



На текущей неделе Альфа-Банк (BB/Ba1/BB+) должен определиться с судьбой колл-опциона по субординированному выпуску еврооблигаций с погашением в 2017 году. Согласно эмиссионным документам, бумага может быть досрочно погашена на следующий рабочий день после даты пересмотра купонной ставки – 22 февраля т.г. (т.е. 23 февраля), при этом держатели бумаги должны получить соответствующее уведомление не позднее 30 дней до данного события (т.е. не позднее 23 января). В настоящее время бумагу можно купить по цене около 90% от номинала, что свидетельствует об уверенности инвесторов в неисполнении опциона.

Мы также видим более высокую вероятность того, что в конечном итоге опцион исполнен Альфа-Банком не будет, однако в целом ситуация представляется нам более чем неоднозначной. В связи с этим мы допускаем, что отдельные инвесторы могли бы рискнуть – приобрести инструмент сейчас, чтобы либо заработать 10 п.п. прибыли при положительном решении, либо потерять не более 2-3 п.п. при отрицательном. Рассмотреть вариант «переложиться» могут и держатели старших еврооблигаций ALFARU17.

Формальных ограничений для исполнения опциона нет...

- (1) размер обязательства невелик по меркам одного из крупнейших российских банков – всего 300 млн долл. по номиналу, причем часть инструмента была выкуплена банком в 2008-2009 гг. (согласно МСФО-отчетности, в обращении находятся бумаги на 250 млн долл.);
- (2) запас ликвидности Альфа-Банка более чем солиден – на 1 декабря 2011 г. (неконсолидированные данные РСБУ) он располагал 22,5 млрд руб. денежных средств, держал 15,2 млрд руб. на корсчетах в ЦБ и 16,6 млрд руб. – в прочих банках, а также имел инвестиции в облигации в объеме 65,6 млрд руб. (в общей сложности – более 3,8 млрд долл. высоколиквидных активов);
- (3) запас капитала Альфа-Банка также велик – если брать международные стандарты. Так, на 30 июня 2011 г. совокупный капитал банка для требований Базельского комитета составлял 4,6 млрд долл. (показатель достаточности – 17,6% при минимально допустимых 8,0%).

По внутрироссийским стандартам ситуация в первом приближении выглядит иной – показатель Н1 на 1 декабря составил 11,6% при минимально допустимых 10,0%. Вместе с тем, даже в случае исполнения опциона, по нашим подсчетам, показатель не должен был опуститься на 1 декабря ниже 10,6–10,7%. К тому же в прошлом руководство Альфа-Банка уже говорило о том, что близость Н1 к минимальной отметке не является критичной. В частности, в случае необходимости регулятивный капитал может быть увеличен за счет внутригрупповых сделок.

... главное препятствие – экономическая нецелесообразность.

По данным Bloomberg, в настоящее время старшие выпуски еврооблигаций Альфа-Банка с погашением в 2015 и 2017 гг. котируются с премией в 700–750 б.п. к кривой UST. При этом ставка купона по субординированному ALFARU17 в случае неисполнения опциона на 5-летний период будет закреплена на отметке в 546 б.п. над доходностью UST5 (на сегодняшний день соответствует 6,27% годовых).

Таким образом, в настоящий момент потенциальная ставка по инструменту меньше справедливой на 250–300 б.п. (учитывая 75–100 б.п. премии за субординированность), что соответствует ежегодной экономии в 6–7 млн долл. на процентных платежах (или 30–35 млн долл. за весь 5-летний период обращения инструмента). Безусловно,



в случае неисполнения опциона доходность UST5 будет фиксироваться для целей расчета новой ставки купона лишь через месяц, однако за это время движение рынков, которое позволило бы компенсировать данную разницу, представляется нам маловероятным.

