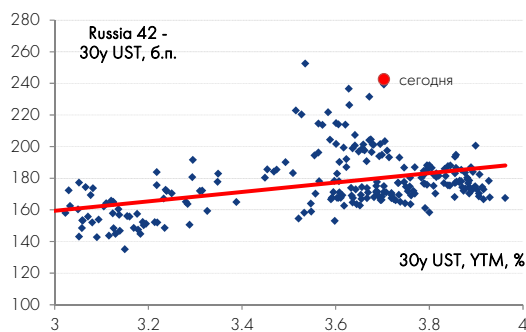


Пульс рынка

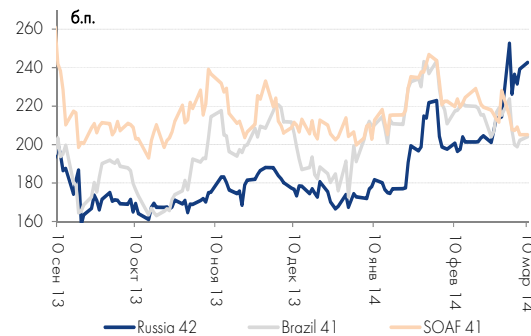
► **Премия за украинский риск в бондах РФ все выше.** Основной риск для РФ представляют возможные санкции США и ЕС, которые могут быть объявлены после референдума в Крыму. По данным NY Times, против них выступают крупные американские компании (которые, вероятно, прямо или косвенно (в т.ч. через европейские подразделения) имеют бизнес с РФ), а также представители администрации, отвечающие за экономику США. Между тем, ЕС не только занимает существенную долю во внешней торговле РФ (54% экспорта и 42% импорта), но и сам сильно зависит от России (как с точки зрения импорта энергоносителей (прежде всего, газа), так и рынка сбыта своих товаров и услуг). Исходя из динамики базовых активов, а также суверенных бондов других стран GEM (Бразилии, ЮАР), мы оцениваем премию за украинский риск, которую в настоящий момент закладывают инвесторы в евробонды РФ, в 50 б.п. Заметно больше пострадали корпоративные бумаги (некоторые нерезиденты готовы "резать" свою позицию по "любим ценам"). Мы не исключаем дальнейшего снижения котировок, однако, уже сейчас на рынке появился ряд интересных идей: короткий выпуск RUSB 17 (УТР 11% @ 11 июля 2015 г.), который сейчас котируется ниже 98% от номинала, его высокий купон 9,25% годовых позволяет компенсировать возможную ценовую просадку (2-3 п.п.). Также перепроданным выглядит VOSTOK 15 (УТМ 9,5% @ март 2015 г.).

Кредитный спред заметно расширился



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Бонды РФ выглядят хуже рынка GEM



► **Минфин не торопится выходить на долговой рынок.** Ведомство вновь приняло решение не проводить сегодня аукционы по размещению ОФЗ, учитывая неблагоприятную конъюнктуру рынка (кроме того, при текущих ценах на нефть и курсе рубля острой потребности в заимствованиях нет). Отметим, что, несмотря на стабилизацию курса рубля к бивалютной корзине (благодаря действиям ЦБ РФ), ОФЗ продолжили коррекцию. Так, за последнюю неделю длинный выпуск ОФЗ 26207 подешевел на 1,8 п.п., а за последние 2 недели - на 3,5 п.п. до 96% от номинала, в результате его доходность поднялась до УТМ 8,85%, что превышает максимум прошлого года (достигнутый в момент появления ожиданий сворачивания QE). Мы по-прежнему считаем, что потенциал для повышения доходностей длинных ОФЗ еще не исчерпан: спред ОФЗ 26207 к текущим ставкам недельного РЕПО ЦБ сейчас составляет всего 185 б.п., в то время как до экстренного повышения ключевой ставки он находился около 265 б.п. Таким образом, большинство участников рынка все еще не предполагает сохранения повышенных ставок ЦБ РФ в течение продолжительного времени (возможно, оценка влияния ослабления рубля на инфляцию будет дана по итогам заседания ЦБ РФ в эту пятницу). Дальнейшая динамика рынка ОФЗ будет определяться реакцией США и ЕС на итоги предстоящего референдума в Крыму. Одними из наиболее активных продавцов ОФЗ выступают нерезиденты, совокупная позиция которых в январе, по данным регулятора, сократилась на рекордные 44 млрд руб. (~1,2 млрд долл.), при этом их вложения в госбумаги остаются значительными - 850 млрд руб. (~23 млрд долл.), что создает риск дальнейшего снижения цен в случае эскалации украинского конфликта.

