

## Пульс рынка

- **Рынок UST пришел в равновесие?** Каких-либо интересных событий вчера не произошло. Ситуация вокруг Сирии развивается в пользу дипломатического решения проблемы. Американские индексы акций подросли на 0,3%. Интерес представляет результат аукциона Казначейства США по размещению 10-летних UST, которые нашли высокий спрос со стороны участников, реализующих стратегию buy & hold (порядка 66%) на уровне YTM 2,95%. Это свидетельствует о том, что немногие инвесторы верят в дальнейший рост базовых активов, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. На вторичных торгах доходность 10-летних UST опустилась до YTM 2,88%. Возможно, ожидаемое в сентябре (17-18-го) начало сворачивания QE уже полностью учтено в ценах. В этой связи сегодня интерес представляет аукцион по размещению 30-летних UST.
- **Ажиотажный спрос на ОФЗ спровоцировал закрытие коротких позиций.** Результаты размещения ОФЗ на вчерашних аукционах превзошли наши ожидания: спрос на бумаги многократно превысил объем предложения (в 4 раза по ОФЗ 26211 и в 6 раз по ОФЗ 25081), позволив установить доходности по цене отсечения на уровнях YTM 7,61% и YTM 6,73%, соответственно, что ниже ориентиров. Минфин давно не находил такой ажиотажный спрос на своих аукционах, что было обусловлено, главным образом, быстрым ростом доходностей базовых активов и ослаблением рубля. Сейчас ситуация изменилась: рубль, как мы и предполагали, укрепляется (в рамках нивелирования слишком сильного ослабления ранее), а внешний фон улучшился, способствуя повышению аппетита к риску. Результаты аукционов стали катализатором ценового роста на рынке ОФЗ: длинные ОФЗ 26211 подорожали на 1 п.п. до 98% от номинала (YTM 7,42%), 26207 взлетели на 1,75 п.п. до 105,5% (YTM 7,63%), что было связано, в том числе, с закрытием коротких позиций, объем которых в длинных выпусках, по нашим наблюдениям, был высоким. Это обстоятельство может обусловить продолжение ралли и сегодня, однако, с точки зрения спреда к ставкам о/п РЕПО и премии к инфляции (соответственно, 185 б.п. и 100 б.п. по 10-летним бумагам) потенциала для дальнейшего снижения доходностей ОФЗ, по нашему мнению, нет.
- **Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля.** Согласно оценкам ЦБ, профицит торгового баланса в июле 2013 г. остался практически на уровне июня: 13,3 млрд долл. (совпадает с нашими ожиданиями) против 13,6 млрд долл., соответственно, тогда как в июле 2012 г. он составлял всего 11,5 млрд долл. Однако сравнивать текущие цифры с предыдущим годом не совсем корректно, так как в июне-июле 2012 г. наблюдалось значительное падение цен на нефть. Средняя цена URALS в июне 2012 г. составила 93 долл./барр. (103 долл./барр. в июне 2013 г.). С учетом сезонной корректировки можно сделать вывод, что величина профицита торгового баланса в июле несильно отличалась от предыдущих значений. Пожалуй, стоит отметить лишь то, что рост импорта продолжал снижаться в июле (1,5% г./г. против 3,6% в июне 2013 г.) на фоне ухудшения состояния экономики и более слабого спроса на инвестиционные товары. Тем не менее, по нашим оценкам, замедление импорта не оказалось настолько значительным, чтобы кардинально изменить динамику торгового сальдо. Как следствие, эффект от данной новости для рубля оценивается нами как близкий к нейтральному.
- **Президент одобрил инициативу по заморозке регулируемых тарифов в 2014 г.: позитивно для инфляции.** По нашим оценкам, заморозка тарифов может "отнять" у текущего прогноза по инфляции порядка 0,4-0,5 п.п. (совпадает с прогнозом МЭР), если не больше, с учетом дополнительного эффекта на стоимость квазигосударственных услуг. Данная мера создает веские аргументы для возможности смягчения монетарной политики не только в краткосрочной, но и среднесрочной перспективе. Если ранее, большинством экспертов допускался сценарий умеренного снижения ставок ЦБ, то незапланированное ранее снижение инфляции из-за тарифов создает "люфт" для более действенных решений по ставкам, в т.ч. и в следующем году. Вероятность снижения ставок в ближайшее время повышается ввиду замедления экономики, а также признания МЭР усиления экономических рисков, что отразилось в недавнем снижении прогноза роста ВВП до 1,8% с 2,4% в 2013 г. Но, исходя из текущей риторики ЦБ, который пока настороженно относится к инфляционным ожиданиям и ставит под сомнение эффективность для экономики смягчения монетарной политики, мы не ожидаем снижения ставок именно на завтрашнем заседании ЦБ.

