

Реструктуризация долгов VAB Банка: вряд ли выгодно

- **Условия реструктуризации.** В соответствии с рыночными ожиданиями, VAB Банк пятого марта объявил об истребовании согласия кредиторов на изменение условий выпуска еврооблигаций. Предлагается продлить срок погашения на четыре года, повысить ставку купона с 10.125% до 10.5% и выплачивать купоны ежеквартально, а не раз в полгода. Купоны по повышенной до 10.5% ставке предполагается начислять с даты согласования новых условий и выплатить в первоначально установленную дату погашения (14 июня 2010 г.). Держатели обязательств банка, которые проголосуют за внесение изменений, получают право погасить 10% своих бумаг 14 июня текущего года. Для кворума необходимо участие владельцев 75% обязательств, последний срок голосования – 19 марта, собрание держателей облигаций запланировано на 22 марта.
- **Свежая информация о качестве активов.** Банк представил последние данные о качестве активов и состоянии ликвидности:
 - На конец 2009 г. доля проблемных кредитов, по данным меморандума, составляла 29.6%.
 - Коэффициент резервирования по кредитному портфелю на тот же момент равен 14.6%.
 - На первое февраля задолженность перед НБУ достигала 936 млн грн. Срок погашения стабилизационного кредита, предоставленного регулятором в прошлом году под залог выданных банком кредитов и его недвижимости, был перенесен на 2010 г. с началом амортизации в третьем квартале.
- Представленные данные свидетельствуют о недостаточном резервировании. Хотя в 2009 г. акционеры VAB Банка выделили ему субординированные кредиты на USD44.5 млн. и пополнили акционерный капитал на USD18.8 млн, реальный экономический капитал остается, скорее всего, ниже установленных регулятором норм и даже может быть отрицательным. Более того, согласно нашим расчетам, способность VAB Банка приносить прибыль сейчас оказывается под угрозой в связи с ростом проблемных кредитов и падением процентной маржи (в январе чистые процентные доходы (в отчислениях) в резервы составили менее USD1 млн, что на 82% ниже показателя января 2009 г.).
- **Низкое кредитное качество, по нашему мнению, перевешивает доходность.** Наши оценки чистой приведенной стоимости еврооблигаций VAB Банка в случае реструктуризации показывают, что при ставке дисконтирования в 20% расчетная цена облигаций составляет 80.6%, что приблизительно соответствует уровню, на котором бумаги торговались до объявления о реструктуризации. После появления соответствующего сообщения котировки на покупку облигаций VAB Банка подскочили до 83% от номинала, что предполагает доходность к погашению в 18.8% – на одном уровне с недавно реструктурированным выпуском еврооблигаций Банка «Финансы и Кредит». Если принять во внимание действительно сложную ситуацию VAB Банка с ликвидностью, качеством активов и достаточностью капитала, мы бы не рекомендовали покупать его еврооблигации на текущих ценовых уровнях. Следует, впрочем, отметить высокую степень чувствительности котировок выпуска к ставке дисконтирования, а значит, ряд инвесторов может найти этот инструмент интересным в расчете на восстановление украинской экономики и банковской системы.

Андрей Марков
+7 (495) 725 5229
AMarkov@rencap.com

Рисунок 1. VAB Банк: динамика чистого процентного дохода, млн грн.



Источники: отчетность банка по национальным стандартам учета, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 1. Оценка справедливой цены еврооблигаций VAB Банка исходя из условий реструктуризации

Ставка дисконтирования	Расчетная цена облигаций
25%	71.7%
20%	80.6%
18%	84.6%
16%	89.1%

Источники: документация банка о реструктуризации еврооблигаций, 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 Складя

**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.