

Еврооблигации Lloyds 12% perp

Дьявол в деталях

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Расхождение в доходностях, казалось бы, одинаковых бумаг, принадлежащих крупнейшей в Великобритании розничной банковской группе Lloyds Banking Group заставило углубиться в детали. Речь идет о двух вечных выпусках с купоном 7,5% и 12,0%, имеющими доходности 4,7% и 6,8% соответственно. Разность в ~200 б.п. объясняется тонкостями, связанными с различными условиями обращения, зафиксированных в проспектах эмиссий. Это ещё раз подчёркивает важность проведения глубокого кредитного анализа при оценке привлекательности актива.

Эмитент	Lloyds Bank Plc
ISIN	XS0474660676
Доходн. к погашению	6,84%
Купон	12,00%
Погашение	Perp
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB+
Ранг долга	Младший субординированный
Мин. лот	\$ 1'000
Квал. инвестор	да

Lloyds Banking Group Plc (LLOYDS) — розничный и коммерческий банк, оперирующий преимущественно на территории Великобритании. Дочерними брендами LLOYDS являются **Lloyds Bank**, Halifax, Bank of Scotland и Scottish Widows.

Вечные выпуски. Бумаги с купоном 7,5% были выпущены сравнительно недавно (в октябре 2018 г.) головным подразделением **LLOYDS (BB-/Baa3/BB+)**. Ближайшей датой возможного погашения облигации является 27.06.2024 г. Бумаги с купоном 12,0% были выпущены в 2009 г. дочерней структурой **Lloyds Bank (BB+/Baa3/BBB-)**. Ближайшей датой возможного погашения этой облигации является 16.12.2024 г. Оба выпуска имеют два допущения, при срабатывании которых облигации могут быть погашены досрочно – это налоговое событие и регуляторное. Регуляторное событие – такое событие, при котором облигации теряют статус приемлемости нахождения в капитале первого уровня (Tier 1 Capital)¹.

Унификация пруденциальных стандартов банковского права ЕС. 26 июня 2013 г. был принят Регламент (ЕС) № 575/2013 «О пруденциальных требованиях для кредитных организаций и инвестиционных фирм <...>». Документ, совместно с другой директивой, образуют единый пакет и получили название «Механизм CRD IV и CRR» (Capital Requirements Directive and Regulation). Регламент устанавливает, какие элементы и инструменты включаются в состав капитала каждого уровня, а также каким критериям они должны соответствовать.

Когда Регламент требований к капиталу (CRR) вступил в силу в 2013 г., также была введена «дедушкина оговорка»². Для обеспечения комфортных условий, чтобы банки имели достаточно времени для выполнения требований, изложенных в новом определении собственных средств, к некоторым инструментам капитала, которые перестали соответствовать новому определению собственных средств, был дан «переходный период» с целью постепенного вывода их из собственных средств.

Срабатывание регуляторного события. Благоприятный режим, предусмотренный «дедушкиной оговоркой», закончится 31 декабря 2021 г. После чего облигации Lloyds perp 12% уже не смогут считаться приемлемыми для включения в капитал 1-ого уровня. В то же время, выпуск LLOYDS 7,5% не имеет такой «проблемы», так как был выпущен недавно и его характеристики уже соответствуют новым стандартам CRR. ЕВА (Европейская банковская организация) до сих пор не дала разъяснений в отношении надлежащего подхода к так называемым «устаревшим инструментам». Но 9 сентября 2019 г. объявила о своём намерении представить ясность к середине 2020 г.

