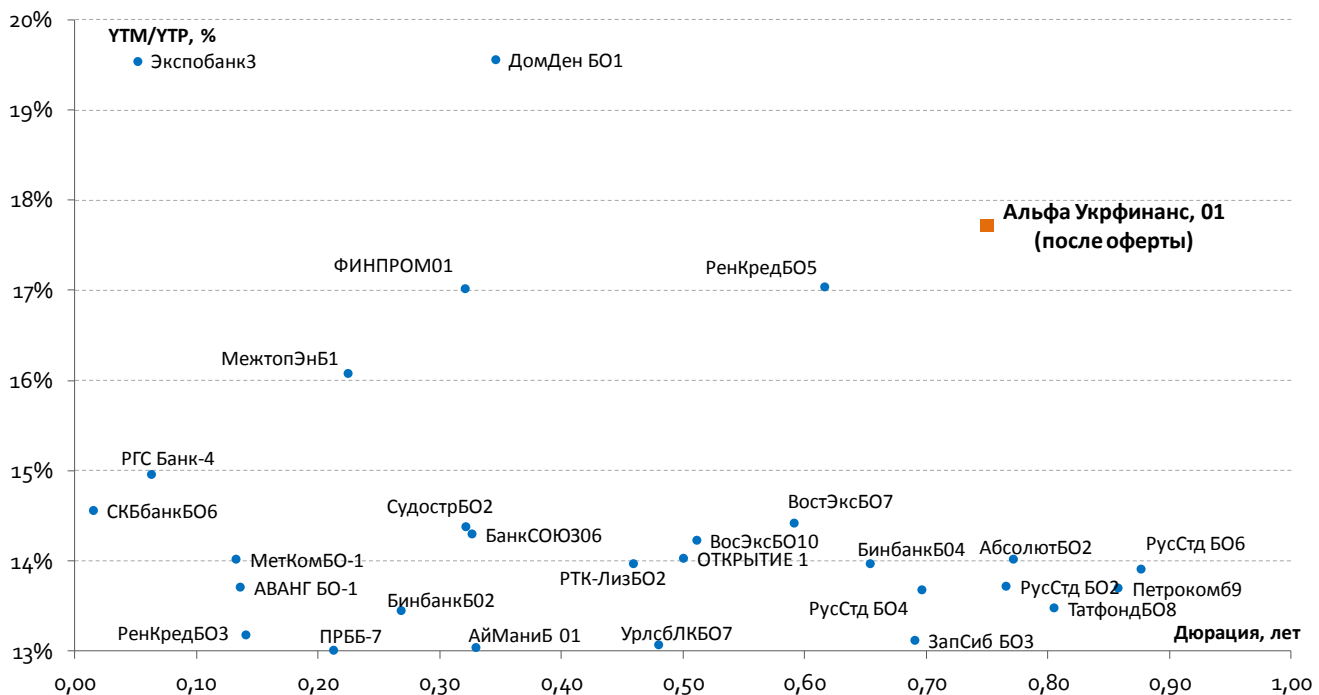


Предложенный купон на уровне 17% со стороны ООО «Альфа Укрфинанс» привлекает внимание инвесторов к выпуску. Привлекательность займа обусловлена его акционерной структурой, однако мы все же не рекомендуем рассматривать риски Эмитента в рамках структуры российского Альфа-Банка. Альфа-Банк (Россия) не является прямым акционером Альфа-Банка (Украина), их объединяет вхождение в консорциум Альфа-Групп. При текущей ситуации в Украине немаловажную роль приобретает вероятность поддержки со стороны акционеров. При этом отметим, что весной текущего года Банк получил от акционеров 300 млн долл.

Елена Федоткова
fedotkovaev@psbank.ru

Из альтернатив на рынке можно рассмотреть Ренессанс Кредит БО-05 с offerтой в феврале 2015 года, который торгуется около 17%, но при этом входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%. Однако при схожей доходности купон по выпуску составляет 11,35%.

Карта рынка облигаций финансового сектора



Источник: Bloomberg

ООО «Альфа Укрфинанс» определило ставку 3-4 купонов по облигациям серии 01 на уровне 17% годовых. Напомним, что купоны 1-2 были на уровне 13,5%. Таким образом, Эмитент дал премию к предыдущим значениям порядка 3,5 п.п. Купон практически беспрецедентный для российского рынка: более высокую ставку предлагают только «Домашние Деньги» - 19% по обоим выпускам - поэтому не удивительно, что заем привлекает к себе повышенное внимание инвесторов.

