

Поправки в условия реструктуризации долга БТА Банка Чуть хуже, но все еще интересно

- **БТА Банк 17 марта представил новое соглашение об основных коммерческих условиях реструктуризации**, вносящее поправки в схемы реструктуризации, которые были предложены различным группам кредиторов, и устанавливающее новый срок одобрения плана реструктуризации кредиторами (31 мая).
- **Фонд «Самрук-Казына» получит половину суммы в USD170 млн.** Помимо прочего, условия исправленного соглашения предполагают, что государственный фонд «Самрук-Казына» предоставит гарантии по обязательствам БТА Банка перед Национальным банком Казахстана (НБК). Стоимость гарантии для БТА Банка составит половину суммы, которую фонд «Самрук-Казына» выплачивает по своим облигациям, принадлежащим БТА Банку, объемом 645 млрд тенге. БТА Банк получил эти облигации в марте прошлого года в рамках сделки по обмену ценными бумагами и использует их как источник ликвидности через операции РЕПО с НБК. Выплаты фонду «Самрук-Казына» составят 12.9 млрд тенге в год, что равно половине суммы (USD170 млн), ставшей причиной возникновения разногласий между банком и его кредиторами.
- **Основные изменения в рамках Варианта 1 для держателей старшего долга**, включая кредиты (кроме торгового финансирования) и облигации, приведены ниже.
 - Объем долга, включаемого в пакет, составит USD7.948 млрд (в номинальном выражении), а также накопленные проценты в размере USD618 млн. Проценты по плану реструктуризации будут начисляться до 30 июня 2010 г. Вариант 1 теперь включает исламские финансовые обязательства (USD250 млн в соответствии с представленными в декабре условиями реструктуризации), которые ранее предлагалось реструктурировать в рамках отдельного Варианта 4 для держателей приоритетного долга.
 - Денежная составляющая уменьшается с 12.32%, как предполагалось в декабрьском предложении, до 11.63%, поскольку наличные теперь разделяются по всему объему требований, включая накопленные проценты.
 - Новый субординированный долговой инструмент (6.03% реструктурируемой основной суммы долга против 6.6% ранее).
 - Купон по старшим облигациям на первые пять купонных периодов устанавливается на уровне 9.2%, впоследствии – 12.5% (ранее ставка в 10.5% закреплялась на весь период). Данное изменение несколько увеличивает чистую приведенную стоимость новых облигаций. Номинальная сумма предоставляемых кредиторам облигаций в процентах от стоимости заявленных требований уменьшается с 30% до 27.27%.
 - Доля акций, выделяемых держателем приоритетного долга по Варианту 1, увеличивается с 8.66% до 11.51%.
- **Изменения в оценке стоимости.** Согласно нашим расчетам, если бы пересмотренные условия применялись в декабре, наша оценка коэффициента возврата вложений оказалась бы примерно на 280 б. п. ниже. Однако по прошествии времени и с накоплением процентов при ставке дисконтирования в 15% мы сейчас получим примерно тот же результат. Следует, кроме того, отметить, что в своих расчетах чистой приведенной стоимости мы сначала оцениваем справедливую стоимость требований к банку, а затем – с целью определения справедливой стоимости торгуемой без накопленного купона бумаги – делаем корректировку на начисленные до 30 июня 2010 г. купоны и дисконтируем к настоящему времени. Стоимость акций мы оцениваем исходя из коэффициента P/BV на уровне 1 и величины балансового капитала после реструктуризации в USD800 млн.
- **Облигации по-прежнему привлекательны?** Когда в декабре прошлого года были опубликованы условия реструктуризации задолженности БТА Банка, его облигации торговались на уровне 30% от номинала (см. наш отчет «Условия реструктуризации долга БТА Банка: неожиданная выгода для держателей облигаций» от восьмого декабря 2009 г.). Сейчас они торгуются на уровне 42-44%, и при ставке дисконтирования в 12% мы видим некоторый потенциал роста котировок (до 46%). Отметим два момента: во-первых, мы не включаем в оценку ноты на возмещение инвестиций (*recovery notes*), которые также получают кредиторы; во-вторых, при позитивных настроениях на рынках долгового капитала и доходностях, упавших до исключительно низких уровней, некоторым инвесторам ставка дисконтирования в 12% может показаться завышенной применительно к подконтрольному правительству Казахстана БТА Банку, и после реструктуризации бумаги могут торговаться с более низкой доходностью. При доходности на уровне 10% оценочная стоимость еврооблигаций составляет порядка 50% от номинала.

Таблица 1. Оценка чистой приведенной стоимости (NPI) требований в рамках Варианта 1 для держателей старшего долга

Компоненты реструктуризации	Ставка дисконтирования		
	15%	12%	10%
Денежные средства	11.6%	11.6%	11.6%
Новый старший выпуск еврооблигаций	23.3%	26.3%	28.7%
Новый субординированный выпуск	3.7%	4.4%	5.1%
Акции (при P/BV на уровне 1)	1.1%	1.1%	1.1%
Итого чистая приведенная стоимость	39.7%	43.5%	46.5%

Источники: условия реструктуризации долга БТА Банка, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Корректировка оценки справедливой стоимости еврооблигаций с учетом накопленного купона и дисконтирования к текущей дате

	Накопленный купон до 30.06.2010 г.	Скорректированная NPI, приведенная к 17.03.2010 г., при разных ставках дисконтирования		
		15%	12%	10%
БТА Банк 10	8.5%	41.3%	45.7%	49.1%
БТА Банк 11 EUR	11.0%	42.3%	46.7%	50.2%
БТА Банк 13	9.2%	41.6%	45.9%	49.4%
БТА Банк 14	10.1%	42.0%	46.4%	49.8%
БТА Банк 15	11.8%	42.6%	47.0%	50.5%

Источник: 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 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 Ленвальская

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

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Михаил Сафин

Электроэнергетика
+ 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 Раскоснов
Андрей Марков
Анастасия Головач
Антон Никитин
Илья Жила

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

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
Сергей Туров

**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

© 2010 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.