

Пульс рынка

- **Мы ожидаем повышения ключевой ставки ЦБ мин. на 100 б.п.** Первая причина - ранее неучтенные риски резкого падения цен на нефть, что уже привело к новой волне ослабления рубля и, соответственно, создало условия для дополнительного роста инфляции и в 2014 г., и в 2015 г. Помимо этого, мы также исходим из того, что эффект от запрета на импорт развивается по негативному сценарию (>1,5 п.п. к инфляции в 2014 г.). Как следствие, мы подняли прогноз по инфляции на 2014 г. до 9,4% и на 2015 г. до 8%. Такая динамика не совпадает с траекторией, которую таргетирует ЦБ на ближайшие годы (4% к 2017 г.), а это, на наш взгляд, создает необходимость нового повышения ставки. Т.к. инфляция продолжит ускоряться в начале 2015 г., рискуя превысить 10%, мы ожидаем сохранения цикла по повышению ставок и в 1 кв. 2015 г. (базово еще +50 б.п., т.е. 11% против 9,5% сейчас). Вторая причина - риски от падения рубля для финстабильности. ЦБ перешел на плавающий курс совсем недавно, в условиях турбулентности на рынке это требует комплексных мер по упреждению таких рисков. В будущем для ограничения спекулятивного давления на курс ЦБ, скорее всего, сконцентрируется на более "адресных" решениях (пока это лимиты на свопы, аукционное РЕПО) и отойдет от активного вмешательства в валютные торги. Но, пока эти меры не до конца отработаны, дополнительное повышение ставки (хотя и не является самой эффективной мерой) видится оправданным для поддержания финстабильности. Мы не исключаем, что уже случившееся повышение ставок может привести к более сильному замедлению экономики и достаточно серьезно снизить инфляцию к концу 2015 г. В базовом сценарии мы ждем постепенного замедления инфляции во 2П 2015 г. Даже если оно не будет сопровождаться углублением рецессии, это может спровоцировать начало смягчения политики. Сейчас мы полагаем, что к концу 2015 г. ключевая ставка может опуститься до 9%.
- **ХКФ Банк (-/В1/ВВ-): отсутствие прибыли не сказывается на капитале.** Отчетность по МСФО за 3 кв. не свидетельствует о заметных улучшениях в операционной деятельности. Чистая процентная маржа сократилась на 1,2 п.п. до 17,2% (из-за снижения доходности кредитов в ответ на ужесточение регулирования и повышения стоимости фондирования), что по-прежнему ниже стоимости риска (19,6%, отчисления в резервы - на уровне 2 кв.). Качество кредитов не улучшилось: NPL 90+ вырос и в абсолютном выражении (на 2% до 49,5 млрд руб.), и в отношении к портфелю (на 70 б.п. до 16,8%), что стало следствием и сокращения кредитования (на 2,6% до 293,7 млрд руб.). Основным проблемным сегментом остаются кредиты наличными, на него пришлось 70% списаний в 3 кв. (всего списано 4,9% портфеля). Некоторая стабилизация просрочки произошла в POS-кредитах (это направление менеджмент планирует развивать в ближайшее время) и кредитных картах. Снижение процентного дохода было компенсировано заметным урезанием общих административных расходов (на 20,5% кв./кв. до 5,7 млрд руб.), с начала года было закрыто 325 офисов. В результате убыток составил всего 161 млн руб. (747 млн руб. во 2 кв.). По причине сокращения кредитования при весьма умеренном убытке (чистая процентная прибыль и комиссионный доход в сумме покрывают отчисления в резервы и административные издержки) достаточность капитала даже увеличилась на 0,3 п.п. (Н1.0 -14,14% на 1 ноября, что свидетельствует о наличии возможностей для loss absorption). По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать единовременное появление новых проблемных кредитов в размере 20% портфеля. Банк мог бы направить часть капитала для частичного выкупа с рынка старого "суборда" HCFB 20 (УТС 18,7% @ апрель 2018 г.), торгующегося на 20-25 п.п. ниже номинала (его амортизация уже началась). Но в условиях дефицита длинной валютной ликвидности менеджмент, возможно, предпочтет сохранить выпуск до call-опциона, который сейчас обходится лишь в 9,38% год. Напомним, что недавно ТКС Банк принял решение направить избыточный капитал на дивиденды, а не на выкуп старых "субордов" (стоят на 12 п.п. ниже номинала и обходятся в 14% год.).
- **Мечел (Moody's: Сaa3): оптимизирует операционную деятельность.** В 3 кв. 2014 г., несмотря на снижение выручки на 9% кв./кв. до 1,6 млрд долл., компании удалось заметно улучшить операционную эффективность: EBITDA выросла на 28% кв./кв. до 219 млн долл., рентабельность по EBITDA повысилась с 9,8% до 13,8%. Это стало возможным благодаря металлургическому сегменту, где на фоне оптимизации производства и сбыта, снижения стоимости сырья и сезонного роста спроса со стороны строительной отрасли EBITDA прибавила 79% (до 138 млн долл.). Операционный поток (223,5 млн долл.) был также поддержан высвобождением средств из оборотного капитала. Капвложения составили 145 млн долл. (преимущественно, инвестиции в Эльгинский проект в рамках проектного финансирования). Сокращение Чистого долга (на 9% до 7,8 млрд долл., 1,3x LTM EBITDA,) было связано как с выкупом облигаций на офертах, так и со снижением курса рубля. Случившееся уже в 4 кв. 2014 г. более резкое ослабление рубля привело к дальнейшему уменьшению долга: на 1 декабря общий долг составил 7 млрд долл. При этом до конца 2014 г. компании необходимо погасить 540 млн долл., а в 2015 г. - 2,1 млрд долл. Мечел пока не договорился с кредиторами о реструктуризации долга. По информации менеджмента, компромиссное решение, выработанное с Газпромбанком, находится на согласовании у Сбербанка и ВТБ. Параллельно компания изучает возможности продажи активов (на наиболее продвинутой стадии переговоров сейчас находятся Кузбассэнергосбыт и Братский завод ферросплавов), однако, вряд ли, на наш взгляд, это может существенно изменить ситуацию с долгом. Наиболее вероятным является сценарий достижения более приемлемых для кредиторов условий реструктуризации, в которой придется принять участие и держателям облигаций (котировки находятся на уровне 35% от номинала).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

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
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
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](#).