

## Пульс рынка

- **Диссонанс на рынках усиливается.** В конце прошлой недели американские акции продолжили рост (S&P: + 0,2%), обновив в очередной раз исторические максимумы, при этом доходности на рынке UST остались вблизи локальных минимумов (YTM 2,48% для 10-летних бондов). Противоречие заключается в том, что рост американских акций и низкие доходности бондов предполагают дальнейшее стимулирование экономики США, несмотря на то, что макроданные указывают на явное улучшение состояния рынка труда и появление инфляционных рисков. Также удивление вызывает и минимальная волатильность на рынках: так, значение индекса волатильности VIX опустилось до многолетнего минимума, в то время как неопределенность остается высокой, в частности, в отношении монетарной политики, проводимой ФРС. Росту рынков способствует, прежде всего, риторика главы ФРС, которая пока не собирается повышать ключевую ставку, равно как и ускорять темп сокращения QE. В пятничном заявлении Ч. Плоссера не прозвучало ничего нового. По его мнению, спад ВВП в 1 кв. является временным, и по итогам этого года экономика вырастет на 3%, уровень безработицы опустится ниже 6%, а инфляция составит 2%. Кроме того, некоторые инвесторы ожидают, что ЕЦБ (заседание которого намечено на 5 июня) может задействовать такие нетрадиционные меры, как отрицательные ставки по депозитам для стимулирования экономической активности. Есть и мнение о том, что низкие доходности UST связаны с интервенциями Китая для ослабления курса юаня к доллару (=повышения конкурентоспособности своих товаров/услуг по отношению к другим странам). Естественно, любой дисбаланс заканчивается коррекцией рынков, однако, ее не стоит ожидать, пока ФРС не думает о повышении ставок и сокращении своего баланса. На российском рынке евробондов наблюдалось затишье. Газпром сегодня подтвердил получение от Украины 786 млн долл. из общей задолженности 2,2 млрд долл. за поставленный газ до 1 апреля, режим предоплаты был сдвинут на 9 июня. Позитиву на российском рынке не способствует то, что США призывают ЕС проводить жесткую линию в отношении РФ.
- **Транснефть (BBB-/Ba1/-): возврат НДС обеспечил рост денежного потока.** В пятницу компания опубликовала нейтральные результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО. Выручка осталась на уровне прошлого квартала (188 млрд руб.), т.к. последняя индексация тарифов проводилась в ноябре 2012 г. (+5,5%). Тем не менее, Транснефти удалось увеличить EBITDA на 5% кв./кв. (до 92 млрд руб.), рентабельность по этому показателю выросла с 59,2% до 62,6% благодаря более низкому уровню расходов (из-за сезонного сокращения затрат на материалы (-26% кв./кв. до 4,8 млрд руб.) и услуги по ремонту (-46% кв./кв. до 1,9 млрд руб.)). Операционный денежный поток вырос на 45% кв./кв. до 100 млрд руб. на фоне возврата НДС и других налогов (40 млрд руб.). Сезонное сокращение капвложений составило 19% кв./кв. (до 60,1 млрд руб., что, однако, на 32% выше г./г.). В результате свободный денежный поток увеличился на 5% г./г. до 40,1 млрд руб. Долговая нагрузка не изменилась (Чистый долг/ LTM EBITDA - 1,33x). Напомним, до 2017 г. Транснефть не планирует привлекать новый долг. Однако к 2020 г., по прогнозам менеджмента, общий долг вырастет на 5% до 600 млрд руб. Вероятно, в среднесрочной перспективе (до 2017 г.) компания действительно не нуждается в дополнительном финансировании, и, скорее всего, способна самостоятельно профинансировать возросшую инвестпрограмму (372,6 млрд руб. в 2014 г.) и дивидендные выплаты (7,9 млрд руб. в 2014 г.). Так, по итогам 1 кв. 2014 г. остаток денежных средств на балансе составлял ~109 млрд руб., при этом дополнительные поступления от операционной деятельности в этом году могут превысить 250 млрд руб. Наша рекомендация покупать бонды TNEFT 18 от 14 апреля реализовалась: доходность снизилась на 45 б.п. до YTM 3,87%. Мы по-прежнему считаем интересной покупку этих среднесрочных бумаг, в том числе с точки зрения удешевления стоимости рублевой ликвидности (с использованием долларов, которые сейчас в избытке), привлекаемой у ЦБ РФ: ставка РЕПО составляет 7,5%, а валютного свопа - 8,5%, кроме того, на номинал бумаги начисляется купон 8,7% годовых. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

