



7 апреля 2016 г.

## Мировые рынки

### Небольшого снижения запасов в США оказалось достаточно для восстановления нефти

Публикация отчета EIA, указавшего на снижение коммерческих запасов нефти в США (на 4,9 млн барр.), смогла остановить недавнюю коррекцию нефти, которая была связана с разочарованием по поводу возможных итогов встречи стран-производителей по добыче. Отметим, что данные о недельной динамике запасов нефти в США являются очень волатильными, и инвесторы обычно не придают им большого значения. Однако сейчас данные EIA были восприняты как опережающий индикатор ситуации в отрасли сланцевой нефти США, которая является главным фактором, влияющим на избыток нефти в мире. Возникшие ожидания дальнейшего сокращения производства нефти в США вместе с планом Кувейта по фиксации добычи странами на уровне февраля вызвали спекулятивный рост нефти (с < 39 долл./барр. до >40 долл./барр., Brent).

### Стенограмма FOMC не предполагает повышение ставки в апреле

Вышедший вчера протокол с последнего заседания FOMC (в марте) свидетельствует об отсутствии "ястребиных" настроений у большинства членов комитета (лишь 2 из 17 высказались за повышение ключевой ставки). Есть обеспокоенность относительно того, что ужесточение монетарной политики в апреле будет транслировать ощущение спешности, которое члены комитета пока считают неуместным. В результате на заседании 26-27 апреля ставка, скорее всего, останется неизменной, как и предполагает рынок фьючерсов. Основным интерес представляют действия ФРС на заседании 14-15 июня, рынок лишь с вероятностью 20% предполагает повышение ставки.

## Рынок ОФЗ

### Спрос на аукционах свидетельствует не в пользу дальнейшего снижения доходностей

В результате аукциона Минфину удалось разместить лишь 17,4 млрд руб. из предложенных 20 млрд руб. бумаг 16-летнего выпуска 26218, при этом отсечка 94,4% (YTM 9,39%) от номинала предполагает дисконт 15 б.п. к рынку до аукциона. Таким образом, большая часть заявок предполагала более существенный ценовой дисконт, что свидетельствует об отсутствии ожиданий по дальнейшему снижению доходностей. Немного лучше прошло размещение плавающего выпуска 29006: все 10 млрд руб. были реализованы, при этом отсечка 106,33% от номинала оказалась на 25-30 б.п. ниже рынка. После аукционов благодаря отскоку нефти и последовавшему за ним укреплению рубля, сделки в выпусках проходили на 20-30 б.п. выше отсечек.

## Рынок корпоративных облигаций

### Банк ФК Открытие: основной доход от валюты и бондов. См. стр. 2

Банк ФК Открытие (BB-/Ba3/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2015 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Несмотря на то, что весь чистый процентный доход (49,9 млрд руб.) ушел на создание резервов под обесценение ссуд (49,2 млрд руб.), банку удалось показать прибыль (6,6 млрд руб.) главным образом за счет 1) дохода, полученного от операций с иностранной валютой (на споте и с производными инструментами), который составил 23 млрд руб.; 2) переоценки торгового портфеля ценных бумаг (13,9 млрд руб.). Учитывая отсутствие дефицита капитала и принимая во внимание системную значимость банка, мы рекомендуем покупать старый "суборд" NMOSRM 19 с YTM 8,5%, который предлагает премию более 300 б.п. к старшим бондам NMOSRM 18. На локальном рынке интерес представляют короткие выпуски Открытие Холдинг-2,4 (YTP 13,9% @ июнь 2016 г.) и Открытие Холдинг-6 (YTP 13,9% @ август 2016 г.).

### ТМК: инвесторы стали очень разборчивы к кредитному риску

В результате сбора книги заявок на покупку 3-летних облигаций ТМК (B+/B1/-) в объеме 5 млрд руб. организаторам не удалось снизить первоначальный ориентир, ставка купона была определена по верхней границе 13% годовых, что соответствует YTP 13,42% (=ОФЗ + 416 б.п.). По нашему мнению, такой исход был обусловлен совокупностью факторов, основными из которых являются 1) слабый набор рейтингов (не у всех УК, управляющих пенсионными средствами, декларация позволяет бумаги с рейтингом ниже "BB-/Ba3"); 2) невысокое кредитное качество эмитента (по итогам 2015 г. Чистый долг достиг 3,9x LTM EBITDA) в условиях слабой отраслевой конъюнктуры. Таким образом, несмотря на "гонку" за фиксированной ставкой в ожидании ее дальнейшего снижения под давлением избытка ликвидности, инвесторы стали очень осторожно подходить к оценке кредитного риска, реализация которого в прошлом году стоила банковской системе более 1,4 трлн руб. (столько было отчислено в резервы). Результат размещения ТМК свидетельствует об отсутствии потенциала для ценового роста недавно размещенных 5-летних бумаг ЕвразХолд 1P1R (YTM 13%), эмитент которых также характеризуется повышенной долговой нагрузкой.