## Темы выпуска

- **ХКФ Банк: качественный рост позади?**
- **Уралкалий: амбициозный план при слабом рынке**

## ХКФ Банк: качественный рост позади?

**NPL все выше при стабильной марже**

ХКФБ (-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Рост кредитного портфеля заметно ускорился (+14,6%) в сравнении с 1 кв. 2013 г. (+8,5%), что отражает сезонность (во 2 кв. прошлого года прирост составил 22%). Чистая процентная маржа, по оценкам менеджмента, осталась на уровне 19,1% (почти без изменений). Ухудшение качества розничных кредитов, наблюдающееся в целом по банковской системе, не прошло незамеченным и для ХКФБ: показатель NPL 90+ продолжил расти (+0,8 п.п. до 8,5%), что потребовало повышения отчислений в резервы (на 30%) темпами, опережающими кредитование. Тем не менее, в сегменте потребительского кредитования банк сохраняет высокую прибыльность (ROAE - 30,9%). Коэффициент общей достаточности капитала по Базелю остался на уровне 20%, также комфортна ситуация и по РСБУ: Н 1.2 - 8,87% на 1 августа.

### Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Активы, в т.ч.	394 171	343 747	+15%
Кредиты клиентам до резервов	319 913	279 240	+15%
NPL 90+/Кредитный портфель	8,5%	7,7%	+0,8 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	33 915	36 877	-8%
Депозиты клиентов	219 361	189 351	+16%
Собственный капитал	55 071	50 654	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	20,0%	20,0%	0 п.п.
ROAA	4,2%	4,1%	+0,1 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	15 843	13 852	+14%
Чистый комиссионный доход	8 463	5 679	+49%
Операционные доходы	24 659	20 041	+23%
Расходы/доходы	29,1%	30,3%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль	4 087	3 453	+18%
Чистая процентная маржа	19,1%*	18,9%	+0,2 п.п.

\* По итогам 1П 2013 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Рост продолжается...**

В структуре кредитного портфеля опережающий рост продолжили демонстрировать кредитные карты (+19,3% до 33,4 млрд руб.). Прирост ключевого сегмента, cash-кредитования, составил 18,2% (до 215,5 млрд руб., или 67% портфеля). Отметим, что банк присутствует в сегменте розничных кредитов с высокой доходностью: так, с объема средств, выбранных по кредитной карте, банк взимает как минимум 5% в месяц (что соответствует 60% годовых). Как следствие, повышенные RWA по необеспеченным кредитам физлиц, выданным после 1 июля (до 170% для кредитов со ставкой 45-60% годовых и до 200% со ставкой свыше 60% годовых), окажут давление на достаточность капитала, если банк не снизит темпы кредитования. Отметим, что оно уже замедляется: прирост портфеля в 1П 2013 г. составил 22% против 100% за 12 месяцев, предшествующих отчетной дате.

**... несмотря на опережающее ухудшение качества**

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении во 2 кв. 2013 г. увеличился на 5,8 млрд руб. до 27,3 млрд руб., объем списанных кредитов составил 5,2 млрд руб. (на 44% выше, чем в 1 кв. 2013 г.), из них большая часть пришлась на cash-кредиты. NPL 90+ в сумме со списанными кредитами в 1П 2013 г. составил ~11,3% портфеля. В ответ на это банк повысил норму резервирования на 1,2 п.п. до 10,7%. В результате покрытие резервами NPL осталось на комфортном уровне 125%, однако, оно 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. В связи с этим ХКФБ ужесточил процедуру одобрения кредитных заявок и сократил лимиты, что замедлит темпы кредитования в сравнении с прошлым годом.

**Образовался избыток**

Приток средств на клиентские счета (+31 млрд руб., большая часть - депозиты физлиц)

ликвидности, в том числе, за счет связанных сторон

оказался на одном уровне с приростом кредитного портфеля (+33 млрд руб.). За счет РЕПО (под залог ценных бумаг) банк привлек ликвидность в размере 8,2 млрд руб., которая была размещена на рынке МБК, что, вероятно, было обусловлено реализацией арбитража между ставками о/п РЕПО и RUONIA/валютный своп. Также связанные стороны разместили 7,7 млрд руб. под ставку 9,8% со сроком до погашения более 1 месяца. В результате на балансе образовался избыток ликвидности, который может быть использован, в том числе, для прохождения оферты 22 октября по БО-1,3 номиналом 7 млрд руб.

