

Комментарий

по рынку рублевых облигаций

Четверг, 29 ноября 2012 года

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Инвестиционного департамента
+7 (495) 777 10 20, ib@psbank.ru

ГРИЦКЕВИЧ ДМИТРИЙ

Аналитик

gritskevich@psbank.ru

Суборд ТКС Банк-18:

рублевая доходность около 17% годовых

Высокий риск

Средний риск

Низкий риск

ТКС Банк (B2/—/B) 28 ноября объявил об открытии книги на дебютный выпуск долларовых еврооблигаций сроком 5,5 лет. Ориентиром по купону было объявлено значение около 14% годовых.

В целом данная ставка по валютному выпуску выглядит очень интересно, предлагая около 200 б.п. премии к кривой старших (несубординированных) траншей еврооблигаций Банка. При этом, аналог рублевой доходности данного выпуска с использованием валютного свопа или форварда ориентировочно может составить более 17% годовых, что выглядит крайне привлекательно для инвесторов, имеющих рублевое фондирование.

Минимальным торговым лотом евробондов обычно является объем в \$200 тыс. Кроме того для операции валютный своп необходимо внести депозит в размере около 27% от суммы сделки, в результате чего минимальным объемом инвестирования является сумма около \$254 тыс. в рублевом эквиваленте.

Суть инвестиционной идеи сводится к заключению сделки валютный своп с банком-брокером, первым шагом которой является покупка валюты за рубли, после чего инвестор может купить долларовый евробонд на внебиржевом рынке через брокера. Завершающим этапом сделки выступает продажа евробонда и конвертация полученной валюты обратно в рубли по курсу, предусмотренным сделкой «валютный своп».

На наш взгляд, оптимальным сроком инвестирования является 1 год. В этом случае инвестор несет на себе помимо кредитных рисков эмитента (ТКС Банка) еще и рыночный риск изменения цены евробонда в момент исполнения второй части конверсионной операции в

рамках валютного свопа. Учитывая высокую премию по размещаемому выпуску к рынку, а также ожидания сохранения низких глобальных ставок, данный риск выглядит как приемлемый.

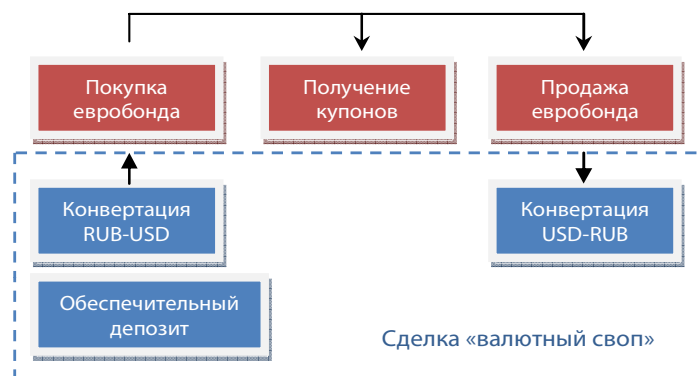
В качестве примера рассмотрим участие в размещении субординированного выпуска ТКС Банка и покупку 1 лота на \$200 тыс. по номиналу. Для конвертации рублей в доллары использована первая часть сделки валютного свопа по рыночному курсу в момент сделки (31,05 руб.). При этом в рамках сделки через год зафиксирован курс обратной конвертации долларов в рубли на уровне 32,7 руб. (+1,65 руб. к спот-рынку). Обеспечительный депозит под сделку своп, как было отмечено выше, составит порядка 27% от суммы сделки. При размещении его в рублях ставка на год составит около 10% годовых.

Через год инвестору для закрытия второй части свопа необходимо продать евробондов. При консервативном расчете примем цену продажи равной номиналу (в случае продажи евробонда выше номинала инвестор, соответственно, получит дополнительный доход). В результате суммарный доход инвестора составит 2 купонные выплаты в долларах по евробонду по ставке 14% годовых, доход от обеспечительного депозита 10% годовых и прибыль по сделке валютный своп, исходя из разницы зафиксированных курсов (в данном случае 5,3% годовых). Таким образом, суммарный рублевый доход инвестора составим около 17,3% годовых. Для сравнения на локальном рынке доходность самого длинного выпуска ТКС Банк, БО-03 с дюрацией 1,13 года составляет 12,6% годовых.

Отметим, что в случае необходимости инвестор имеет возможность закрыть данную комбинацию сделок досрочно. В этом случае своп будет закрыт обратным свопом с нетто-расчетом финансового результата. При этом проценты по обеспечительному депозиту будут потеряны. Также возможна и пролонгация свопа через год с нетто-расчетом результата по сделке без физической продажи евробонда.

