



13 апреля 2015 г.

## Мировые рынки

### Ралли в бондах РФ сходит на нет

Опубликованная в конце прошлой недели динамика экспортных и импортных цен в США в марте (+0,1% м./м. и -0,3% м./м., соответственно) вновь указывает на отсутствие инфляционных рисков (рост цен в годовом выражении остается отрицательным), что является еще одним аргументом в пользу переноса повышения ключевой ставки на более поздний срок. Американские индексы акций прибавили 0,5%, и теперь от максимума их отделяет всего 0,7%.

Суверенные бонды РФ выглядели хуже GEM: бонды Russia 42 подешевели на 2 п.п., при этом G-спред к бразильским бумагам расширился до 30 б.п. По-видимому, катализатором фиксации прибыли стало еще одно повышение ставки валютного РЕПО (см. в теме ниже), в то время как рынок бондов РФ уже продемонстрировал существенное восстановление (с начала года 5Y CDS сузился с локального максимума 630 б.п. до 340 б.п.). Мы рекомендуем инвесторам переключаться в корпоративные бонды (из списка валютного РЕПО), которые имеют расширенные спреды (более 170 б.п.) к суверенной кривой.

## Валютный и денежный рынок

### ЦБ продолжил ужесточать условия валютного фондирования. Сохраняем рекомендацию продавать IRS и покупать ХССУ (ожидаем дальнейшего расширения базиса на всех сроках)

С сегодняшнего дня ЦБ повышает ставки по предоставлению валюты: 1) по операциям РЕПО на 50 б.п. на срок 1 неделя и 28 дней (до LIBOR + 150 б.п.) и на 75 б.п. на 12 месяцев (до LIBOR + 175 б.п.); 2) по валютным кредитам "312-П" на 50 б.п. на срок 28 дней (до LIBOR + 175 б.п.) и на 75 б.п. на 365 дней (до LIBOR + 200 б.п.). Напомним, что первый раз регулятор повысил стоимость валютного рефинансирования 30 марта с аналогичной формулировкой - "изменение конъюнктуры валютного рынка". Удорожание при этом не помешало рублю укрепиться к доллару еще на 6 рублей на фоне относительно стабильных цен на нефть. Новое скорое повышение ставок, по-видимому, означает, что столь дешевая валюта уже не требуется (валютный рынок стабилизировался), более того, ее избыток может привести к другой крайности, в которой рубль будет "перекупленным" в сравнении с ценами на нефть в течение продолжительного времени. На решение ЦБ валютный рынок отреагировал укреплением доллара к рублю на 3,5 руб. от локального минимума (50,27 руб.), но сегодня с утра рубль вновь укрепился (до 51,8 руб.), что указывает как на сохранение высокого предложения валюты на продажу (прежде всего, со стороны населения), так и на то, что дифференциал между стоимостью валюты от ЦБ и доходностью рублевых активов остается большим (это создает спекулятивный спрос на рубль со стороны тех, кто не ожидает ослабления рубля более чем на величину этого дифференциала). Наша рекомендация от 30 марта (см. комментарий "ЦБ предупреждает спекуляции за счет валютного рефинансирования") оправдалась: спред между годовыми IRS-ХССУ расширился с 50-60 б.п. до 100-120 б.п. Мы считаем, что ЦБ продолжит ужесточать условия предоставления валютного фондирования. Как следствие, спред между IRS/OIS и ХССУ/FX swap продолжит расширение (как минимум до 200 б.п. по 1-летним контрактам).

## Рынок корпоративных облигаций

### ФК Банк Открытие: ключевое звено валютного рефинансирования ЦБ

Результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г. мы оцениваем умеренно негативно. Банк получил чистый убыток 0,7 млрд руб. Существенное увеличение баланса банка произошло вследствие выдачи валютных кредитов в размере ~600 млрд руб. (в рублевом эквиваленте), что вместе с обесценением рубля обеспечило основной прирост кредитного портфеля на 75% до 1,8 трлн руб. Резервы полностью не покрывают показатель NPL 90+ (84% против 100% в 3 кв. 2014 г. и 125% в 2013 г.). Смягчение политики, скорее всего, связано с некоторым дефицитом капитала. Поддержку окажет ожидаемое от АСВ поступление 99 млрд руб. в рамках санации банка ТРАСТ, а также 55,6 млрд руб. по программе докапитализации с использованием ОФЗ. Мы рекомендуем покупать старый "суборд" NMOSRM 15 с YTM 7%, который предлагает наибольшую доходность среди бумаг крупнейших банков РФ.