На наш взгляд, купон достоин того, чтобы присмотреться к займу повнимательнее. Среди аргументов «за» и «против» участия в займе мы видим следующие:

Аргументы «за»:

Акционерная структура, пожалуй, ключевой фактор инвестиционной привлекательности займа. Мы предостерегаем участников рынка не смешивать ООО «Альфа Укрфинанс» и российский Альфа-Банк. Если недавно размещившийся заем AVH Financial limited был все же связан с рисками Альфа-Банка, поскольку был выпущен его материнской компанией, зависящей от поступлений дивидендов от дочерней финансовой организации, то украинский Альфа-Банк и ООО «Альфа Укрфинанс» отношение к российскому банку имеют крайне отдаленное (см. график в Приложении). Во-первых, украинский банк НЕ консолидируется на AVH Financial limited, вместе с которой (МСФО) обычно и анализируют финансы Альфа-Банка (Россия). Во-вторых, имевшийся ранее на балансе Альфа-Банка (Россия) пакет акций (19,9%) Альфа-Банка (Украина) был передан весной текущего года AVH Ukraine Limited (Кипр), то есть доли российского Банка в украинском нет.

Однако все же нельзя не отметить тот факт, что со стороны Альфа-Банка (Россия) ранее был предоставлен Альфа-Банку (Украина) субординированный долг, балансовая стоимость которого на конец 2013 года составляла 115 млн долл.

Альфа-Групп, судя по всему, сейчас идет по пути позиционирования себя как международного консорциума с четким разделением денежных потоков между своими структурами. Поэтому средства Альфа-Банк (Украина) получает, как это было в марте текущего года (в объеме 300 млн долл. на 3 года), от международного консорциума «Альфа-Групп». Однако для инвесторов важен тот факт, что риски в Группе четко разделены и Альфа-Банк (Украина) получает поддержку от акционеров.

Украина – стратегически важное направление? Во всяком случае, посыл со стороны Альфа-Банк (Украина) в СМИ именно такой: «Планы наших акционеров остаются неизменными: дальнейший рост и укрепление банковского бизнеса в Украине, в том числе путем неорганического роста». Однако, стоит отметить, это не только слова:

- в 2012 году Альфа-Банк (Украина) приобрел высокодоходные портфели кредитов других банков на общую сумму 132 млн долл.;
- весной этого года консорциум приобрел со скидкой (за 202,5 млн евро) Банк Кипра (Киев), украинскую «дочку» Bank of Cyprus Group (на 1 апреля 2014 года Альфа-Банк занимал 10 место, Банк Кипра - 61 место среди 180 действовавших в Украине банков), и кредитный портфель, выданный украинским заемщикам.

Кроме того, Альфа-Банк рассматривает возможности участия в других сделках M&A на банковском рынке Украины.

Приобретение подешевевшего в кризис актива, на наш взгляд, свидетельствует о стремлении Альфа-Групп повысить свое присутствие на рынке Украины. В будущем, это может дать Банку хорошее конкурентное преимущество при стабилизации ситуации. Таким образом, по нашему мнению, Поручитель и, следовательно, Эмитент могут рассчитывать на поддержку со стороны акционеров в будущем.

Положительные финансовые итоги 2012-2013 годов. Последние два года по финансовому результату Альфа-Банк (Украина) вышел в положительную зону, что не могло не радовать инвесторов. И хотя по

итогах текущего года мы не ждем позитивных итогов, тем не менее Банк продемонстрировал, что реализуемая модель развития вполне способна генерировать положительный финансовый результат. Однако тут стоит сразу и оговориться, что рентабельность капитала и рентабельность активов при этом оставались низкими: 0,3% и 4,3% соответственно (для сравнения, российский Альфа-Банк: RoAA - 1,9%, RoAE - 20,1%). В то же время, снизился показатель CIR и повысилась доходность до налогообложения, что является частью стратегии банка.

Аргументы «против»:

Рейтинг и отсутствие в Ломбардном списке. Уровень ликвидности в банковской системе – вопрос, стоящий сейчас довольно остро. При этом факт, может ли быть заложен в ЦБ тот или иной актив, принимает все больший вес для кредитной организации – участника долгового рынка. Рейтинг эмиссии «ССС» (на 10.06.2014 года) не оставляет бумагам ООО «Альфа Укрфинанс» шанса войти в Ломбардный список и, соответственно, в перечень прямого РЕПО с ЦБ как минимум до момента возврата рейтинга до уровня «В». Таким образом, ликвидность бумаги будет ограничена. Однако, принимая во внимание предложенный купон, на наш взгляд, со стороны Эмитента предложена достойная компенсация.

Опыт обмена. Международный консорциум Альфа-Групп жестко подходит к разделению рисков. Более того, прецедент такой уже был – мы имеем ввиду опыт обмена летом 2009 года выпусков евробондов украинского Альфа-Банк (Ukraine Issuance plc) на общую сумму 840 млн долл. Таким образом, не исключено, что при необходимости Эмитент может пойти на обмен.

