

# Облигации

05.03.2018. Данный обзор является частью обзора Регулярный #1.

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале и оставьте свой отзыв

[goo.gl/3f1Vjd](https://goo.gl/3f1Vjd)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](http://mozgovik.com)

## Облигации Открытие Холдинг

29 августа 2017 года Банк России объявил о санации банка «ФК Открытие» [1], а ровно через три месяца возложил функций временной администрации по управлению банком на ООО «Управляющая компания Фонда консолидации банковского сектора» [2]. При этом было решено не вводить мораторий на удовлетворение требований кредиторов и не применять механизм конвертации средств кредиторов в акции (bail-in). На этой новости изрядно просевшие к тому времени облигации банка начали отыгрывать падение и достаточно быстро вернулись к «допроблемному» уровню. Это хорошо видно на графике облигаций ФК ОТКРЫТИЕ-БО-П03



С облигациями АО «Открытие Холдинг» ситуация развивалась более драматично. Поначалу казавшаяся позитивной новость о санации, достаточно быстро была переоценена рынком и уже на следующий день началось стремительное падение, продолжающееся и по сей день.



Мы попробуем разобраться в причинах и оценить дальнейшие перспективы холдинга.

Помимо самого банка «ФК Открытие» в периметр санации попали Страховая Компания «Росгосстрах», Национальный банк «ТРАСТ», ПАО «Росгосстрах Банк», АО «НПФ Лукойл-гарант», АО «НПФ Электроэнергетики», ОАО «НПФ «РГС», АО «Открытие Брокер», а также «Точка» и Рокетбанк [1]. Получилась ситуация, при которой долги холдинга остались на холдинге, а активы перетекли ЦБ. Сейчас в «Открытие Холдинг» входят только управляющая компания «Открытие» и ряд ее дочерних компаний, а также АО «Архангельское геологодобычное предприятие», «Балтийский лизинг» [11] и девять зарубежных компаний. На сегодняшний день, владельцами «Открытия Холдинга» являются: Александр Бухарин через Accles Holdings Limited (19,56%), Вадим Беляев через Atesolia Investment Ltd (11,1%), группа «ИФД КапиталЪ» Леонида Федун и Вагита Алекперова через Reserve Invest Holding (11,9%), ВТБ (9,9%), Рубен Аганбегян (7,9%), ООО «Актив инвест» (7,1%), Velinio Holdings Limited (9,9%), а также Metriliano Investments Ltd (6%) [9, 10].

С октября 2017 года холдинг проводит серию реструктуризаций, суть которых сводится к переносу ближайшей оферты и получение отсрочки по выплате следующего купона. Держатели 14 выпусков согласились изменить условия с первого раза. Реструктуризация выпуска Открытие Холдинг-3-боб (RU000A0JURM2) потребовала повторного собрания держателей облигаций из-за недобора голосов отданных за реструктуризацию. На втором собрании решение было принято единогласно. Представитель холдинга назвал целью реструктуризации облигаций «оптимизацию финансовых обязательств компании», подчеркнув, что этот процесс не связан с тем, что холдинг не может выплатить купон [3].

Эти события крайне разочаровали кредиторов, как результат, цена достаточно быстро пробила вниз 20% от номинала. На данный момент, если холдинг выполнит свои

обязательства, покупка рублёвых облигаций «Открытие Холдинг» принесет более 500% годовых.

Сейчас в обращении находятся 15 выпусков рублевых облигаций «Открытие Холдинг».

