

УСПЕШНЫЙ ДЕБЮТ ЕЩЕ ОДНА ПРИЧИНА ДЛЯ ПОКУПКИ ОБЛИГАЦИЙ АФК «СИСТЕМА»

Башнефть разместила по нижнему ориентиру. Вчера закрылась книга заявок по размещению трех выпусков облигаций Башнефти общим объемом 50 млрд руб. (основные параметры займа приведены в таблице справа). Ставка купона была определена на уровне нижней границы ориентира организатора (12,5%), что соответствует доходности к оферте через три года в размере УТР12,89%. Сегодня на форвардном рынке выпуск котируется несколько выше номинала (100,05–100,4%). Исходя из наших оценок премия по доходности облигаций Башнефти, предложенная к близким по дюрации выпускам материнской компании АФК «Система» (25–35 б.п.), – недостаточная компенсация за кредитный риск заемщика. По состоянию на текущий момент мы оцениваем справедливый спред между облигациями названных двух эмитентов в 100–130 б.п. Таким образом, мы не видим потенциала снижения доходности облигаций Башнефти на вторичном рынке (принимая также во внимание значительный объем размещенных займов) и предпочитаем им выпуски АФК «Система», которая в настоящий момент освобождается от долга на уровне холдинга, переводя обязательства на баланс операционных компаний (*подробнее см. стр. 2*).

Цель привлечения средств – выкуп акций предприятий БашТЭК у АФК «Система». Башнефть входит в состав башкирских нефтяных и нефтеперерабатывающих активов (БашТЭК) холдинга АФК «Система» (ВВ/В1/ВВ-), которая владеет контрольным пакетом акций эмитента (76,52%). Башнефть принадлежит к числу десяти крупнейших российских нефтяных компаний. Ее основные операционные активы расположены на территории Башкирии и Татарстана. По итогам 11 месяцев 2009 г. компания добыла 11,3 млн т нефти и порядка 400 млн куб. м газа. Доказанные и вероятные запасы компании оцениваются в 300 млн т нефти. Большинство месторождений Башнефти находятся в фазе падения добычи и характеризуются высокой степенью истощенности. Как мы понимаем, средства которые Башнефть привлечет посредством выпуска облигаций, будут направлены на погашение кредита ВТБ в размере 2 млрд долл., привлеченного материнской компанией для закрытия сделки по покупке активов БашТЭКа (это соответствует стратегии Системы, направленной на перевод долга с уровня холдинга на баланс операционных компаний).

Башнефть станет центром консолидации БашТЭКа. В настоящее время Система разрабатывает стратегию интеграции добывающих, перерабатывающих и розничных активов БашТЭКа в одну цепочку создания стоимости (создание вертикально интегрированного бизнеса). Согласно заявлениям представителей Системы, Башнефть, владеющая лицензиями на разработку нефтяных месторождений, станет ядром консолидации нефтяных активов компании после выкупа Системой долей миноритариев. В результате Система получит возможность централизации всех башкирских нефтяных и нефтеперерабатывающих активов в обновленной Башнефти, которая будет на 100% контролироваться Системой и станет новым центром прибыли и увеличения стоимости холдинговой компании.

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпусках

Эмитент	ОАО "АНК Башнефть"
Поручитель	ООО "Геонефть"
Выпуски	Башнефть (серии 1, 2, 3)
Рейтинги эмитента	отсутствуют
Общий объем	50 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	7 лет
Оферта	3 года
Ставка купона	12,50%
Доходность	УТР 12,89%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	17 декабря 2009 г.
Дата размещения на ММВБ	22 декабря 2009 г.

Баланс, свободный от долга Ключевые финансовые показатели Башнефти, млн руб.

	РСБУ			МСФО*	
	2008	9 мес. 09	9 мес. 08	II кв. 09	III кв. 09
Выручка	121 924	73 043	103 741	37 608	60 287
ЕБИТДА	25 352	17 517	24 869	6 377	12 669
Чистая прибыль	10 846	9 248	13 966	2 965	8 992
Совокупный долг	0	0	-	3 218**	3 213**
Краткосрочный долг	0	0	-	-	-
Денежные средства	13 039	7 772	-	-	-
Чистый долг	(13 039)	(7 772)	-	-	-
Собств. капитал	80 204	86 453	-	-	-
Активы	93 866	107 694	-	-	-
<i>Коэффициенты</i>					
Норма ЕБИТДА (%)	20,8	24,0	24,0	17,0	21,0

* Консолидированные показатели БашТЭК из отчетности АФК «Система»
** Без кредита АФК «Система» на покупку БашТЭК в размере 2,6 млрд долл.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

УДАЧНЫЙ ДЕБЮТ

Баланс, свободный от долга. Мы проводили оценку финансового профиля Башнефти на основе отчетности эмитента по РСБУ, а также ряда консолидированных показателей активов БашТЭК, представленных в отчетности АФК «Система» по US GAAP. Следует обратить внимание на то, что отчетность эмитента по РСБУ не в полной мере показательна, поскольку в ней не консолидируются результаты остальных предприятий, входящих в группу компаний «Башнефть». Насколько нам известно, Башнефть планирует начать представление консолидированной отчетности по US GAAP с 2010 г. В настоящий момент основная особенность кредитного профиля эмитента состоит в фактическом отсутствии долга на его балансе. Исходя из наших оценок на консолидированном уровне долговая нагрузка Башнефти на конец III квартала была незначительной (долг около 3,2 млрд руб. при EBITDA за III квартал в 12,7 млрд руб.). По показателям рентабельности Башнефть находится в целом наравне с крупнейшими российскими нефтяными компаниями, такими как, к примеру, Газпром нефть (норма EBITDA – около 22%) и ЛУКОЙЛ (норма EBITDA – примерно 19%).

