

## Альянс Банк Соглашение об условиях реструктуризации с кредиторами: все уже решено?

- **Альянс Банк на прошлой неделе объявил о подписании соглашения об условиях реструктуризации с комитетом кредиторов**, которое представлено как окончательное. Документ определяет порядок и варианты реструктуризации долга и, что наиболее важно, механизмы распределения и перераспределения долговых обязательств между вариантами реструктуризации.
- **Условия оказались несколько лучше.** Хотя предлагаемые варианты (сроки погашения, льготный период и размер списания долга) по сути не изменились, кредиторам удалось добиться повышения купонной ставки для Варианта 2 (обмен бумаг на долларовые еврооблигации нового выпуска с семилетним сроком обращения с уменьшением номинала долга на 50%) – новая ставка купона составляет 10.5% против 5.8%, упомянутых в меморандуме о взаимопонимании. Условия Варианта 1 и Варианта 3 для тех держателей старшего долга, которые согласятся на обмен на долларовые обязательства, остались прежними. Ставка купона по облигациям в тенге установлена на 3.4-4.3% выше, чем по долларovým инструментам.
- **Оценки чистой приведенной стоимости денежных потоков (NPV).** Благодаря улучшению условий реструктуризации обязательств в рамках Варианта 2 и, в большей степени, общему снижению доходности на развивающихся рынках наша оценка уровня возврата средств для различных вариантов реструктуризации обязательств Альянс Банка стала выше, чем при подписании меморандума о взаимопонимании (см. наш отчет «Альянс Банк: меморандум о взаимопонимании с кредиторами – позитивно, но не без противоречий» от десятого июля 2009 г.). Принимая во внимание доходности, с которыми в настоящее время торгуются еврооблигации казахстанских эмитентов, для оценки дисконтированных денежных потоков от новых обязательств Альянс Банка мы применяем ставку дисконтирования на уровне 15%. Таким образом, **NPV для Варианта 2 составляет 41.6%, для Варианта 3 – 47.4%, для Варианта 4 – 40.1%, а для Варианта 5 – 6.7%** (последний предусматривает конвертацию долговых обязательств в привилегированные акции с дивидендной доходностью 4% и 75%-ным списанием долга). Анализ чувствительности к ставке дисконтирования и прочие расчеты приведены в *табл.* ниже.
- **На фоне ограничения объема долга схемы распределения и перераспределения обязательств между вариантами реструктуризации приобретают большое значение.** В соответствии с соглашением о реструктуризации совокупный объем старших долговых обязательств должен быть сокращен с USD3.8 млрд (USD3.96 млрд по курсу на 12 октября) до USD0.8 млрд. Таким образом, все кредиторы одновременно не смогут воспользоваться только Вариантом 2 или только Вариантом 3. Согласно механизму перераспределения средств, если указанные два варианта будут пользоваться повышенным спросом (т. е. итоговый объем старшего долга превзойдет USD0.8 млрд), обязательства, превышающие установленный лимит, будут перераспределены в пользу Варианта 1, затем Варианта 4 и Варианта 5. Соглашение об условиях реструктуризации предусматривает схемы **гарантированного распределения** (при которых выбор кредитора не подлежит перераспределению), из которых схемы «Максимум 1» (согласно которой 58% обязательств будут реструктурированы по условиям Варианта 1 и 42% – по условиям Варианта 2) и «Максимум 2» (реструктуризация 68% долга по условиям Варианта 2 и 32% – по условиям Варианта 5) **предполагают более высокий уровень NPV – 30.5%.**
- **Все уже решено за кредиторов?** Если все держатели старшего долга решат воспользоваться только одной схемой гарантированного распределения, после реструктуризации старший долг превысит USD800 млн (например, по нашим оценкам, он составит USD1.35 млрд, если держатели всех приоритетных обязательств выберут Вариант 2). Мы провели расчет максимально возможной NPV при установленных ограничениях (объем старшего долга не выше USD0.8 млрд, денежные выплаты в рамках Варианта 1 не более USD0.5 млрд, соблюдение порядка перераспределения долга) и получили **NPV на уровне 30.3%.** Интересно отметить, что **наиболее благоприятный вариант реструктуризации долга для кредиторов практически полностью совпадает со схемой «Максимум 1»** – 56% долговых обязательств отводится на Вариант 1 (денежные средства), 41% на Вариант 2 и по 2% – на Вариант 3 и Вариант 5. Таким образом, хотя формально у кредиторов есть несколько вариантов поведения, за тех из них, кто действует рационально, выбор уже фактически сделан банком в форме предложения схемы гарантированного распределения «Максимум 1».
- **Текущие цены облигаций нейтральны.** Цены еврооблигаций Альянс Банка выросли примерно до 30% от номинала, что соответствует нашим оценкам NPV для наиболее выгодных схем распределения обязательств. Более высокие текущие оценки NPV в рамках соглашения об условиях реструктуризации объясняются общим падением доходностей долговых инструментов на развивающихся рынках – начиная с мая инвесторы могли получить такой же возврат на вложения с меньшими рисками. Даже при текущей доходности к погашению на уровне 15%, которую мы использовали в наших оценках NPV, на рынке есть более привлекательные возможности (в частности, еврооблигации Азовстали и Альфа-Банка Украина). Операционные убытки и возможные изменения в политике резервирования Альянс Банка могут негативно отразиться на выплате долга. С другой стороны, по части обязательств, которые реструктурируются в рамках Варианта 2, кредиторы получают ноты на возмещение инвестиций (*recovery notes*), которые мы не считаем возможным оценить в настоящий момент и рассматриваем как некий бесплатный опцион.