Номер регистрации	Наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Объем эмиссии, руб
4B02-02-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П02	07.08.2017	23.07.2029	5 000 000 000
4B02-03-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П03	07.08.2017	23.07.2029	10 000 000 000
4B02-04-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П04	07.08.2017	22.07.2030	15 000 000 000
4B02-01-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П01	14.06.2017	26.05.2032	35 000 000 000
4B02-06-14406-A	Открытие Холдинг-6-боб	28.10.2016	03.10.2036	25 000 000 000
4B02-01-14406-A	Открытие Холдинг-1-боб	18.08.2015	05.08.2025	20 000 000 000
4B02-05-14406-A	Открытие Холдинг-5-боб	06.08.2015	20.07.2028	3 000 000 000
4B02-02-14406-A	Открытие Холдинг-2-боб	07.05.2015	20.04.2028	7 000 000 000
4B02-04-14406-A	Открытие Холдинг-4-боб	16.10.2014	30.09.2027	60 000 000 000
4B02-03-14406-A	Открытие Холдинг-3-боб	30.07.2014	14.07.2027	42 000 000 000
4-06-14406-A	Открытие Холдинг-6-об	15.08.2013	27.07.2028	5 000 000 000
4-05-14406-A	Открытие Холдинг-5-об	14.05.2013	25.04.2028	5 000 000 000
4-04-14406-A	Открытие Холдинг-4-об	26.12.2012	08.12.2027	5 000 000 000
4-03-14406-A	Открытие Холдинг-3-об	05.10.2012	17.09.2027	7 000 000 000
4-02-14406-A	Открытие Холдинг-2-об	29.12.2011	10.12.2026	5 000 000 000

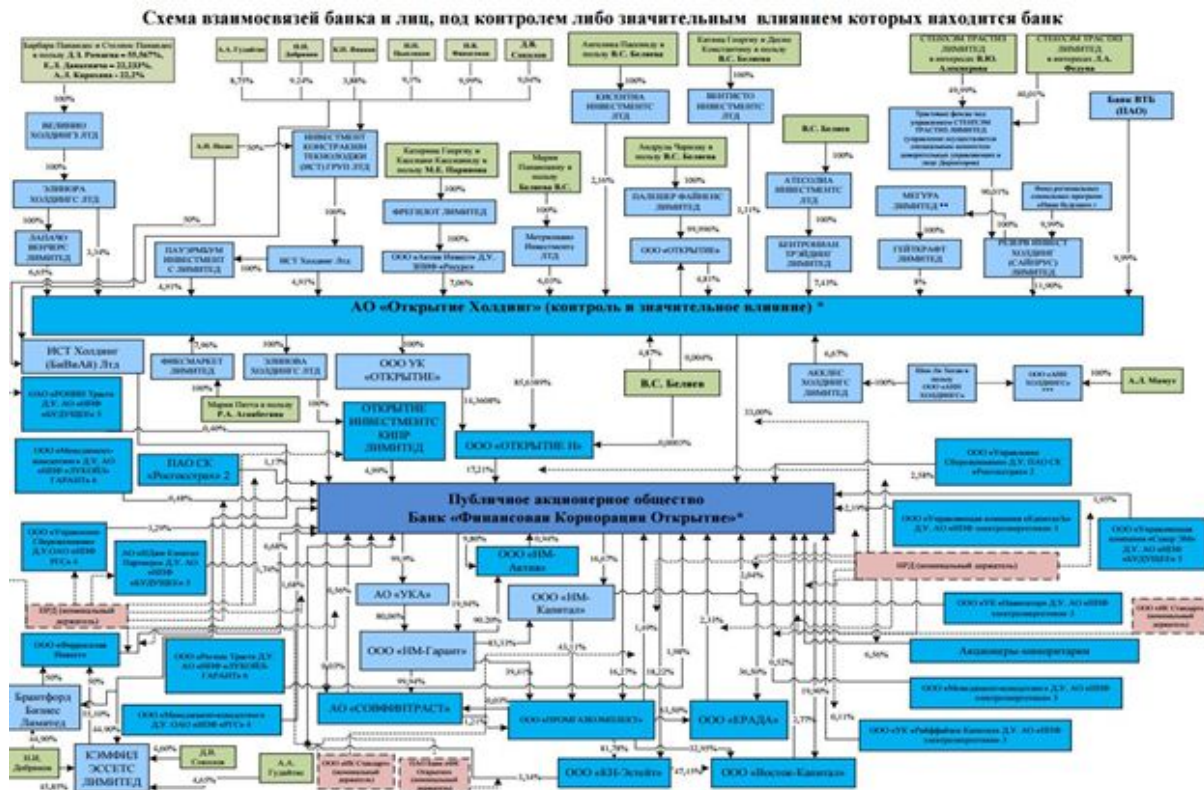
Все они успешно реструктуризированы, ближайшая выплата купона ожидается 01.11.2018.