Мотивы исполнить опцион банк может найти, даже несмотря на потенциально низкую ставку купона. Среди основных выделим:

- (1) жест доброй воли по отношению к инвесторам: исполнение колл-опциона традиционно позитивно воспринимается инвестиционным сообществом как гарантия стабильности и устойчивости финансовых институтов. Для Альфа-Банка важность данного фактора должна быть высокой, поскольку банк на регулярной основе выходит на рынок еврооблигаций с размещениями бенчмаркового объема (преимущественно – на длинные сроки).
- (2) желание избежать неблагоприятных сравнений: в декабре 2010 г. банк исполнил колл-опцион по субординированному выпуску ALFARU15, даже несмотря на то, что экономически целесообразным данное действие также не представлялось. В том случае, если банк не исполнит опцион сейчас, некоторые инвесторы могут со стороны интерпретировать эту динамику как свидетельство каких-то негативных процессов внутри банка.

Справедливости ради заметим, что в той ситуации разница между справедливой и возможной ставкой купона по бумаге – фактически, экономия банка – была меньше (по нашим оценкам, на момент принятия решения 60–100 б.п.), чем сейчас. К тому же на тот момент Альфа-Банк располагал большим запасом капитала – в частности, норматив Н1 на 01.12.10 г. составлял 15,27% (против 11,6% на 01.12.11 г.).

Можно вспомнить и о том, что второй по величине частный российский банк, проходивший через колл-опцион по субординированным еврооблигациям, – Номос-Банк (в глазах многих инвесторов по праву выглядит основным конкурентом Альфа-Банка) – исполнил его в октябре прошлого года, в разгар обвала финансовых рынков, даже несмотря на все тот же фактор отсутствия – по крайней мере, на поверхности – прямой экономической целесообразности.

В совокупности российские банки к настоящему времени 10 раз проходили через колл-опционы по своим субординированным еврооблигациям, из которых только 5 были исполнены (Сбербанком, ВТБ, Альфа-Банком, РСХБ и Номос-Банком).

- (3) прочие факторы, такие как желание банка избежать negative carry (избыточный объем не генерирующей доходы ликвидности лучше использовать на погашение долгов, чем держать на балансе) или сэкономить на выплатах по налогу на прибыль (в силу tax shield), могут, безусловно, приниматься им в расчет, но, скорее всего, будут играть второстепенное значение.

Резюме: какой линии поведения последует банк? Мы полагаем, что решение, стоящее перед Альфа-Банком, – не из простых. В других условиях банк мог бы исполнить опцион, рассчитывая рефинансировать одно субординированное обязательство чуть позже на рынках капитала за счет другого, пусть и под чуть более высокую ставку. Однако сейчас, когда финансовые рынки проходят через фазу глобальной неопределенности, банку может быть слишком трудно отказаться от более чем дешевого и одновременно с тем входящего в расчет капитала долга. Как следствие, мы склонны полагать, что **с большей вероятностью (около 60%) опцион все же исполнен не будет.**

Возможные торговые идеи. С учетом неопределенности ситуации и наличия большого количества доводов как «за», так и «против» исполнения опциона, некоторые инвесторы могут захотеть рискнуть