Страхование вносит основной вклад в прибыль

Ухудшение качества кредитов приводит к тому, что процентный доход за вычетом отчислений в резервы сокращается (с 4,3 млрд руб. в 1 кв. 2013 г. до 3,4 млрд руб.), несмотря на продолжающийся рост кредитного портфеля. Мы ожидаем дальнейшего спада этого показателя по мере роста NPL. Основной вклад в прибыль сейчас вносят доходы от страхования заемщиков, которые выросли на 41% кв./кв. до 7,3 млрд руб., сильно опередив темп кредитования.

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность. Выпуск БО-2 котируется с YTM 8,8% @ февраль 2016 г. (= ОФЗ + 235 б.п.) и справедливо оценен в сравнении с выпусками Кредит Европа Банка и БРС, которые торгуются со спредом к ОФЗ в 250-300 б.п. Мы считаем бумаги НСФВ 20 (YTM 8,7%) одними из наиболее интересных в сегменте субординированных бумаг качественных эмитентов. Среди "субордов" универсальных банков мы считаем недооцененными STPETE 18 (YTM 9,6%). Потенциал ценового роста ограничивается текущей негативной конъюнктурой рынка.

## Уралкалий: амбициозный план при слабом рынке

Результаты оцениваем негативно из-за слабой конъюнктуры

Уралкалий (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал ожидаемо плохие результаты по МСФО за 1П 2013 г. на фоне падения цен на калий и снижения спроса. В ходе телеконференции менеджмент представил новую стратегию продаж, которая предполагает максимизацию объемов, в то время как ранее «проповедовалась» политика высоких цен в ущерб объемам. Мы по-прежнему считаем, что даже при полной загрузке мощностей компании не удастся компенсировать эффект от падения цен на рынке. Кроме того, мы опасаемся, что Уралкалий может не удержать долговую нагрузку ниже 2,0x в терминах Чистый долг/ LTM EBITDA до конца года, а это, в свою очередь, может привести к понижению кредитных рейтингов.

### Ключевые финансовые показатели Уралкалия

в млн долл., если не указано иное	1П 2013	1П 2012	изм.
Общая выручка	1 614	2 234	-28%
Чистая выручка*	1 348	1 904	-29%
ЕБИТДА	876	1 449	-40%
Рентабельность по ЕБИТДА	54,3%	64,8%	-10,5п.п.
Чистая прибыль	397	842	-53%
Операционный поток	881	1 092	-19%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-419	-439	-4%
Капвложения	-182	-173	+5%
Финансовый поток	-1 067	-292	+3,7x
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 декабря 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 003	3 942	+2%
Краткосрочный долг	1 226	1 122	+9%
Долгосрочный долг	2 777	2 820	-2%
Чистый долг	2 709	2 277	+19%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,50x	0,96x	-

\* Выручка за вычетом расходов на ж/д, морские перевозки  
Источник: управленческие данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Слабая рыночная конъюнктура и несоблюдение ценовой дисциплины привели к пересмотру стратегии продаж**

Выручка в 1П 2013 г. упала на 28% г./г. до 1 614 млн долл., а чистая выручка (за вычетом расходов на ж/д, морские перевозки) - на 29% г./г. до 1 348 млн долл. Основной причиной стало сокращение средней приведенной экспортной цены реализации калия с 380 долл. до 316 долл./т и объемов экспортных продаж на 20% г./г. до 3,3 млн т в результате: 1) ценовой коррекции во всем мире, вызванной сокращением субсидий на покупку удобрений в Индии в 2012 г. и существенной девальвацией валют большинства ключевых стран-потребителей калия в Латинской Америке и Юго-Восточной Азии; и 2) усиления конкуренции со стороны других калийных игроков, в особенности канадских производителей. Так, в течение 1П 2013 г. компания потеряла 5 п.п. в доле мирового рынка, в то время как канадские производители (Potash Corp., Mosaic и Agrium) пропорционально нарастили ее.