Риски другого государства. Ситуация вокруг Украины в 1-2 кварталах текущего года являлась ключевой темой, определяющей настроения инвесторов. При этом стоит отметить, что в отношении российских активов данный эффект во 2 квартале был во многом исчерпан, что обусловило снижение доходностей российских бумаг, наблюдаемое в последнее время. Впрочем, и в отношении Украины основные пики доходностей также пройдены: уровни суверенных еврооблигаций вернулись к уровням января 2014 года. Однако, на наш взгляд, риски для банковской системы Украины далеко не исчерпаны. Снижение темпов роста ВВП и реальных доходов населения были обозначены еще до 2 квартала 2014 года. Накаленность ситуации внутри страны, в том числе в рамках военных действий в восточных областях, продолжает оказывать давление на экономику государства. Кроме того, на момент публикации данного обзора открытым остается вопрос поставок газа из России.

Положительным аспектом украинского риска является заключение во 2 квартале соглашения с МВФ о программе stand-by в объеме 17 млрд долл., а также дополнительные льготные кредиты на сопоставимую сумму. Данные договоренности полностью рефинансируют внешний государственный долг Украины в 2014-2015 годах и способствуют восстановлению ее золотовалютных резервов.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

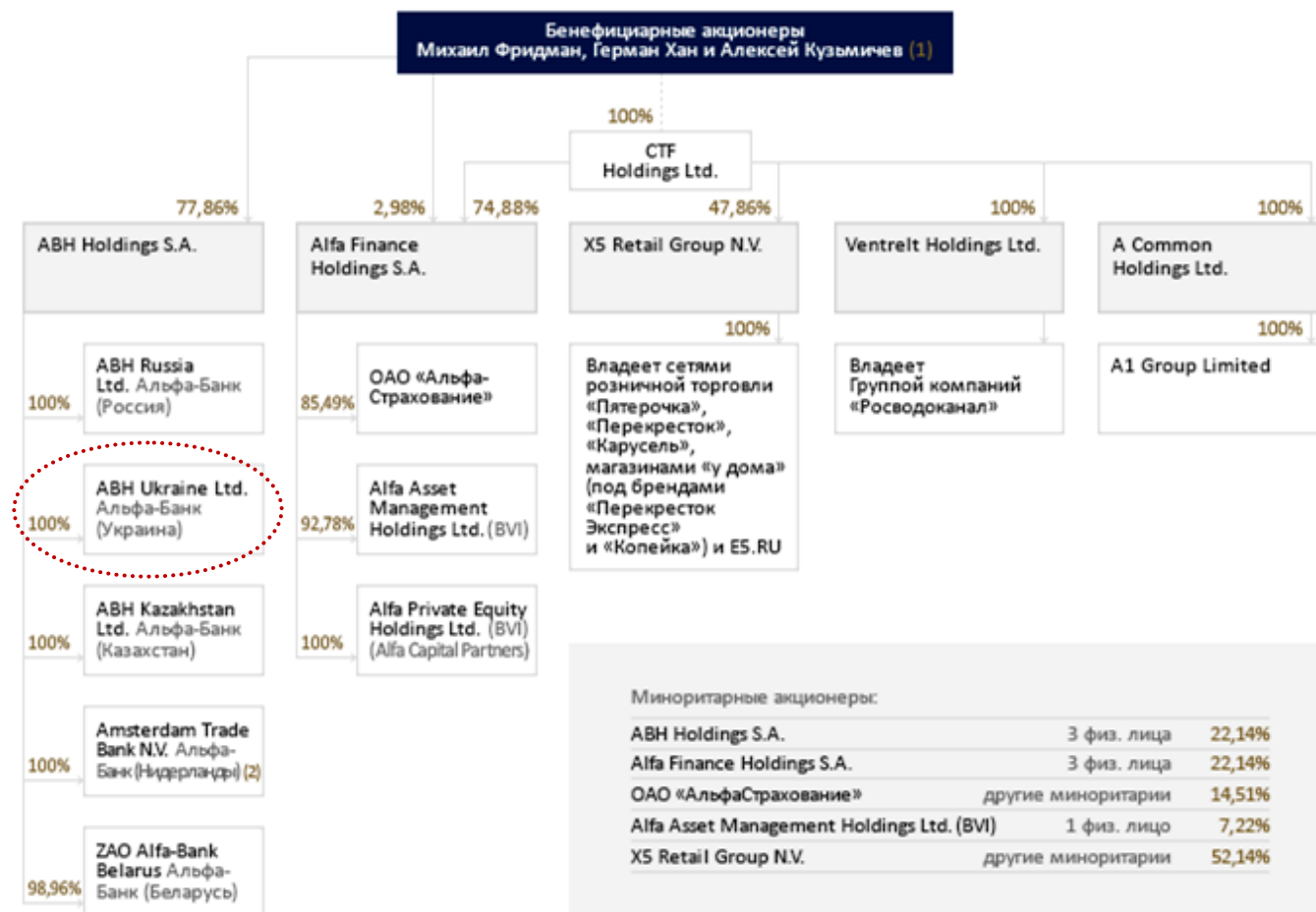
Финансовые показатели по МСФО Альфа-Банка (Украина)