## Темы выпуска

- **ХКФ Банк: убыточный квартал из-за возросшей стоимости риска**

## ХКФ Банк: убыточный квартал из-за возросшей стоимости риска

Резервы "съели" всю процентную прибыль

ХКФ Банк (-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2014 г., которые произвели на нас негативное впечатление. Стагнация кредитования сменилась его спадом (на 3,7% кв./кв. до 319,6 млрд руб.), что отражает ужесточение процедуры одобрения кредитных заявок в ответ на продолжающееся ухудшение качества кредитов. Стоимость риска поднялась 17,6% в 2013 г. до 23,6%, заметно превысив уровень чистой процентной маржи - 19,7% (резервы "съели" всю чистую процентную прибыль). Ухудшение качества потребительских кредитов продолжилось как в целом по системе, так и по портфелю банка: показатель NPL 90+ увеличился на 7,7 п.п. до 13,8%. Столь сильный рост просрочки привел к чистому убытку в размере 3,3 млрд руб. Благодаря снижению кредитного портфеля убыток оказал лишь умеренное давление на капитал: его достаточность уменьшилась на 1,5 п.п. (до 15,1% для капитала 1-го уровня). Банк имеет высокий запас капитала: на основе РСБУ показатель достаточности основного капитала составил 9,7% при минимально допустимых 5,5%. По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать появление новых проблемных кредитов в размере 30% портфеля.

Банк сохраняет высокий запас прочности

### Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка

В млн руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	341 972	358 934	-5%
Кредиты клиентам до резервов	319 583	331 778	-4%
NPL 90+/Кредитный портфель	13,8%	11,7%	-2,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	49 695	62 466	-20%
Депозиты клиентов	184 621	200 447	-8%
Собственный капитал	51 737	55 196	-6%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	22,1%	23,5%	-1,4 п.п.
ROAA	-3,7%	3,1%	-6,8 п.п.

  

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	14 590	15 941	-8%
Чистый комиссионный доход	4 349	6 523	-33%
Операционные доходы	19 055	22 803	-16%
Расходы/доходы	35,4%	31,2%**	+4,2 п.п.
Чистая прибыль	-3 271	1 723	н/а
Чистая процентная маржа	19,7%	19,7%**	-

\* включая субординированные бонды

\*\* за 2013 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель сокращается...

В структуре портфеля спад кредитования произошел как в сегменте кредитов наличными, так и в POS-кредитовании - на 4,7 млрд руб. и 9,4 млрд руб. до 203,7 млрд руб. и 67 млрд руб., соответственно. Незначительный прирост наблюдался в кредитных картах и ипотеке. Замедление является следствием как ужесточения процедуры выдачи кредитов в ответ на ухудшение их качества, так и невысоким спросом на новые кредиты.

... а его качество ухудшается быстрыми темпами

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении в 1 кв. 2014 г. увеличился на 5,5 млрд руб. до 44,1 млрд руб., объем списанных кредитов составил 10,2 млрд руб. (на 24% выше, чем в 4 кв.), из них большая часть (68%) пришлось на кредиты наличными. В 1 кв. ХКФ Банк продал работающие кредиты на 6,8 млрд руб. связанной стороне (с небольшой прибылью). Банк продолжил повышать норму резервирования - на 2,6 п.п. до 16,4%. Покрытие резервами NPL (119%) не выглядит избыточным (принимая во внимание размер списаний). Ухудшение качества потребкредитов является общей тенденцией для банков РФ, что обусловлено насыщением рынка на фоне вялого экономического роста. Пик роста NPL 90+ менеджмент банка ожидает к середине этого года. При этом, динамика показателя по кредитам, выданным в 2013 г., заметно лучше, чем по кредитам, которые были выданы в 2011-2012 гг. В целом с резким ухудшением качества кредитов банк уже сталкивался в 2009 г., собственный капитал и поддержка со стороны акционеров вместе позволили покрыть проблемные кредиты, достигшие

**Риски  
рефинансирования  
незначительны**

30% портфеля, однако, тогда ситуация была несколько проще из-за более мягкого регулирования со стороны ЦБ РФ (сейчас коэффициенты риска увеличиваются вместе с процентной ставкой по кредитам).

Со счетов клиентов в 1 кв. продолжился отток средств (20 млрд руб., большая часть - депозиты физлиц). Недостаток был восполнен на рынке МБК (+17,5 млрд руб.). В целом в условиях снижения кредитной активности отток средств со счетов клиентов не создает существенного дефицита ликвидности. Риски рефинансирования незначительны: 67% всего кредитного портфеля имеет срок до погашения 12 месяцев (~22 млрд руб. в месяц), что на 96% покрывает все клиентские средства. Менеджмент банка не планирует до конца года размещать долговые ценные бумаги.

**Торговых идей в  
облигациях эмитента  
нет**

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность, их котировки не отражают новую реальность (так, годовой выпуск ХКФ Банк-7 котируется с YTM 9,7%, то есть почти без премии к недавно разместившимся выпускам 1-го эшелона). "Суборд" НСFB 20 (YTM 11,2%) продемонстрировал позитивную ценовую динамику в мае после апрельских распродаж. В сравнении с ним выпуск НСFB 21 (YTM 11,7%) выглядит дороже (премия за условие loss absorption составляет всего 50 б.п.).

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

### Валютный рынок

Минфин рубль бережет

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

### Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

### Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

### Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

### Инфляция

Новые оттенки инфляции

### Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

### Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.