## Банк ФК Открытие: основной доход от валюты и бондов

**Убытка удалось избежать благодаря ценным бумагам и операциям с валютой**

Банк ФК Открытие (BB-/Ba3/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2015 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Несмотря на то, что весь чистый процентный доход (49,9 млрд руб.) ушел на создание резервов под обесценение ссуд (49,2 млрд руб.), банку удалось показать прибыль (6,6 млрд руб.) главным образом за счет 1) дохода, полученного от операций с иностранной валютой (на споте и с производными инструментами), который составил 23 млрд руб. (для сравнения отметим, что Роснефть в 2015 г. продала на валютном рынке 45 млрд долл.); 2) переоценки торгового портфеля ценных бумаг (13,9 млрд руб.).

**Финансирование carry-trade в евробондах РФ заняло большую часть баланса**

Существенное увеличение баланса банка произошло вследствие выдачи ссуд компаниям, находящимся под контролем акционеров, на сумму 638,5 млрд руб., при этом их общий объем достиг 833 млрд руб., что существенно превышает размер регулятивного капитала (в соответствии с Базель 1 он составляет 313,5 млрд руб.). Учитывая, что прирост кредитного портфеля произошел в основном за счет компаний, осуществляющих брокерские операции и операции с ценными бумагами (их кредитование возросло на 788 млрд руб. до 1,6 трлн руб.), можно предположить, что именно они и являются связанными с банком (находятся под контролем тех же акционеров). На сопоставимую величину выросла и задолженность по РЕПО перед ЦБ (на 570 млрд руб. до 1,27 трлн руб.) главным образом за счет использования в качестве обеспечения евробондов РФ (именно по этой причине норматив Н6 не нарушается). Собственная позиция в евробондах РФ составляет всего 94 млрд руб. По-видимому, таким образом банк финансирует позицию в евробондах РФ, находящихся на балансе связанных компаний, которые получают carry над ставкой валютного РЕПО ЦБ.

**Бессрочные суборды и интеграция приобретенного банка Петрокоммерц позволили нарастить капитал 1-го уровня**

Банку удалось нарастить капитал 1-го уровня на 50 млрд руб. главным образом за счет интеграции банка Петрокоммерц (19 млрд руб.) и изменения условий по старым субординированным займам (отмена срока погашения, валюта изменилась на долл. США, появилось право отказаться от выплаты процентов) на сумму 26,6 млрд руб. (в рублевом эквиваленте). Увеличить капитал 2-го уровня на 24 млрд руб. позволила докапитализация от АСВ в обмен на ОФЗ. Эти транзакции позволили повысить достаточность капитала 1-го уровня на 2,34 п.п. до 10,64% (по Базель 1 на основе МСФО). По РСБУ показатель Н1.0 за год поднялся на 37 б.п. до 13,35%, на 1 марта 2016 г. он составил 13,09%, что предполагает высокий запас над минимально допустимым уровнем (8%), в абсолютном выражении банк может абсорбировать чистый убыток 120 млрд руб.

### Ключевые финансовые показатели ФК Банк Открытие

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015	31 дек. 2014	изм.
<b>Активы, в т.ч.</b>	<b>3 363,5</b>	2 595,9	+30%
Кредиты клиентам до резервов	2 657,1	1 825,2	+46%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,9%	2,6%	+2,3 п.п.
Средства клиентов	1 255,9	1 023,0	+23%
<b>Собственный капитал</b>	<b>216,0</b>	157,8	+37%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,7%	12,4%	+3,3 п.п.
ROE	7,7%	6,2%	+1,5 п.п.
ROA	0,2%	0,4%	-0,2 п.п.
<b>В млрд руб., если не указано иное</b>	<b>2015</b>	2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	49,9	65,6	-24%
Чистый комиссионный доход	11,7	13,2	-11%
Операционные доходы	53,6	44,1	+21%
Чистая прибыль/убыток	6,6	5,9	+17%
Чистая процентная маржа	3,8%	4,5%	-0,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

<b>Кредитование на спаде</b>	Размер кредитного портфеля без учета компаний, осуществляющих брокерские операции и операции с ценными бумагами, почти не изменился г./г., составив 1,06 трлн руб. Учитывая, что в 2015 г. было ослабление рубля, а часть портфеля номинирована в инвалюте, произошло сокращение кредитования.
<b>Кредитный риск продолжит реализовываться, оказывая давление на прибыль</b>	Показатель NPL 90+ увеличился почти в 3 раза до 130 млрд руб., что, по нашим оценкам, составляет 12% всего портфеля (без учета ссуд по соглашениям РЕПО). Неполное покрытие NPL 90+ резервами (70%), по мнению менеджмента, компенсируется наличием обеспечения. Менеджмент ожидает в 2016 г. стоимость риска на уровне 2015 г. (то есть в резервы будет направлено 49 млрд руб., это при текущей процентной марже означает получение чистого убытка, если не будет получена такая же высокая прибыль по торговым операциям).
<b>Интересен старый суборд NMOSRM 19</b>	Учитывая отсутствие дефицита капитала и принимая во внимание системную значимость банка, мы рекомендуем покупать старый "суборд" NMOSRM 19 с YTM 8,5%, который предлагает премию более 300 б.п. к старшим бондам NMOSRM 18. На локальном рынке интерес представляют короткие выпуски Открытие Холдинг-2,4 (YTP 13,9% @ июнь 2016 г.) и Открытие Холдинг-6 (YTP 13,9% @ август 2016 г.).

**Денис Порывай**  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Распадская
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «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 и другие финансовые инструменты. 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.