MREL. Некоторые облигации всё же могут сохранять определённую ценность для эмитента, когда они становятся неприемлемыми в качестве «приемлемого» капитала, поскольку они всё ещё имеют право быть использованы для формирования MREL (Minimum requirement for own funds and eligible liabilities), минимальных требований к собственным средствам и приемлемым обязательствам, устанавливаемые Single Resolution Board (SRB). SRB входит в состав Системы механизмов спасения европейских банков. Тем не менее, Банк Англии (параграф 2.9 политики в отношении MREL от июня 2018 г.) обеспокоен включением «устаревших инструментов» в MREL после января 2022 г., **но прямо не запрещает их**. В то же время, этот аргумент является слабым с точки зрения облигаций Lloyds perp 12%, выпущенных дочерней структурой банка, так как Банк Англии для включения в MREL явно предпочитает инструменты холдинговой компании.

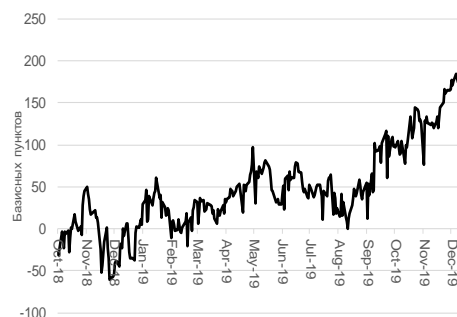
Доходность к погашению Lloyds perp 12% на первую дату возможного погашения 16.12.2024 г. составляет 6,78%. А доходность к погашению, например, на март 2022 г. (спустя три месяца после возможности досрочного погашения по «регуляторному событию») составляет 1,82%.

¹ - Капитал 1-го уровня (Tier 1 capital) состоит из суммы основного капитала 1-го уровня (Common Equity Tier 1 capital) и дополнительного капитала 1-го уровня (Additional Tier 1 capital)

² - Дедушкина оговорка (англ. Grandfather clause) — сложившийся в мировой практике принцип защиты инвестора от изменения законодательства принимающей инвестиции стороны

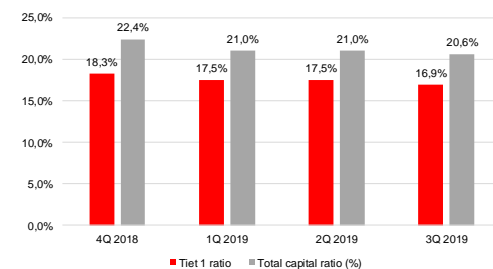
Анализ

Исторический спред доходностей бумаг Lloyds perp с купонами 7,5% и 12,0%



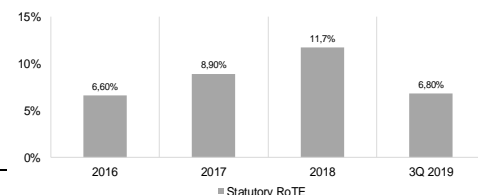
Источники: Bloomberg

Показатели достаточности капитала Lloyds Banking Group PLC



Источники: www.lloydsbankinggroup.com

Рентабельность материального капитала Lloyds Banking Group PLC



Источники: www.lloydsbankinggroup.com

Риски

По данному выпуску имеется крайне высокая вероятность срабатывания триггера «регуляторного события» (т.е. потеря статуса Tier 1 после 2021 г.). Можно было бы ожидать, что данный выпуск будет приемлемым для MREL, однако, на основе параграфа 2.9 политики Банка Англии — этого нельзя сказать с надлежащей уверенностью. На фоне избыточной ликвидности в системе и высокого купона по данному выпуску, Lloyds Bank, вероятнее всего, может воспользоваться такой возможностью для выкупа данного выпуска и рефинансирования под более низкий процент.

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	ooovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Коряцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорощев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи	+7 (495) 974-2515	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Облигации		Директор	
Владислав Корзан	vkorzan@alfabank.ru +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	eromanchenko@alfabank.ru +7 (495) 786-4897	Аналитический отдел	
Дмитрий Матвиевский	dmatvievskiy@alfabank.ru +7 (495) 783-5103	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Мария Вазанова	mvazanova@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Акции		Продажи	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
РЕПО			
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru		
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 Ф3 "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.