

## Пульс рынка

- После распродаж накануне сегодня произошел отскок. Опасения эскалации конфликта на Украине продолжили оказывать негативное давление на настроения инвесторов, несмотря на то, что данные по промышленному сектору США за февраль оказались неожиданно позитивными (значение индекса ISM составило 53,2 против консенсус-прогноза 51,9). Американские и европейские индексы акций просели на 0,74% и 1,5%, соответственно. Как мы и ожидали, котировки суверенных бондов РФ заметно снизились (с 98% до 92% от номинала по Russia 42). Сегодня в условиях отсутствия дополнительного негатива в отношении Украины (стороны заняли выжидательную позицию) наблюдается восстановление аппетита к риску: бонды Russia 42 котируются уже на уровне 95% от номинала, доходность 10-летних бондов UST поднялась на 4 б.п. до YTM 2,64%.
- ЦБ удалось охладить пыл спекулянтов: все на поддержку финстабильности. Во вчерашнем пресс-релизе ЦБ, столь ожидаемом рынками, говорится, что ЦБ переходит на ежедневное регулирование параметров интервенций, "исходя из оценки текущей ситуации". Также, с 3 марта ЦБ сильно повысил величину накопленных интервенций (приводящих к сдвигу валютного коридора на 5 коп.) с 350 млн долл. до 1,5 млрд долл. Вопросы по поводу изменения интервенций возникли еще вчера в первой половине дня, когда стало понятно, что огромные объемы продаваемой ЦБ валюты (периодические заявки по ~1 млрд долл.) не соотносятся с фактическими колебаниями курса и прежними параметрами. Так, ЦБ должен был продать >10 млрд долл., что лишь подтвердилось сегодня с публикацией новых границ коридора (7 сдвигов до 35,75-42,75 руб.). Нельзя сказать, что это выбивается из прежней риторики: ЦБ демонстрирует, что большие интервенции продиктованы разовыми экстремальными причинами, а о возможности их увеличения в стрессовой ситуации ЦБ неоднократно предупреждал. Важно, что фактически увеличив интервенции, формально ЦБ не изменил параметры подкоридоров (0/200/400 млн долл.): т.е. не отступил от цели перехода на полностью плавающий режим и, как мы полагаем, может вернуться к небольшим интервенциям, когда турбулентность в связи с ситуацией на Украине, прекратится. Сегодня курс укрепился против бивалютной корзины (~42,4 руб.), но остается в верхнем подкоридоре, где ЦБ продает лишь 400 млн долл. в день до тех пор, пока курс не начнет штурмовать ее. Пока поведение рубля определяется политическими факторами, мы считаем, что ЦБ может возобновить большие "экстренные" интервенции, и их объем может варьироваться исходя из степени обострения ситуации. В пресс-релизе была дана достаточно сдержанная формулировка, что текущая мера ограничения колебаний курса направлена на "предотвращение рисков финстабильности". Действия по увеличению интервенций послужили дополнением к повышению ставок: его одного оказалось бы недостаточно для предотвращения спекулятивного давления на рубль: в ожидании укрепления USD/EUR участники готовы брать рубли для покупки валюты даже под 7-8% годовых. Новые интервенции не позволяют USD/EUR укрепиться, что лишает спекулянтов средств для фондирования заемных рублей. Еще одной важной целью ЦБ является ограничение значительного перетока рублевых сбережений населения и юрлиц в валюту (по нашим оценкам, их общий объем 19,5 трлн руб. (~536 млрд долл.)), которые в конце февраля-начале марта, по-видимому, стали выступать активными ее покупателями. По нашему мнению, повышение ставок по рублевым депозитам банков (чего логично ожидать в ближайшее время) должно ограничить этот переток.
- Новые грани "тонкой настройки". Мы отмечаем, что лимиты основного инструмента, недельного РЕПО сегодня были расширены с 2,22 трлн руб. до 2,45 трлн руб. Это предполагает существенное расширение предложения ликвидности от ЦБ, учитывая, что последнее время (до событий в Украине) ЦБ не был щедр на лимиты. Таким образом, при выборе меры ужесточения ЦБ ограничился повышением ставок, что логично, так как одновременное сжатие лимитов чревато гораздо более существенными последствиями. На этом фоне ЦБ, скорее всего, проведет аукцион 312-П 6 марта на 200 млрд руб. (но по 7,25%). Кроме того, впервые с момента объявления инструмента "тонкой настройки" и отмены регулярного о/п РЕПО, ЦБ предложил сегодня банкам дополнительно 370 млрд руб. в рамках о/п аукциона, что полностью совпадает с суммой изъятых вчера самим же ЦБ средств с интервенциями (расчеты сегодня), и, как мы полагаем, отчасти сделано для их компенсации. О том, что прежние лимиты недостаточны свидетельствовал, как избыточный спрос, так и то, что задолженность по валютным свопам с ЦБ пока 260 млрд руб., а объем фиксированного РЕПО - почти 100 млрд руб. Казначейство РФ, хотя и повысило ставки по своим аукционам в ответ на меру ЦБ, сделало это более сдержанно - только на 100 б.п., причем, второй такой аукцион 6 марта (45 млрд руб. под 7,3% на 3 мес.) может стать источником дополнительной ликвидности. Предстоящий аукцион 312-П и увеличение лимитов по РЕПО должны компенсировать фундаментальный отток. На этом фоне риск для уровня о/п ставок МБК (сегодня ~7,5% против 8% вчера) в основном представлял интервенции, а их уровень зависит от поведения курса (см. выше).

