	25.0%	28.3%	19.1%

\*Просроченная задолженность свыше 30 дней по РСБУ  
Источник: данные банка, НБ «Траст»

## ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ДЕТАЛИ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Наиболее интересные моменты кредитного профиля компании и результатов финансовой деятельности за 2010 г. выглядят следующим образом:

- **Гибкость бизнеса.** Бизнес-модель позволяет гибко управлять расходами в части регулирования активности по привлечению клиентов и затрат на персонал в зависимости от стадии развития бизнеса. Так, совокупные затраты по этим статьям варьировались в диапазоне USD7-17 млн. за полугодие, в частности, расходы за 1П 2010 г. эквивалентны значениям за весь 2009 год. Подобная система оптимизации затрат позволяет банку неплохо справляться с кризисными явлениями, позволяя накапливать ликвидные средства. Тем не менее, в силу еще



несущественного объёма деятельности, операционную эффективность банка сложно назвать выдающейся (показатель «Расходы/Доходы» составляет около 30-35%).

- **Высокий уровень рентабельности бизнеса.** Несмотря на кризис, банк продемонстрировал неплохие показатели по P&L (ROAE 71% в 2009), что отчасти обуславливается как сокращением затрат, так и высокой степенью маржинальности бизнеса. Эффективные ставки по кредитам достигают 40-50%, к тому же существенны объёмы комиссий за операции по кредитным картам (до 6-7%), которые, кстати, включаются в процентные доходы. В итоге процентные поступления успешно покрывают достаточно высокую стоимость фондирования, обеспечивая NIM выше 40%.
- **Экспансия рынка:** с начала 2010 года банк ведет активную политику по расширению кредитного портфеля. По словам менеджмента, объём кредитного портфеля уже составил больше RUB10 млрд., т.е. увеличился практически в 2 раза с начала года. Тем не менее, мы с осторожностью относимся к качеству подобного роста, результаты которого скажутся позднее (средний срок кредита составляет 12 месяцев).
- **Стабилизация качества кредитного портфеля:** по итогам 9М 2010 г. доля NPLs свыше 90 дней (до 180 дней) в кредитном портфеле сократилась до 4.1%, а доля реструктурированной задолженности не превышает 2-3%. Помимо опережающего роста кредитного портфеля и лага между выдачей кредита и выявлением просроченной задолженности, подобные результаты стали возможными и в том числе благодаря мониторингу качества заемщиков и работе с коллекторами (при просрочке выше 180 дней).
- **Улучшение структуры фондирования,** в том числе за счет оптимизации сроков погашения долга. Развитие депозитной программы, а также выпуск облигаций банка летом позволили существенно продлить срочность пассивов банка. Отметим, что в 2010 банк активизировал программу по привлечению депозитов клиентов посредством интернета и почтовых рассылок, нарастив их в 7 раз с апреля по ноябрь 2010 г. до более чем RUB2.0 млрд (по данным РСБУ). Таким образом, доля депозитов составила около 40% в пассивной части баланса, менеджмент планирует придерживаться доли 30-40% для депозитов и в дальнейшем.
- **Позиция ликвидности:** гибкое управление денежных потоков позволяет банку в короткие сроки аккумулировать значительный для банка объём денежных средств (до 5-10% от кредитного портфеля за месяц, не считая последующих затрат), а также поддерживать уровень ликвидных средств на комфортном уровне по мере необходимости.
- **Достаточность капитала.** По итогам 1П 2010 г. банк обладал высоким уровнем достаточности капитала (19.1% по РСБУ), но при агрессивной рыночной экспансии банку рано или поздно потребуется вливание капитала. По заявлениям менеджмента банка, это не представляет проблем из-за высокого интереса инвестиционных фондов к ТКС банку. К тому же, руководители банка не исключают возможности привлечения субординированного займа в среднесрочной перспективе. Также в стратегических планах намечена реализация IPO через 3 года.