

# Еврооблигации Темирбанка

## Время решает все

- **Темирбанк выпустил меморандум о реструктуризации долга**, в котором содержится новая подробная информация об условиях реструктуризации для кредиторов. Кроме того, банк объявил о проведении собрания держателей выпусков еврооблигаций Темирбанк 11 и Темирбанк 14, которое состоится 16 марта 2010 г. Общее собрание кредиторов пройдет 17 марта 2010 г.
- **Новые условия для держателей облигаций.** Согласно меморандуму, держатели нот банка получат следующий пакет активов.
  1. Денежные средства. Держателям выпуска Темирбанк 11 будет выплачено 19.7% номинала, а держателям выпуска Темирбанк 14 – 20.0264%. Это на 1 п. п. больше, чем в соответствии с условиями реструктуризации, представленными в декабре 2009 г.
  2. Новые ноты с механизмом корректировки номинальной стоимости. Между держателями еврооблигаций будут пропорционально распределены новые валютные ноты общей первоначальной номинальной стоимостью USD60.75 млн. Структура новых долговых инструментов соответствует представленной в декабрьском плане реструктуризации: срок обращения 12 лет, оферта через пять лет и полугодовые купонные выплаты по ставке 14%. В меморандуме приведены дополнительные сведения о механизме приращения номинальной стоимости: номинал будет увеличиваться в 1.05375 раза в каждую дату выплаты процентов, при условии что после такого увеличения показатели достаточности капитала банка будут превышать минимальные установленные требования не менее чем на 0.5 п. п. Увеличение номинала ограничено уровнем в 123.457% первоначальной стоимости. Следует отметить, что исходя из представленных в меморандуме *pro forma* показателей достаточности капитала после реструктуризации (K1-1: 10.2%, K1-2: 5.8%, K2: 11.8%), возможности банка по повышению номинальной стоимости новых нот будут полностью зависеть от его способности самостоятельно генерировать капитал (регуляторные требования на 2010 г. для Темирбанка составляют 5% для K1-1 и K1-2 и 10% для K2; с июля 2011 г. эти требования будут постепенно ужесточаться). Но даже если исходить из предположения, что банк сможет увеличить номинальную стоимость еврооблигаций до максимального уровня, это повысит возврат средств для держателей всего на 1.45 п. п.
  3. Значительный компонент в форме акционерного капитала. В рамках процесса реструктуризации держатели нот получат 20% обыкновенных акций Темирбанка. Как указано в меморандуме, по состоянию на 31 октября 2009 г. балансовый капитал банка был равен -46.7 млрд тенге. После реструктуризации он составит 58.3 млрд тенге, или USD396 млн (это соответствует нашей оценке, при условии что фонд «Самрук-Казына» предоставит 23.3 млрд тенге акционерного капитала, а USD558 млн будет восстановлено благодаря реструктуризации еврооблигаций). Таким образом, 20%-ная доля для держателей облигаций составит USD79.2 млн, или 10.3% от объема подлежащих реструктуризации еврооблигаций (USD772 млн). На наш взгляд, основной риск здесь состоит в том, что вливание капитала со стороны фонда «Самрук-Казына» может оказаться меньше 23.3 млрд тенге (согласно меморандуму, это максимально возможный объем предоставления капитала); мы исходим из предположения, что минимальный уровень составит около USD150 млн – это сумма, необходимая для выплат денежных средств держателям еврооблигаций.
- **Облигации оценены справедливо, но многое зависит от сроков.** Поскольку накопленные проценты по еврооблигациям фактически будут списаны, а предлагаемый в рамках реструктуризации пакет активов является фиксированным, для держателей нот сроки имеют решающее значение: чем раньше завершится реструктуризация, тем лучше. По меморандуму, дата реструктуризации, когда состоится распределение денежных средств, новых нот и акций, предполагается не позднее первого июля 2010 г. Наш базовый сценарий – дата реструктуризации первое июля, отсутствие корректировки номинальной стоимости новых нот, акционерный капитал после реструктуризации на уровне показателя *pro forma*, ставка дисконтирования 15% – дает чистую приведенную стоимость денежных потоков (*NPV*) по реструктурированному выпуску Темирбанк 11 в размере 37.7% на первое июля и 36% на 24 февраля. Задержки в реструктуризации могут существенно снизить эту оценку.
- **Альтернативная оценка потенциала роста.** В настоящее время еврооблигации Темирбанка торгуются с доходностью 28% (по средним котировкам спроса и предложения), что предполагает потенциал роста почти на 30% относительно текущего уровня. Мы, однако, признаем, что этот потенциал в значительной степени связан с акционерным компонентом предложения о реструктуризации, что может не подойти некоторым инвесторам в инструменты с фиксированной доходностью. С другой стороны, заплатив 28% сейчас, держатели бумаг получают назад свои средства за счет денежного и облигационного компонентов реструктуризации, тогда как акционерный компонент окажется для них практически бесплатным. Альтернативный подход к оценке предполагает, что, заплатив 28%, держатели еврооблигаций вернут себе 20% денежными средствами через четыре месяца – в таком случае потенциал роста может быть оценен не как получение пакета активов стоимостью в 36% против 28% вложенных средств, а примерно 16% против 8%, что потенциально дает 100%-ную доходность за период владения ценными бумагами.

Таблица 1. Оценка чистой приведенной стоимости (*NPV*) еврооблигаций Темирбанк 11 при ставке дисконтирования 15%

Компоненты реструктуризации	Без корректировки номинальной стоимости		С максимально возможной корректировкой номинальной стоимости	
	Оценка на 1 июл. 2010 г.	Оценка на 24 фев. 2010 г.	Оценка на 1 июл. 2010 г.	Оценка на 24 фев. 2010 г.
Денежные средства	19.7%	18.8%	19.7%	18.8%
Новые ноты	7.7%	7.4%	9.3%	8.8%
Акционерный капитал*	10.3%	9.8%	10.3%	9.8%
Итого чистая приведенная стоимость	37.7%	36.0%	39.3%	37.4%

\* При мультипликаторе P/BV на уровне 1.

Источники: данные банка, 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 Алексеевкова

MAlexeeenkova@rencap.com

#### Электротенергетика

+ 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

#### 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 Сомервилль

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

© 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.