Темы выпуска

► **ХКФ Банк: риски остановили кредитный рост**

ХКФ Банк: риски остановили кредитный рост

Замедление кредитования сформировало запас капитала

ХКФ Банк (-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты за 4 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Рост кредитного портфеля почти полностью остановился (для сравнения в 3 кв. он составил 3,5%, а во 2 кв. - 14,6%), что отражает ужесточение процедуры одобрения кредитных заявок в ответ на продолжающееся ухудшение качества кредитов наличными. По оценкам менеджмента, чистая процентная маржа по итогам года составила 19,7%, что в сравнении со стоимостью риска (CoR) на уровне 17,6% является невысоким показателем (77% чистой процентной прибыли "съедается" резервами). Ухудшение качества потребительских кредитов продолжилось как в целом по системе, так и по портфелю ХКФБ: показатель NPL 90+ увеличился еще на 1,8 п.п. до 11,7%. Главным образом благодаря высоким комиссионным доходам банку удастся генерировать прибыль (12,5% в терминах ROAE, или 1,7 млрд руб. за 4 кв.), в то время как среди розничных банков уже появились убыточные участники. Замедление кредитования позитивно сказалось на капитале 1-го уровня, его достаточность выросла на 0,5 п.п. до 16,6%, по РСБУ показатель Н1.2 составил 9,02% на 1 февраля 2014 г. (против 8,4% на 1 ноября). По нашим оценкам, запас капитала достаточно высок, чтобы абсорбировать появление новых проблемных кредитов в размере 30% портфеля.

Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	358 934	375 806	-4,5%
Кредиты клиентам до резервов	331 778	331 242	+0,2%
NPL 90+/Кредитный портфель	11,7%	9,9%	+1,8 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	62 466	50 181	+24,5%
Депозиты клиентов	200 447	233 873	-14,3%
Собственный капитал	55 196	53 348	+3,5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	23,5%	21,0%	+2,5 п.п.
ROAA	3,1%	3,4%	-0,3 п.п.
В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	15 941	16 674	-4,4%
Чистый комиссионный доход	6 523	6 014	+8,5%
Операционные доходы	22 803	22 793	+0,0%
Расходы/доходы	31,2%**	29,6%	+1,6 п.п.
Чистая прибыль	1 723	1 842	-6,5%
Чистая процентная маржа	19,7%**	19,6%	+0,1 п.п.

* включая субординированные бонды

** за 2013 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

В структуре кредитного портфеля объем кредитов наличными сократился на 7,2 млрд руб. до 208,4 млрд руб., при этом небольшой рост произошел в сегментах POS-кредитования и кредитных карт (суммарно на 7,7 млрд руб.). Напомним, что в 3 кв. прирост cash-кредитования был нулевым. Замедление является следствием ужесточения выдачи кредитов в ответ на ухудшение их качества. Менеджмент банка ожидает более низкий темп кредитования в 2014 г.

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении в 4 кв. 2013 г. увеличился на 5,8 млрд руб. до 38,6 млрд руб., объем списанных кредитов составил 8,2 млрд руб. (на 21% выше, чем в 3 кв.), из них большая часть (68%) пришлась на кредиты наличными. NPL 90+ в сумме со списанными кредитами за 2013 г. составил ~18,8% портфеля. В ответ на это банк продолжил повышать норму резервирования - на 1,35 п.п. до 13,8%. Покрытие резервами NPL (118%) 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. В целом с резким ухудшением качества кредитов банк уже сталкивался в 2009 г., тогда маржа по работающим кредитам с запасом покрыла проблемную задолженность (которая достигала 30% портфеля).

Пик NPL еще не пройден

**Риски
рефинансирования
невысоки**

Со счетов клиентов в 4 кв. произошел заметный отток средств (30 млрд руб. большая часть - депозиты физлиц), в результате чего сократился запас денежных средств на 10 млрд руб. (до 43 млрд руб.), а также портфель ценных бумаг на 5 млрд руб. (до 5,7 млрд руб.). Недостаток был восполнен на рынке МБК (+7 млрд руб.). По данным менеджмента, в 1 кв. 2014 г. банк имеет избыточную ликвидность. В целом риски рефинансирования не значительны: 67% всего кредитного портфеля имеет срок до погашения 12 месяцев (~22 млрд руб. в месяц), что на 96% покрывает все клиентские средства.

**"Суборды" банка
ощутили эффект
украинского риска**

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность, их котировки не отражают новую реальность. "Суборд" HCFB 20 (YTM 11,2%), как и другие облигации за пределами инвестиционной категории, заметно подешевел под действием украинского фактора, а также в связи с ухудшением кредитного качества розничных кредитов. В ближайшее время мы не ждем восстановления котировок, в ожидании возможных санкций в отношении РФ инвесторы могут продолжить избавляться от бондов российских эмитентов "по любым ценам".

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

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

Торговые операции

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](#).