## Темы выпуска

- ТКС Банк: кредитование идет на "мягкую" посадку

## ТКС Банк: кредитование идет на "мягкую" посадку

### Острой потребности в капитале нет

ТКС Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 2013 г., которая свидетельствует о продолжившемся в 4 кв. ухудшении качества кредитного портфеля (карточных кредитов). Однако банк сохраняет заметный запас прочности: чистая процентная маржа находится на уровне 36%, в то время как стоимость риска составляет всего 15,5% (против 12,5% в 3 кв.). Главным образом за счет сокращения расходов на маркетинговую кампанию для привлечения новых клиентов (17,4 млн долл. против 29,4 млн долл. в 3 кв.), а также получения дохода от страховых операций в 4 кв. банку удалось увеличить прибыль на 18% кв./кв. до 72 млн долл. Возврат на капитал (ROAE) в 4 кв. снизился на 7 п.п. до 42%, что, тем не менее, достаточно для поддержания высокого темпа роста кредитного портфеля (в 2013 г. он составил 44% г./г. за вычетом резервов) без вливания дополнительного капитала. Менеджмент заявил, что банк в настоящий момент не имеет острой потребности в размещении субординированных бондов (показатель H1.1 составил 9,61% на 1 февраля при общей достаточности на уровне 14,02%). Основной акционер О. Тиньков не исключает осуществления выкупа GDR банка, которые сейчас стоят на 44% ниже цены IPO, а вчера потеряли 13,4% (на фоне общей негативной динамики рынка акций РФ).

### Ключевые финансовые показатели

| В млн долл., если не указано иное | 31 дек. 2013 | 30 сент. 2013 | изм.      |
|-----------------------------------|--------------|---------------|-----------|
| Кредиты клиентам до резервов      | 2 547,2      | 2 408,9       | +6%       |
| Резервы под обесценение           | 287,4        | 248,6         | +32%      |
| Активы                            | 3 024,8      | 2 710,5       | +12%      |
| NPL/Кредитный портфель            | 7,0%         | 6,3%          | +0,7 п.п. |
| Собственный капитал               | 627,9        | 251,2         | +19%      |
| Выпущенные долговые бумаги        | 800,1        | 839,3         | -5%       |
| Депозиты                          | 1 320,1      | 1 137,6       | +16%      |
| Кредиты/Клиентские средства       | 1,71x        | 1,89x         | -0,2      |

| В млн долл., если не указано иное   | 4 кв. 2013 | 3 кв. 2013 | изм.    |
|-------------------------------------|------------|------------|---------|
| Чистый процентный доход до резервов | 233,3      | 216,5      | +8%     |
| Чистая прибыль                      | 72         | 61         | +18%    |
| Чистая процентная маржа             | 36%        | 37%        | -1 п.п. |

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### В 2014 г. ожидается заметное замедление кредитования

В 4 кв. кредитный портфель продемонстрировал скромный рост - 5,7% (до 2,55 млрд долл.) - в сравнении с 3 кв. (+11%). Замедление стало следствием ужесточения процедуры одобрения заявок в условиях ухудшения качества кредитов (о чем свидетельствует, в том числе, рост объема реструктурированных кредитов на 27% до 78,8 млн долл.). Тем не менее, сегмент кредитов наличными заметно вырос - с 7 млн долл. до 52 млн долл. (но его доля в общем объеме выданных кредитов остается незначительной). В этом году планируется увеличение портфеля на 15-20% в рублях (на уровне других банков) и на 5-7% в долларах.