TCS-18 (s)

Рейтинги эмитента (Moody's / S&P / Fitch)	B2/—/B
Рейтинги эмиссии	B3/—/—
Валюта эмиссии	USD
Формат, тип эмиссии	RegS only, LPN, Subordinated (Lower Tier II)
Срок обращения	5,5 лет.
Купон (ориентир)	14,0%



Пример расчета сделки

I часть сделки "валютный своп"				
	Рубли	Доллары	Примечание	
Основная сумма, руб.	6 210 000	200 000	курс	31.05
Депозит	1 679 184		ставка	10%
Итого:	7 889 184			
II часть сделки "валютный своп"				
TCS-18, купон	869 400	28 000	купон	14%
Своп 1Y	6 540 000	200 000	курс	32.7
Депозит + %%	1 847 102		ставка	10%
Итого:	9 256 502			
P&L	1 367 318			
P&L, %	17.3%			

Справка:

ТКС Банк — банк, специализирующийся на дистанционном обслуживании клиентов на рынке потребительского кредитования. Ключевая стратегия развития Банка — низкозатратная эффективная сеть привлечения клиентов, предполагающая отсутствие филиалов: Интернет, прямая почтовая рассылка, агенты по продажам. Не будучи ограниченным географией филиальной сети, ТКС Банк может предоставлять свои услуги в любой точке России, где имеется почтовое отделение или доступ в интернет. Контрольный пакет акций ТКС Банка принадлежит Олегу Тинькову. В 2007 году в число совладельцев Банка вошел международный инвестиционный банк Goldman Sachs, в 2008 году — фонд Vostok Nafta Investment Limited, в 2012 году — Baring Vostok и Horizon Capital.

Работая по западной бизнес-модели, ТКС Банк продемонстрировал высокие темпы роста бизнеса за последние годы. По итогам 9 мес. 2012 г. банк вдвое увеличил активы – до 65,4 млрд. руб., кредитный портфель вырос на 85% - до 44,1 млрд. руб. В силу равномерного распределения кредитного портфеля по всей стране географическая концентрация риска портфеля находится на низком уровне — не более 5% клиентской базы на регион. Кроме того, система привлечения клиентов ТКС Банка позволяет существенно снизить потери от мошенничества, в результате чего просрочка кредитного портфеля Банка остается на консервативном уровне (4,6% по РСБУ на начало октября 2012 г.).

Основой ресурсной базы являются средства клиентов, которые составляют более 70% пассивов Банка. Коэффициент достаточности капитала Н1 ТКС Банка находится на комфортном уровне – 13,7%, что сохраняет upside для дальнейшего наращивания кредитного портфеля.

ТКС Банк

	2011		9М2012		Δ, %
АКТИВЫ	32 786	100%	65 354	100%	99%
Денежные средства	2 675	8%	8 020	12%	200%
Размещенные МБК	3 599	11%	8 934	14%	148%
Ценные бумаги	263	1%	0	0%	-100%
Кредиты	23 802	73%	44 096	67%	85%
Основные средства	179	1%	252	0%	41%
Прочие активы	2 268	7%	4 052	6%	79%
ПАССИВЫ					
Средства ФЛ	11 457	35%	22 241	34%	94%
Средства ЮЛ	8 712	27%	16 804	26%	93%
Долговые ценные бумаги	5 535	17%	8 368	13%	51%
Прочие обязательства	979	3%	6 413	10%	555%
Итого обязательств	26 683	81%	53 825	82%	102%
Капитал	3 823	12%	6 857	10%	79%
РВП	2 279	7%	4 564	7%	100%
Просрочка	4.11%		4.60%		
Н1	14.0		13.7		

Источник: данные РСБУ-отчетности, анализ Промсвязьбанка

ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва, ул. Смирновская, 10, стр. 22

Круглосуточная информационно-справочная служба банка8 800 555-20-20 (звонок из регионов РФ бесплатный)
+7 (495) 787-33-34**Инвестиционный департамент**т.: +7(495) 733-96-29;
8 800 700-9-777 (звонок из регионов РФ бесплатный)
ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-37
E-mail: ib@psbank.ru**Руководство****Зибарев Денис Александрович**zibarev@psbank.ruВице–президент — Директор
департамента**Тулинов Денис Валентинович**tulinov@psbank.ru

Руководитель департамента

Субботина Мария Александровнаsubbotina@psbank.ruЗаместитель руководителя
департамента**Продажи продуктов брокерского обслуживания****Павленко Андрей Викторович**pavlenko@psbank.ru

Начальник управления

(495) 411-5139

Федосенко Игорь Юрьевичfedosenkoiy@psbank.ru

Акции, фьючерсы, облигации

(495) 705-9769

Кокорин Сергей Васильевичkokorin@psbank.ru

Акции и фьючерсы

(495) 411-5138

Хмелевский Иван Александровичkhmelevsky@psbank.ru

Облигации

(495) 411-5137

Оформление документов и сопровождение клиентов**Шабунина Ольга Александровна**shabuninaoa@psbank.ru(495) 777-10-20 доб.
77-47-74**Ильязарова Татьяна Владиславовна**ilyazarova@psbank.ru(495) 777-10-20 доб.
77-47-73**Аналитика****Шагов Олег Борисович**shagov@psbank.ru

Акции

(495) 777-10-20 доб.
77-47-34**Гусев Владимир Павлович**gusevvp@psbank.ru

Акции

(495) 777-10-20 доб.
77-47-83**Грицкевич Дмитрий Александрович**gritskevich@psbank.ru

Облигации

(495) 777-10-20 доб.
77-47-14