Номер регистрации	Наименование выпуска	Объем эмиссии, руб	Ближайший купон
4B02-02-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П02	5 000 000 000	04.02.2019
4B02-03-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П03	10 000 000 000	04.02.2019
4B02-04-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П04	15 000 000 000	04.02.2019
4B02-01-14406-A-001P	Открытие Холдинг-БО-П01	35 000 000 000	12.12.2018
4B02-06-14406-A	Открытие Холдинг-6-боб	25 000 000 000	26.10.2018
4B02-01-14406-A	Открытие Холдинг-1-боб	20 000 000 000	12.02.2019
4B02-05-14406-A	Открытие Холдинг-5-боб	3 000 000 000	31.01.2019
4B02-02-14406-A	Открытие Холдинг-2-боб	7 000 000 000	01.11.2018
4B02-04-14406-A	Открытие Холдинг-4-боб	60 000 000 000	11.10.2018
4B02-03-14406-A	Открытие Холдинг-3-боб	42 000 000 000	23.01.2019
4-06-14406-A	Открытие Холдинг-6-об	5 000 000 000	08.11.2018
4-05-14406-A	Открытие Холдинг-5-об	5 000 000 000	06.11.2018
4-04-14406-A	Открытие Холдинг-4-об	5 000 000 000	19.12.2018
4-03-14406-A	Открытие Холдинг-3-об	7 000 000 000	28.12.2018
4-02-14406-A	Открытие Холдинг-2-об	5 000 000 000	20.12.2018

Есть подозрения, что значительной частью этих облигаций владеют структуры так называемого «московского кольца», также известные под аббревиатурой «БОМП». Это закольцованная структура, включающая в себя «ФК Открытие», МКБ, Промсвязьбанк и Бинбанк [4]. Эти банки активно кредитовали друг друга, осуществляли совместные инвестиции, подконтрольные им НПФ приобретали акции и облигации дружественных банков и холдингов. В итоге получился клубок из взаимных обязательств, которых в итоге приходится распутывать ЦБ.



Не менее сложная связка сложилась и внутри Холдинга Открытие. Чтобы оценить её сложность достаточно посмотреть на схему контролирующих лиц ФК Открытие



Структуры внутри холдинга также занимались взаимным кредитованием. Так у холдинга открыта кредитная линия в «Трасте» и «ФК Открытии» на 173 млрд. рублей [5].

К сожалению, нам известны, только данные опубликованные в открытых источниках и полная схема взаимных обязательств нам не видна. Однако, по косвенным признакам можно попробовать сделать определенные выводы. Так голосование по поводу реструктуризации проходило на удивление легко, даже с учетом того, что рядовым инвесторам не было предоставлено ни дорожной карты, ни банального объяснения руководством компании сложившейся ситуации. Нам кажется, что при таком отношении к кредиторам, быстро провести реструктуризацию 15 выпусков облигаций собрав 75% голосов «за» возможно только при условии, что подавляющее их большинство находится в одних руках или в тесно взаимодействующих структурах. Мы предполагаем, что после санации ФК Открытия, ПСБ и Бина львиная часть долгов «Открытие Холдинг» аккумулировалась в руках Центрального Банка. Частично нашу теорию подтверждает зампред ЦБ Василий Поздышев: "У холдинга действительно есть много облигаций, часть этих облигаций находится на балансе банка (ФК Открытие). Сейчас мы ведем переговоры с холдингом по погашению этих облигаций. По предварительной оценке, холдинг не сможет погасить все эти облигации, весь этот объем. С холдингом сейчас ведутся переговоры по урегулированию обязательств холдинга за счет активов, принадлежащих холдингу и акционерам" [6]. Поэтому,

полагаем, что реструктуризация проводилась под контролем, а скорее всего даже под руководством ЦБ.

Хотелось отметить еще одну немаловажную деталь. Если обратиться к последнему отчету АО «Открытие Холдинг» [7], а именно к бухгалтерскому балансу на 30.09.2017 (стр. 83), то можно увидеть, что проценты к уплате меньше, чем проценты к получению

Проценты к получению	2320	32 943 825	20 634 732
Проценты к уплате	2330	-31 916 212	-24 011 498

Это говорит о том, что холдинг не только заемщик, но и крупный кредитор. Скорее всего, это всё тоже перекрестное кредитование в рамках БОМП.