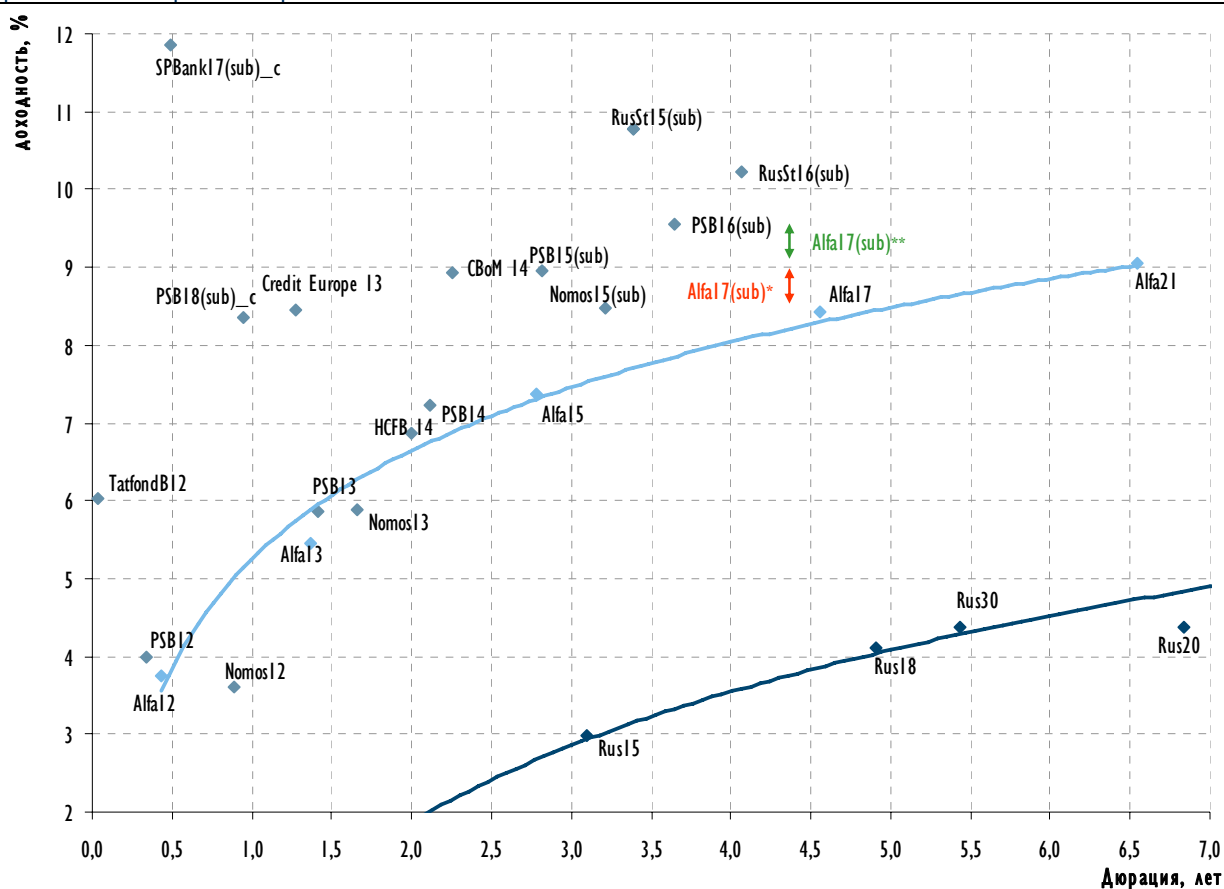
– приобрести бумагу сейчас в надежде на исполнение опциона. Если исходить из наблюдаемых цен предложения (90% от номинала), в случае успеха данная стратегия принесет 10 п.п. прибыли (в дополнение к НКД за месячный период держания), в случае провала потери обещают быть менее существенными – по нашим оценкам, не более 2-3 п.п. (так как нынешние котировки уже в целом отражают неисполнение опциона).

Инвесторы, обладающие доступом к долгосрочному фондированию, могут пожелать приобрести субординированный долг одного из наиболее надежных российских банков с целью удерживания до погашения – по нашим подсчетам, в зависимости от динамики UST5 в ближайший месяц, доходность данной операции в случае неисполнения опциона составит порядка YTM 8,6–9,0% @ февраль 2017 г. Заметим, что справедливая доходность инструмента в случае неисполнения опциона оценивается нами на сегодняшний день на уровне YTM 9,2–9,3%.

Рассмотреть вариант «переложиться» могут и держатели чуть более длинного старшего выпуска ALFARU17 (YTM 8,5% @ сентябрь 2017 г.) – с учетом приобретаемого ими по сути опциона на исполнение колла по субординированной бумаге.

Разумеется, ключевым фактором риска данных идей является необходимость переоценивать обязательство по справедливой стоимости в случае неисполнения опциона (mark-to-market) – цены субординированных инструментов традиционно отличаются большей волатильностью.

Кривая доходности еврооблигаций российских частных банков



* фактическая доходность в случае покупки еврооблигаций ALFARU17 сегодня по цене 90% от номинала, неисполнения колл-опциона Альфа-Банком и удерживания инструмента до погашения

** справедливая доходность в случае покупки еврооблигаций ALFARU17 сегодня, неисполнения колл-опциона Альфа-Банком и удерживания инструмента до погашения; достигается при цене покупки в 87-88% от номинала

Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Алексей Михайлов

+7 (495) 983 18 00 доб. 29014

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.