

Условия реструктуризации долга БТА Банка Неожиданная выгода для держателей облигаций

- Согласованы условия реструктуризации.** БТА Банк восьмого декабря представил утвержденные комитетом кредиторов общие условия реструктуризации долга (*term sheet*). Несмотря на то, что документ не является окончательным и может претерпеть изменения, в его текущей редакции представлено единое согласованное предложение от банка и кредиторов (в подписанном в сентябре меморандуме о взаимопонимании было два предложения – от банка и от кредиторов).
- Варианты реструктуризации.** Согласно документу, в результате реструктуризации банк должен восстановить регуляторный капитал на USD11.13 млрд. Условия содержат четыре варианта реструктуризации для держателей приоритетного (несубординированного) долга и два варианта для держателей субординированного долга. В действительности, однако, каждый вариант предназначен для отдельной категории кредиторов, следовательно, если окончательные условия реструктуризации будут близки к нынешней редакции, у кредиторов не будет возможности выбора из нескольких вариантов.
- Вариант 1 для держателей приоритетного долга – для большинства кредиторов.** Этот вариант предполагает участие большинства держателей облигаций, кредиторов в рамках соглашений о предоставлении ссуд, а также части долга по торговому финансированию (за исключением экспортных кредитных агентств). Суммарный объем долга по данному варианту реструктуризации оценивается на уровне USD7 677 млн плюс накопленные проценты, или 74.8% совокупного долга, подлежащего реструктуризации (USD10.26 млрд). Предложение включает:
 - Денежные средства в размере USD946 млрд плюс денежные средства, не задействованные в рамках Варианта 4 для держателей приоритетного долга, или не менее 12.32% реструктуризуемой основной суммы долга.
 - Новый приоритетный долговой инструмент номинальным объемом USD2.305 млрд (30% реструктуризуемой основной суммы долга) сроком обращения восемь лет с четырехлетним льготным периодом (насколько мы понимаем, по выплате основной суммы долга) и ставкой купона 10.5% с выплатой каждые полгода.
 - Новый субординированный долговой инструмент номинальным объемом USD506 млн (6.6% реструктуризуемой основной суммы долга) сроком обращения 15 лет с 10-летним льготным периодом и ставкой купона 7.2% с выплатой каждые полгода.
 - Доля в капитале (8.66% от общей величины капитала) и ноты на возмещение инвестиций (*recovery notes*; 82.43% от общего объема нот).

Если провести дисконтирование денежных потоков по новым долговым обязательствам, а также учесть 12.32% денежных средств, в зависимости от денежного потока мы получаем чистую приведенную стоимость (*NPV*) на уровне 41% при ставке дисконтирования 15%, 36% при ставке 20% и 29% при ставке 30%. Исходя из того, что капитал будет включать USD800 млн субординированного долга, мы делаем предположение, что капитал первого уровня также будет составлять USD800 млн (т.е. общая величина собственного капитала составит USD1.6 млрд, что в целом соответствует ориентиру регуляторного капитала в USD1.4 млрд, приведенному в презентации БТА Банка в сентябре). При консервативной оценке стоимости акций с коэффициентом P/BV 1, предложение доли в капитале банка увеличит приведенную стоимость долга дополнительно на 0.9 п. п. Мы не даем оценку стоимости нот на возмещение инвестиций и не включаем их в расчет чистой приведенной стоимости. Таким образом, **при ставке дисконтирования 15%, которую мы применяем для оценки вероятного возврата средств, чистая приведенная стоимость долга составит 42.5%; иными словами, еврооблигации БТА Банка позволяют получить определенный доход**, поскольку в настоящее время торгуются по цене около 30% от номинала. Нужно признать, что существенное улучшение условий по сравнению с первоначальным предложением банка оказалось неожиданным и для нас и, вероятно, для участников рынка.

- Вариант 2 для держателей субординированного долга – для держателей субординированных и бессрочных долговых инструментов** (за исключением соответствующего долга у пенсионных фондов Казахстана, который включен в Вариант 1 для держателей субординированного долга). В рамках этого предложения долговые обязательства будут конвертированы в собственный капитал, и держатели в сумме получат 4.5%-ную долю. Оценка стоимости акций с использованием описанного выше подхода дает чистую приведенную стоимость этого типа долга на уровне всего 3.1%.
- Дальнейшие шаги.** Согласно представленному документу, БТА Банк и кредиторы должны утвердить подробные условия реструктуризации до 31 января 2010 г. Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций пока не сообщало об очередном продлении срока предоставления окончательных условий реструктуризации долга, но, скорее всего, сделает это в ближайшее время. По нашему мнению, существует высокая вероятность, что реструктуризация будет утверждена на предложенных условиях необходимым большинством участвующих в ней кредиторов.

Таблица 1. Оценка возврата средств в рамках Варианта 1 для держателей приоритетного долга*

	Номинальная (балансовая) стоимость, USD млн	Оценка чистой приведенной стоимости при различных ставках дисконтирования			
		15%	20%	25%	30%
Денежные средства	946	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Новый приоритетный долг	2305	25.2%	20.9%	17.6%	15.0%
Новый субординированный долг	506	4.0%	3.1%	2.5%	2.1%
Акции	69.3	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Итого чистая приведенная стоимость		42.5%	37.2%	33.3%	30.4%

* В расчет не включаются накопленные проценты за период реструктуризации.

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 информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих подразделений Ренессанс Капитала.

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 Алексеенкова

MAlixeenkova@rencap.com

Электротехника + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@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.