Неопределенные инвестиционные планы как основной риск. Мы полагаем, что Башнефть не ограничится привлечением заимствований путем размещения облигаций на сумму 50 млрд долл. Поскольку Башнефть будет выступать центром консолидации БашТЭКа, компании необходимо будет также выкупить у материнской структуры акции прочих нефтяных активов, акции миноритариев. Не стоит забывать и о потенциальных дивидендных выплатах, что сделает необходимыми привлечение дополнительного финансирования. Помимо этого, напомним о планах Системы по приобретению новых нефтедобывающих активов (в частности, компания интересуется Русснефтью), и мы полагаем, что потенциальные приобретения будут как минимум частично финансироваться за счет увеличения долговой нагрузки операционного центра (то есть Башнефти). На наш взгляд, неопределенные инвестиционные планы контролирующего акционера – основной кредитный риск для эмитента. В то же время, помня о намерении Башнефти получить кредитный рейтинг, мы сильно сомневаемся, что в среднесрочной перспективе долговая нагрузка компании, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, выйдет за пределы 2–2,5 (на консолидированном уровне). По нашей приблизительной оценке, это оставляет компании теоретическую возможность увеличить объем долга до 100–125 млрд руб.

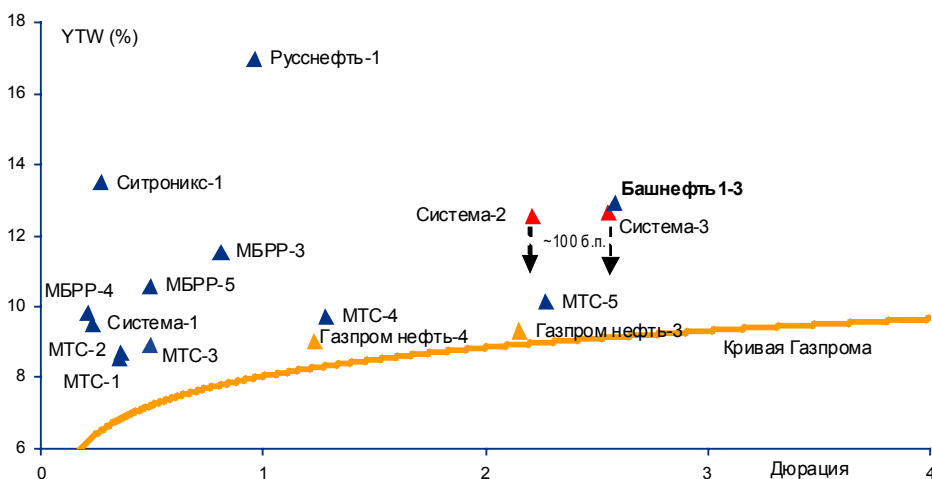
Мы предпочитаем облигациям Башнефти выпуски АФК «Система». Для оценки справедливой доходности дебютных облигаций Башнефти мы выбрали в качестве наиболее репрезентативных ориентиров обращающиеся облигации прочих дочерних компаний Системы (МТС, Ситроникс, МБРР), а также бумаги самого холдинга. К существенным недостаткам кредитного профиля Башнефти, на наш взгляд, относится отсутствие у компании в настоящее время консолидированной финансовой отчетности по международным стандартам, необходимой для более детальной оценки кредитного качества эмитента, равно как и отсутствие кредитного рейтинга. Это не позволяет (по крайней мере в среднесрочной перспективе) рассчитывать на включение облигаций Башнефти в список прямого РЕПО ЦБ. В то же время бумаги могут быть включены в ломбардный список (компания входит в список системообразующих предприятий), хотя следует учитывать потенциальный дисконт в размере 50%. Мы учитываем риски, связанные с дальнейшим ростом долговой нагрузки Башнефти, однако в качестве положительного фактора следует отметить значительные возможности компании по генерации денежных потоков, особенно в свете дальнейших планов АФК «Система» по развитию БашТЭКа. Мы считаем, что

Долговая нагрузка Башнефти, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, едва ли выйдет за пределы 2–2,5 в среднесрочной перспективе.

УДАЧНЫЙ ДЕБЮТ

среди существующих активов холдинга Башнефть (рассматриваемая как отдельно взятый заемщик) при всех указанных выше недостатках уступает по кредитным метрикам разве что МТС (BB/Ba2/BB+). С учетом вышеприведенных факторов мы оцениваем размер справедливой премии по доходности облигаций Башнефти к близким по дюрации выпускам Система-2,3 по состоянию на настоящий момент в 100–130 б.п., а к бумагам МТС (МТС-5) – в 250–280 б.п. Таким образом, выпуски АФК «Система», по нашему мнению, недооценены как относительно размещенных бумаг Башнефти, так и в сравнении с долговыми обязательствами МТС, справедливую премию по доходности к которым (исходя из разницы в кредитных рейтингах материнской и дочерней компании) мы оцениваем в размере не более 150 б.п. (около 250 б.п. в настоящий момент).

Облигации АФК "Системы" недооценены относительно выпусков Башнефти и МТС
 Диаграмма доходностей рублевых облигаций



* Все котировки по состоянию на 17 декабря 2009 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpoavaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Дизайн
Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение сделать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009