| Показатели отчетности, млн долл. | 2011 | 2012 | 2013 | Изм., 2013/2012, % |
|---|--------|-------|-------|-----------------------|
| Активы | 2 904 | 2 839 | 3 331 | 17% |
| Денежные средства | 371 | 353 | 417 | 18% |
| доля в активах | 12,8% | 12,4% | 12,5% | 0,9% |
| Кредиты (net) | 2 119 | 2 093 | 2 485 | 19% |
| Кредиты (gross) | 2 477 | 2 402 | 2 680 | 12% |
| доля в активах | 73,0% | 73,7% | 74,6% | - |
| доля розничных кредитов в портфеле | 24,1% | 25,6% | 25,6% | - |
| NPL (90+) | 15,5% | 20,2% | 15,2% | - |
| Резервы (совокупн.) / NPL (90+) | 0,9 | 0,6 | 0,5 | - |
| Кредиты / Средства клиентов | 1,3 | 1,1 | 1,1 | - |
| Вложения в финансовые активы | 167 | 160 | 193 | 21% |
| доля в активах | 5,8% | 5,6% | 5,8% | |
| Инвестиционная собственность | 36 | 60 | 56 | -6% |
| доля в активах | 1,2% | 2,1% | 1,7% | - |
| Коэффициент достаточности общего капитала | 9,7% | 10,9% | 10,0% | - |
| Показатели прибыльности | 2011 | 2012 | 2013 | Изм., 2013/2012, % |
| Создание резервов под обесценение | -94 | -5 | -22 | 367% |
| Операционные доходы | 150 | 145 | 180 | 24% |
| Прибыль за период | -91 | 6 | 9 | 67% |
| Качественные показатели деятельности | 2011 | 2012 | 2013 | Изм., % |
| RoAA | отриц. | 0,2% | 0,3% | +0,1 п.п. |
| RoAE | отриц. | 2,7% | 4,3% | +1,6 п.п. |
| C/I | 93,8% | 90,5% | 81,5% | -9 п.п. |
| NIM* | 5,3% | 6,1% | 6,5% | +0,4 п.п. |

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Приложение

Структура Альфа-Групп

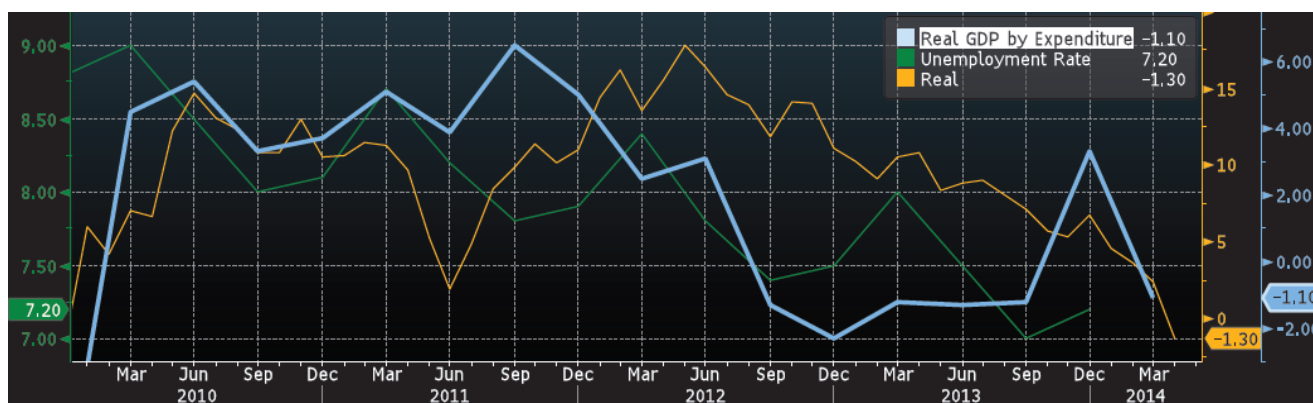


Представленная выше структура отражает эффективную долю владения и операционную структуру субхолдингов Группы. Обращаем внимание, что данная структура может не соответствовать фактической юридической структуре.

(1) Держатели контрольного пакета акций «Альфа-Групп». (2) 100% владеет и контролирует Альфа-Банк (Россия).

Источник: <http://www.alfagroup.ru/>

Динамика отдельных показателей экономики Украины (ВВП, безработица, реальные з/пл)



Источник: Bloomberg

ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кащеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10
Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых SemenovychDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов FrolovN@psbank.ru +7(495) 228-39-23

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.