## ФК Банк Открытие: ключевое звено валютного рефинансирования ЦБ

### Валютные мега-кредиты почти удвоили кредитный портфель....

Банк ФК Открытие (BB-/Ba3/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Банк получил чистый убыток 0,7 млрд руб. по причине обесценения портфеля ценных бумаг (10,1 млрд руб.), а также роста операционных расходов (на 2,3 млрд руб.). Существенное увеличение баланса банка произошло вследствие выдачи валютных кредитов на ~600 млрд руб. (в рублевом эквиваленте), что вместе с обесценением рубля обеспечило основной прирост кредитного портфеля на 75% за квартал до 1,8 трлн руб. Отметим, что рублевое кредитование выросло на 22% до 1 трлн руб., главным образом, за счет корпоративного кредитования (розница прибавила всего 2,5%). Возможно, спрос на рублевые кредиты предъявляли компании, рефинансирующие свои внешние обязательства, в период, когда инструменты валютного рефинансирования ЦБ РФ еще не были запущены.

### ... оказав давление на капитал, несмотря на вливания со стороны акционеров

В 4 кв. капитал банка был увеличен на 21,4 млрд руб. (15% от собственных средств), главным образом, за счет средств НПФ (его доля возросла с 16,88% до 19,19%) и прочих акционеров (их доля почти удвоилась до 20%). При этом доля Группы Открытие Холдинг сократилась с 73% до 61,5%. Несмотря на осуществленные вливания в капитал, значительный рост RWA (на 38%) оказал давление на достаточность капитала (показатель снизился на 2,1 п.п.). По РСБУ показатель Н1.0 составил 12,06% на 1 марта 2015 г., что является умеренным уровнем. Дополнительную поддержку окажет ожидаемое поступление от АСВ 99 млрд руб. в рамках санации банка ТРАСТ, а также 55,6 млрд руб. по программе докапитализации с использованием ОФЗ.

### Ключевые финансовые показатели ФК Банк Открытие

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	2 595,9	1 517,0	+71%
Кредиты клиентам до резервов	1 825,2	1 042,0	+75%
NPL 90+/Кредитный портфель	2,6%	3,5%	-0,9 п.п.
Средства клиентов	1 023,0	858,5	+19%
Собственный капитал	157,8	141,3	+12%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,4%	14,5%	-2,1 п.п.
ROE	6,2%	8,6%	-2,4 п.п.
ROA	0,4%	0,6%	-0,2 п.п.

  

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	17,0	16,3	+4%
Чистый комиссионный доход	3,2	3,1	+3%
Операционные доходы	9,9	9,2	+8%
Чистая прибыль/убыток	-0,7	0,4	-
Чистая процентная маржа	3,8%	5,1%	-1,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

### ЦБ → ФК Банк Открытие → компании(я) из реального сектора

Валютные кредиты, выданные в размере 600 млрд руб. в 4 кв., обеспечены корпоративными облигациями номиналом 625 млрд руб., которые банк, в свою очередь, использовал как залог для получения валютного РЕПО в ЦБ. Отметим, что примерно на такую величину Роснефть разместила в конце прошлого года рублевые облигации, которые, по данным СМИ, были использованы в сделках валютного РЕПО с ЦБ.

Для финансирования рублевого кредитования (+192 млрд руб.) банк использовал валютное рефинансирование от ЦБ (312-П и РЕПО) в объеме порядка 300 млрд руб. По-видимому, в конце года банк столкнулся с оттоком клиентских средств, который был компенсирован притоком бюджетных расходов лишь в последних числах месяца, что и обусловило некоторую избыточность рублевого фондирования от ЦБ.

### Кредитование связанных сторон возросло

Вместе с задолженностью перед ЦБ увеличилось и кредитование связанных компаний (216 млрд руб. против 34 млрд руб. в 3 кв.), которое превышает собственный капитал банка.

13 апреля 2015 г.

**Резервы не покрывают  
NPL 90+**

Показатель NPL 90+ увеличился на 32% кв./кв. до 48 млрд руб., что в сумме с реструктурированными кредитами составляет умеренные 3,6% всего портфеля (ниже, чем в среднем по банковской системе). Однако если вычесть валютные "мега-кредиты", то это значение возрастет до 5,3%, что выше чистой процентной маржи 3,8%. В отличие от 3 кв. резервы полностью не покрывают показатель NPL 90+ (84% против 100% в 3 кв. 2014 г. и 125% в 2013 г.). Смягчение политики резервирования, скорее всего, связано с некоторым дефицитом капитала.

Мы рекомендуем покупать старый "суборд" NMOSRM 15 с YTM 7%, который предлагает наибольшую доходность среди бумаг крупнейших банков РФ.

**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

Население включило режим экономии

### Платежный баланс

Резкое падение импорта поддержит рубль

### Инфляция

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

### Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Бюджет

Дефицит бюджета в январе повышает вероятность более интенсивных поступлений госсредств в систему в ближайшие месяцы

### Рынок облигаций

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

### Банковский сектор

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

ЦБ включает антикризисные механизмы



# #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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### 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



# #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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
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
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.