С учетом того, что ценовая дисциплина среди производителей слабо соблюдалась на рынке, компания приняла решение переориентировать свою сбытовую политику на максимизацию объемов, а не цен, что вполне оправданно, принимая во внимание самые низкие в индустрии денежных затрат на производство тонны калия и мировое лидерство по мощностям. Кроме того, недовольство бывшего партнера по сбыту - Беларуськалия совместной маркетинговой политикой и начало им продаж калия вне рамок общего трейдера БКК послужило катализатором для «развода» с белорусским партнером и перехода к новой стратегии продаж.

**Мы сомневаемся, что компании удастся выполнить план продаж на 2013 г.**

Компания подтвердила план по производству - 10,5 млн т калия до конца года (6 млн т во втором полугодии), что выглядит достаточно агрессивно, на наш взгляд, с учетом того, что Уралкалий не планирует увеличивать поставки продукции по железной дороге в Северный Китай, а подписание нового контракта с покупателями из Индии и Китая можно ожидать не ранее 4 кв. 2013 г. Исходя из этого, мы считаем, что компания будет активна на ключевых спотовых рынках (Бразилия, Юго-Восточная Азия), предлагая скидки покупателям, чтобы увеличить объем продаж и нарастить долю рынка. Однако даже при этом мы сомневаемся, что компании удастся выполнить план продаж на этот год в условиях по-прежнему слабого спроса и обесценения валют большинства развивающихся стран.

**Программа капвложений до 2020 г. скорректирована**

Операционный денежный поток Уралкалия сократился на 19% до 881 млн долл., но динамика была лучше, чем по EBITDA в основном за счет сокращения оборотного капитала. Капзатраты за период составили 182 млн долл., что сопоставимо с инвестициями годом ранее. Программа капвложений на весь год по-прежнему составляет 650 млн долл., из которых 250 млн долл. - на поддержание мощностей, а оставшаяся сумма - на их расширение, разработку Усть-Яйвинского и Половодовского участков. Однако в случае сохранения негативной ситуации на мировом рынке калия компания готова сократить инвестиции. Отметим также, что программа развития до 2020 г. уже снижена с учетом новых реалий на рынке: новый план предполагает выход на мощность 15 млн т к концу периода против 16,5 млн т, запланированных ранее.

**Долговая нагрузка выросла...**

Общий долг Уралкалия почти не изменился с конца 2012 г. и составил 4 млрд долл. Падение EBITDA и выкуп акций с рынка привели к сокращению денежных средств и росту чистого долга. Показатель Чистый долг/LTM EBITDA увеличился с 0,96x на конец 2012 г. до 1,50x. После размещения 5-летних евробондов номиналом 650 млн долл. (@3,723%) в конце апреля средняя эффективная ставка по портфелю сократилась до 3,76%. В сентябре Совет директоров Уралкалия предложил акционерам одобрить привлечение кредитов на 400 млн долл. на 7 лет от Сбербанка и 5-летний кредит VTB Capital на 32,85 млрд руб. для рефинансирования задолженности 2014 г.

**...и может превысить 2,0x на конец года**

Напомним, что после отчетной даты компания выкупила 6,4% собственных акций у одного из крупных акционеров, Зелимхана Муцоева, за 1,3 млрд долл. Кроме того, в течение июля было приобретено акций с рынка на 260 млн долл. (из собственных средств). Таким образом, показатель про-форма Чистый долг/LTM EBITDA на конец июля, по нашим оценкам, составил 2,3-2,4x. Если компании не удастся удержать данный показатель на уровне 2,0x на конец года, (что, по нашему мнению, вполне реально), рейтинговые агентства могут понизить кредитный рейтинг ниже инвестиционного.

**Бонды URKARM 18  
выглядят дорого даже  
относительно  
Газпрома**

Ценовые потери евробондов эмитента, понесенные после объявления изменения стратегии продаж, недавно были частично восстановлены: премия URKARM 18 к PHORRU 18 сократилась с 60 б.п. до 15 б.п. По-видимому, участники рынка позитивно отреагировали на слухи о возможном выходе С. Керимова из состава акционеров и восстановлении отношений с Беларуськалием при новом инвесторе. Однако мы считаем, что в случае смены акционера существует угроза повышения долговой нагрузки компании для выплаты больших дивидендов, чтобы «отбить» инвестиции нового акционера. В настоящий момент недооцененным являются бонды GAZPRU 19, котирующие почти без дисконта к близким по дюрации URKARM 18.

## 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	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?  
Промышленность «обнулила счет»

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

Рубль обновил минимум

### Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

### Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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 Цвяян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+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.