

15 июня 2010

## Содержание

- **ХКФ-Банк: риска в облигациях все меньше** **Стр 1**
- **ММК: результаты по МСФО за 1кв2010** **Стр 2**

### **ХКФ-Банк: риска в облигациях все меньше**

В прошлую пятницу ХКФ-Банк опубликовал результаты деятельности по МСФО за 1кв2010 года: кредитный портфель банка по-прежнему стагнирует, достаточность капитала избыточна, а только краткосрочной ликвидности (в форме наличных денежных средств и остатков на корсчетах) достаточно для погашения 40% долговых обязательств в течение 2010 года. Несмотря на довольно неприятную картину с точки зрения развития бизнеса банка, его кредитный профиль на сегодняшний день находится на пике своей привлекательности. Мы полагаем, что при текущих уровнях доходности инвестиции в краткосрочные облигации ХКФ-Банка являются весьма интересными.

**ХКФБ отчитался за 1кв2010 года по МСФО: бизнес стагнирует, но кредитное качество едва ли когда-то было лучше, чем сейчас.**

#### **Основные показатели ХКФБ за 1кв2010 по МСФО**

Год	Кредитный портфель*, млрд руб.	Достаточность капитала (Tier I), %	Чистый процентный доход	Чистый комиссионный доход	Расходы на создание резервов	Административные и прочие операционные расходы	Сумма предыдущих четырех столбцов
в (%) усредненному кредитному портфелю							
1кв2010	64.7	40.2%	23.5%	8.2%	(5.4)%	(11.2)%	15.2%
2009	67.8	35.2%	20.3%	7.1%	(9.8)%	(9.8)%	7.9%
1кв2009	79.9	23.0%	23.0%	5.8%	(16.8)%	(9.9)%	2.1%
2008	82.6	19.6%	25.2%	8.4%	(11.3)%	(15.6)%	6.7%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Среди ключевых моментов в отчетности ХКФБ мы отмечаем:

- Вполне ожидаемо в течение 1кв2010 года («низкий» сезон в потребительском кредитовании) кредитный портфель ХКФБ продолжал сокращаться (−4.6% к концу 2009 года).
- На этом фоне и с учетом роста депозитной базы (+11.5% к концу 2009 года), ликвидность ХКФБ находилась на крайне высоком уровне, что позволило банку практически полностью погасить задолженность перед ЦБ (−10 млрд рублей) и досрочно вернуть субординированный кредит от акционеров в объеме 1 млрд рублей.
- Несмотря на погашение субординированного займа, достаточность капитала ХКФБ достигла рекордно высокого уровня в 40.2%, что фактически позволяет банку принять убыток до 8 млрд рублей или 13% от текущего кредитного портфеля.
- Однако такая мера едва ли может быть необходимой с учетом значительного улучшения в качестве вновь выдаваемых кредитов, что выражается в рекордно низкой для потребительского кредитования «стоимости риска» в 1кв2010 года (5.4%).
- Запаса денежных средств (в форме наличности и остатков на корсчетах) достаточно для погашения 40% обязательств банка по долговым инструментам в течение 2010 года (при расчете мы принимаем во внимание выплату дивидендов в объеме 3.1 млрд рублей и размещение 7 млрд рублей облигаций в апреле 2010 года, а также низкую вероятность предъявления к оферте долларовых кредитных нот 5 серии в августе текущего года).

С учетом вышеизложенных факторов, кредитный профиль ХКФБ на сегодняшний день выглядит чрезвычайно крепким. Доходность рублевых выпусков ХКФБ предлагает премию в 50–100 б.п. к облигациям таких банков как МДМ, Зенит и Промсвязьбанк, что, по нашему мнению, уже едва ли оправдано с кредитной точки зрения. На фоне существенного спроса в рублевых облигациях с короткой дюрацией, мы считаем, что инвестиции в выпуски ХКФБ являются весьма привлекательными.

**Кредитный профиль банка не уступает МДМу, Зениту и Промсвязьбанку, и с учетом существенной премии, мы рекомендуем покупать его рублевые облигации**

## **ММК: результаты по МСФО за 1кв2010**

На прошлой неделе металлургическая компания ММК опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1кв2010 года. Хотя уровень долговой нагрузки оказался несколько выше наших ожиданий, кредитный профиль ММК по-прежнему выглядит весьма устойчиво. На сегодняшний день доходность рублевых облигаций компании вполне соответствует ее кредитному профилю, и мы не ожидаем увидеть сколь-либо значительной реакции в котировках ее бумаг на опубликованные данные.

**ММК отчиталась по МСФО за первый квартал, реакции в котировках ее бумаг мы не ожидаем**

### **Финансовые результаты ММК по МСФО, US\$ млн**

Год	Выручка	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг/EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	Краткосрочный Долг / EBITDA
1кв2010	1 652	335	20.3%	2 438	1.8	1.7	0.6
2009	5 081	1 068	21.0%	2 139	2.0	1.8	0.8
1кв2009	965	115	11.9%	1 658	3.6	1.6	2.4
2008	10 550	2 538	24.1%	1 760	0.7	0.3	0.5

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результат ММК за 1кв2010 года выглядят крайне позитивно по сравнению с аналогичным периодом 2009 года, но, как и предупреждала компания, оказались слабее, чем в 4-ом квартале. Рентабельность по EBITDA несколько уменьшилась на фоне растущей стоимости сырья и запаздывающего за ним роста отпускных цен, а за счет привлечения новых кредитов долговая нагрузка снизилась меньше, чем мы ожидали. Тем не менее, мы придерживаемся мнения о весьма устойчивом положении ММК с кредитной точки зрения и ожидаем, что уже во втором квартале компания продемонстрирует гораздо более позитивные результаты.

**Результаты оказались в пределах ожиданий за исключением уровня долга**

В течение 1 кв2010 года ММК уже осуществила более трети из запланированных на 2010 год капитальных затрат (US\$1.5 млрд), что в купе с ростом оборотного капитала оставило свободный денежный поток компании в отрицательной зоне, но по результатам 2010 года мы ожидаем, что данный показатель окажется близким к нулю. Соотношение краткосрочного долга компании к EBITDA остается во вполне комфортных пределах (0.6x), однако его реальное значение находится на еще более низком уровне, поскольку порядка трети таких долгов представлено револьверными кредитными линиями трейдеров группы.

**Тем не менее, долговая нагрузка ММК не вызывает опасений**

В целом, мы по-прежнему не видим существенных краткосрочных рисков для держателей рублевых облигаций ММК и считаем, что текущий (довольно низкий) уровень их доходности вполне оправдан с кредитной точки зрения.

**Существенных рисков для держателей облигаций ММК мы не видим**

## **ЗАО «Райффайзенбанк»**

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

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893  
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

### **Продажи**

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609  
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231  
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971  
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

### **Торговые операции**

Александр Глебов aglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857  
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

### **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  
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184  
Тимур Файзуллин tfaizullin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

### **Аналитика**

### **Операции на рынке облигаций**

### **Организация облигационных займов**

**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.