Какие перспективы есть у облигаций холдинга в будущем? Тут мы видим несколько вариантов развития:

- холдинг выполняет свои обязательства
- холдинг проводит повторную реструктуризацию облигаций
- холдинг переходит на санацию ЦБ [8]
- банкротство холдинга

В силу неопределенности, все варианты вполне вероятны, так же возможны и неожиданные решения. Однозначно, дать рекомендацию на покупку или отказ от нее мы не можем, но на наш взгляд хоронить холдинг еще очень рано, и покупка лотерейного билета в виде облигации видятся нам не самым глупым решением. Одну рекомендацию мы все-таки можем дать, если вы решились на покупку, то настоятельно рекомендуем соблюдать лимиты и не превышать 1-3% от объема портфеля.

1. [http://www.cbr.ru/press/pr/?file=29082017\\_170003ik2017-08-29T16\\_54\\_35.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=29082017_170003ik2017-08-29T16_54_35.htm)
2. [http://www.cbr.ru/press/PR/?file=29112017\\_090037ik2017-11-29T08\\_59\\_22.htm](http://www.cbr.ru/press/PR/?file=29112017_090037ik2017-11-29T08_59_22.htm)
3. <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/01/10/747315-otkritie-holding-obligatsii>
4. <http://www.banki.ru/news/bankpress/?id=9960274>
5. <http://www.interfax.ru/business/591365>
6. <http://corp.1prime.ru/finance/20170914/827901259.html>
7. [http://openholding.ru/common/img/uploaded/PDF-files1/disclosure\\_ofc/edited2/3q2017-report.pdf](http://openholding.ru/common/img/uploaded/PDF-files1/disclosure_ofc/edited2/3q2017-report.pdf)
8. <https://www.kommersant.ru/doc/3422459>
9. <https://www.rbc.ru/business/20/02/2018/5a8c1e8d9a7947721fd04003>
10. [http://openholding.ru/common/img/uploaded/PDF-files1/disclosure\\_ofc/edited2/shareholders-150218.pdf](http://openholding.ru/common/img/uploaded/PDF-files1/disclosure_ofc/edited2/shareholders-150218.pdf)
11. <https://www.kommersant.ru/doc/3558974>

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале

[goo.gl/3f1Vjd](http://goo.gl/3f1Vjd)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](http://mozgovik.com)

#### ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный обзор предоставлен исключительно в информационных, ознакомительных целях. Материалы, содержащиеся в обзоре, не могут и не должны служить единственным источником информации для принятия инвестиционных решений. Инвестор принимает все инвестиционные решения на свой страх и риск. Каждый член аналитического партнерства подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении упомянутых активов или ценных бумаг, отражают его личную точку зрения.

Мы, группа аналитиков, заявляем, что не имеем деловых отношений с упоминаемыми в обзоре компаниями. Читатели могут быть уверены, что у партнерства не может быть конфликта интересов, которое может отразиться на объективности наших суждений. Некоторые из членов аналитического партнерства имеют инвестиционные портфели, позиции в котором совпадают с ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре. Мы высказываем свою искреннюю точку зрения, и не имеем цели своими рекомендациями спровоцировать повышение или понижение цен на активы, имеющиеся в портфелях участников партнерства.

Все мнения высказываются на дату, предшествующую дате рассылки этого обзора. Мы не можем гарантировать абсолютную точность цифр и фактов, содержащихся в обзоре, однако мы стараемся прикладывать все усилия для того, чтобы сведения, содержащиеся в данном обзоре, были точными. Ни один член партнерства не несет какой-либо ответственности за любые потери (убытки), которые могли(могут) возникнуть в связи с каким-либо использованием этого обзора.

#### ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИЛОСОФИЯ

Будущее в существенной степени неопределенно. Неопределенность со стороны негативных сюрпризов создает риски для ваших инвестиций. Любая компания может столкнуться с неожиданными проблемами, не поддающимися прогнозированию, а ее ценные бумаги могут существенно снизиться в цене. Для того чтобы снизить такие риски, мы настоятельно рекомендуем: 1) не использовать кредитные плечи 2) диверсифицировать свой инвестиционный портфель