Таблица 1. Оценка NPV для различных вариантов реструктуризации

	Ставка дисконтирования						
	10	12	14	15	16	18	20
Вариант 1	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Вариант 2	51.8%	47.3%	43.4%	41.6%	40.0%	36.9%	34.1%
Вариант 3	69.1%	59.2%	51.0%	47.4%	44.1%	38.4%	33.5%
Вариант 4	64.0%	52.7%	43.8%	40.1%	36.7%	31.0%	26.4%
Вариант 5	10.0%	8.3%	7.1%	6.7%	6.3%	5.6%	5.0%

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Оценка NPV для различных вариантов гарантированного распределения при ставке дисконтирования 15%

	Распределение долга, % от общей суммы							NPV*
	Вариант 1	Вариант 1A	Вариант 2	Вариант 3	Вариант 4	Вариант 4A	Вариант 5	
Максимум 1	58.0%		42.0%					30.5%
Максимум 2			68.0%				32.0%	30.5%
Максимум 3				34.0%			66.0%	20.5%
Только 1A		100.0%						21.5%
Только 5							100.0%	6.7%

\* Средневзвешенный показатель.

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Все держатели старшего долга (без учета исламских кредиторов) выбирают схему «Максимум 2»

	Выделенная сумма, USD млн	Дисконт, %	Возврат акционерного капитала, USD млн	Долг после реструктуризации, USD млн
Вариант 1		77.5%	0	0
Вариант 1A	22	78.5%	17	5
Вариант 2	2 680	50.0%	1 340	1 340
Вариант 3		0.0%	0	0
Вариант 4	120	0.0%	0	120
Вариант 4A				
Вариант 5	1 433	75%-80%	1 433	0
<b>Итого, USD млн</b>	<b>4 255</b>		<b>2 790</b>	<b>1 465</b>
	Субординированный долг			120
	Старший долг			<b>800&lt;</b>
				<b>1 345</b>

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. Все держатели старшего долга (без учета исламских кредиторов) выбирают схему «Максимум 1»

	Выделенная сумма, USD млн	Дисконт, %	Возврат акционерного капитала, USD млн	Долг после реструктуризации, USD млн
Вариант 1	2 286	77.5%	1 771	
Вариант 1A	22	78.5%	17	
Вариант 2	1 655	50.0%	828	828
Вариант 3		0.0%	0	0
Вариант 4	120	0.0%	0	120
Вариант 4A				
Вариант 5	172	75%-80%	172	0
<b>Итого</b>	<b>4 255</b>		<b>2 788</b>	<b>948</b>
	Субординированный долг			120
	Старший долг			<b>800&lt;</b>
				<b>828</b>

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 5. Сценарный анализ максимизации NPV

	Выделенная сумма, USD млн	Дисконт, %	Возврат акционерного капитала, USD млн	Долг после реструктуризации, USD млн
Вариант 1	2 201	77.5%	1 706	0
Вариант 1A	22	78.5%	17	0
Вариант 2	1 600	50.0%	800	800
Вариант 3	0	0.0%	0	0
Вариант 4	120	0.0%	0	120
Вариант 4A				
Вариант 5	312	75-80%	312	0
<b>Итого</b>	<b>4 255</b>		<b>2 835</b>	<b>920</b>
	Субординированный долг			120
	Старший долг			800
Перераспределение к Варианту 5	140			

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 6. Распределение старшего долга (без учета исламских кредиторов) в рамках сценария максимизации NPV

	Долг, USD млн	NPV, %	NPV, USD млн	% распределения
Итого долг и средневзвешенные оценки	3 941	30.3%	1 195	100%
Вариант 1	2 201	22.5%	495	56%
Вариант 2	1 600	41.6%	666	41%
Вариант 3	60	47.4%	28	2%
Вариант 4	0	40.1%	0	0%
Вариант 5	80	6.7%	5	2%

Источники: соглашение об условиях реструктуризации, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

# Ренессанс Капитал

**Ренессанс Капитал**  
123317, Москва  
Пресненская набережная, 10  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
www.rencap.com

## Аналитическое управление

**Руководитель аналитического  
управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики  
и анализа долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoiseev@rencap.com

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Милена Иванова-Вентурини  
Армен Гаспарян

**Медиа и ИТ, сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 4350  
Дэвид Фергусон  
DFerguson@rencap.com

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Борис Красноженов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
Ирина Елиневская  
Ильдар Давлетшин  
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор  
и сельское хозяйство**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Ульяна Типсина

**Телекоммуникации и транспорт**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеевкова  
MAlexeeenkova@rencap.com

**Электротранспорт**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWaving@rencap.com  
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок  
долговых обязательств**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Петр Гришин  
Максим Расконов  
Андрей Марков  
Анастасия Головач  
Антон Никитин

**Рынок Средней Азии**  
+ 7 (727) 244 1544  
Милена Иванова-Вентурини  
Татьяна Калачева

**Рынок Украины**  
+ 38 (044) 492 7383  
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 258 7785  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Мичико Фокс  
Марк Портер  
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7770 x4001  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Административная поддержка**  
+7 (495) 725 5216  
Юлия Попова  
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.