### Качество кредитов ухудшилось, но риски остаются умеренными

Качество кредитов продолжило ухудшаться, но остается все еще на вполне комфортном уровне: показатель NPL 90+ в 4 кв. вырос на 17,4% до 178,8 млн долл., что составляет 8,2% портфеля (против 6,25% в 3 кв.), при этом плохие кредиты были проданы в 2013 г. в объеме 145,4 млн долл. (~6,7%). Отметим, что от их продажи банк по итогам года получил прибыль 9,3 млн долл., что соответствует уровню восстановления 6,4%. Резервы формируются в размере 11,3% портфеля, покрывая на 160% показатель NPL 90+, что является весьма консервативным уровнем. Бизнес-модель банка (способ привлечения клиентов, управление лимитами в размере не выше месячной зарплаты) позволяет существенно ужесточить стандарты выдачи новых кредитов, сохранив при этом рост кредитов выше рыночной динамики. С ноября 2013 г. по настоящий момент менеджмент банка отмечает ухудшение качества "старых" заемщиков (имеющих кредитную историю в банке).

### Приток клиентских средств сформировал избыток ликвидности

В 4 кв. приток средств клиентов составил 182 млн долл. (+16% кв./кв.), в то время как в целом по системе депозиты физлиц выросли всего на 6,3%. По словам менеджмента, увеличение депозитов произошло за счет "старых" клиентов (эффект от программы повышения лояльности, а

**Высокий уровень loss-absorption**

не высоких процентных ставок), а также за счет средств акционеров (от IPO). В результате образовался избыток ликвидности (в кредитование ушло всего 100 млн долл.), который осел в денежных средствах и их эквивалентах (+207,5 млн долл.). Банк не имеет потребности в привлечении долга на публичных рынках капитала.

Просрочка растет темпами, опережающими кредитование, вследствие чего в 4 кв. произошло снижение чистой процентной прибыли за вычетом расходов на резервы на 5,3% до 137,4 млн долл. По оценкам менеджмента, низкий уровень издержек (показатель cost-to-income около 36%), а также большая доля переменных операционных расходов (порядка половины) вкупе с комфортным запасом капитала позволят банку абсорбировать значительные убытки по плохим кредитам в случае развития событий по негативному сценарию.

**"Суборд" ТКС  
остается неплохим  
выбором в сегменте  
высокодоходных  
бондов**

В настоящий момент кредитный профиль банка мы оцениваем как устойчивый. Наша рекомендация покупать "суборд" АКНВС 18 от 10 декабря 2013 г. реализовалась: доходность снизилась на 1 п.п. до YTM 11%, уровня на котором котируется RUSB 18. Мы по-прежнему считаем бумаги АКВНС 18 интересными среди субординированных выпусков банков за пределами 1-го эшелона без условия loss-absorption.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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       | ТНК-ВР     |
| Газпром нефть | Транснефть |
| Лукойл        |            |

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

|            |                   |
|------------|-------------------|
| Аэрофлот   | Трансконтейнер    |
| НМТП       | ЮТэйр             |
| Совкомфлот | Brunswick Rail    |
| Трансаэро  | Globaltrans (НПК) |

### Телекоммуникации и медиа

|           |            |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | ПрофМедиа  |
| МТС       | Ростелеком |
| Мегафон   | Теле2      |

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

|        |           |
|--------|-----------|
| X5     | Синергия  |
| Магнит | Черкизово |
| О'Кей  |           |

### Химическая промышленность

|         |           |
|---------|-----------|
| Акрон   | Уралкалий |
| ЕвроХим | ФосАгро   |
| СИБУР   |           |

### Машиностроение

|                |         |
|----------------|---------|
| Гидромашсервис | Соллерс |
| КАМАЗ          |         |

### Электроэнергетика

|            |          |
|------------|----------|
| Энел ОГК-5 | МОЭСК    |
| Ленэнерго  | РусГидро |
| Мосэнерго  | ФСК      |

### Строительство и девелопмент

|            |     |
|------------|-----|
| ЛенСпецСМУ | ЛСР |
|------------|-----|

### Прочие

|             |
|-------------|
| АФК Система |
|-------------|

### Финансовые институты

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

## 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

|                       |                     |                   |
|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева       | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Антон Кеняйкин        |                     | (+7 495) 721 9978 |
| Александр Христофоров |                     | (+7 495) 775 5231 |

## Торговые операции

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| Александр Дорошенко | (+7 495) 721 9900 |
| Вадим Кононов       | (+7 495) 225 9146 |

## 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 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.