

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 рублевых 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.

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.

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 (0.6х), однако его реальное значение находится на еще более низком уровне, поскольку порядка трети таких долгов представлено револьверными кредитными линиями трейдеров группы.

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.

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

Результаты оказались в пределах ожиданий за исключением уровня долга

Тем не менее, долговая нагрузка ММК не вызывает опасений

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 Кенякин		(+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.

