

В конце октября Арбитражный суд Москвы по иску Генпрокуратуры и Росимущества о незаконной приватизации принял решение изъять в пользу государства 81,7% акций Башнефти, принадлежащих АФК Система и дочерней Система-инвест. АФК имеет право подать апелляцию в течение месяца. Тем не менее велика вероятность, что Система может остаться без Башнефти и «вернуться» к состоянию до ее покупки в 2009 г., когда ключевым активом был оператор МТС, за счет которого АФК, похоже, и продолжит инвестировать. Впрочем, на данный момент наиболее важным для АФК является вопрос возврата дивидендов на 190 млрд руб., полученных от Башнефти с 2009 г. Пока Генпрокуратура воздержалась от включения данных претензий в иск, на чем ранее настаивал Следственный комитет, но нельзя исключать, что они могут быть предъявлены АФК позже. Требование по дивидендам может поставить под угрозу устойчивость Системы и ее «дочек», существенно повышая их кредитные риски. В то же время нельзя исключать, что после возможного изъятия Башнефти ситуация для Системы может «стабилизироваться», а претензии по дивидендам не получат продолжения, либо их размер может быть значительно скорректирован, что позволит устоять бизнесу АФК. Все происходящее может поставить под угрозу рейтинги Системы и Башнефти, а возможно и МТС, что, безусловно, негативно для долговых бумаг эмитентов, в первую очередь АФК. Впрочем, их котировки уже во многом учитывают такую возможность. Что касается Башнефти, то, по заявлению менеджмента, она продолжает работу в обычном режиме и будет исполнять обязательства.

*Александр Полкутов
polyutovav@psbank.ru*

Суд принял решение изъять Башнефть у Системы в пользу государства

В конце октября арбитражный суд Москвы по иску Генпрокуратуры и Росимущества о незаконной приватизации Башнефти принял решение изъять в пользу государства 81,7% акций нефтяной компании, принадлежащих АФК Система и ее дочерней Система-инвест. Полный текст решения суда был опубликован в конце прошлой недели. Чтобы разобраться в деле арбитражному суду потребовалось три заседания и чуть больше месяца – впервые об иске к АФК из СМИ стало известно в конце сентября.

Решение суда еще не вступило в законную силу и АФК имеет право подать апелляцию в течение 30 дней. В свою очередь, представители Системы заявили в СМИ, что с решением суда АФК не согласна и рассматривает возможность подачи апелляции.

Вместе с тем Генпрокуратура в рамках иска о возврате акций Башнефти государству пока не стала предъявлять требование взыскать с Системы 190 млрд руб. дивидендов, полученных с 2009 г., о чем ранее настаивал Следственный комитет.

Как начиналось дело Башнефти (хроника из СМИ)

В середине июля Басманный суд Москвы наложил арест на пакет акций Башнефти и других компаний БашТЭКа в рамках расследования уголовного дела о растрате и легализации денежных средств в отношении бывших топ-менеджеров при продаже компаний. Позже Мосгорсуд признал законным арест пакета данных акций.

В середине сентября были предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК Система В.Евтушенкову в легализации (отмывании) имущества, приобретенного преступным путем (в рамках дела Башнефти), заключив его под домашний арест (по данным Интерфакс).

Арбитражный суд по иску о незаконной приватизации принял решение изъять 81,7% акций Башнефти, принадлежащих АФК Система в пользу государства

Решение подлежит обжалованию в течение месяца, чем корпорация, вероятно, и воспользуется

Генпрокуратура пока не стала предъявлять требования к АФК на 190 млрд руб. дивидендов Башнефти, полученных с 2009 г., о чем ранее настаивал Следственный комитет

В конце сентября по требованию генпрокуратуры арбитражный суд Москвы арестовал акции Башнефти, принадлежащие АФК Система и ЗАО «Система-Инвест». Тогда же стало известно об иске генпрокуратуры к АФК об истребовании акций Башнефти в пользу государства со ссылкой на «нарушение процедуры приватизации госсобственности помимо воли РФ».

Что дальше – новые угрозы или снижение градуса напряженности?

Учитывая скоротечность процесса и однозначность решения, АФК, похоже, будет затруднительно отстоять Башнефть в апелляционном суде, и велика вероятность, что нефтяная компания будет изъята в пользу государства. Причем, в СМИ уже появились предположения федеральных чиновников о включении Башнефти в прогнозный план приватизации федерального имущества.

В итоге Система, похоже, «вернется» к состоянию до покупки Башнефти в 2009 г., когда ключевым активом был оператор МТС (принадлежит 53,5%), за счет дивидендов которого АФК, скорее всего, продолжит инвестиционную деятельность (в 2014-2015 гг. МТС планирует выплатить акционерам порядка 90 млрд руб.). Стоит отметить, что в конце октября МТС смог привлечь 7-летний кредит в Сбербанке на 50 млрд руб. и пролонгировать еще 20 млрд руб. до 2017 г.

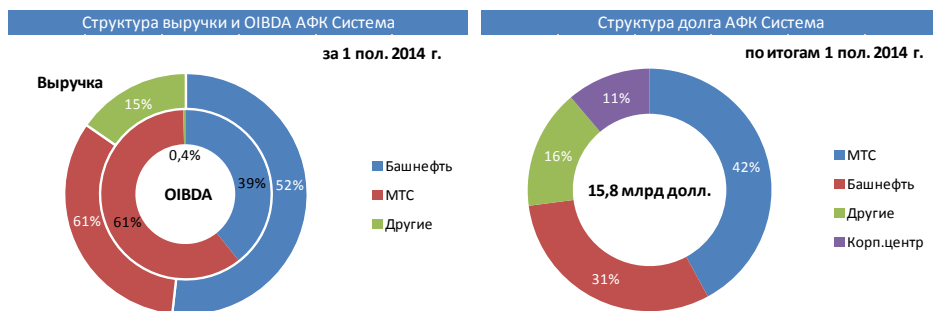
Вместе с тем, по итогам 1 пол. 2014 г. на Башнефть приходилось 52% выручки и 39% OIBDA АФК Система, а также 31% консолидированного долга. В случае деконсолидации Башнефти помимо сжатия бизнеса АФК возможно ослабление кредитных метрик – при прямом вычитании соотношение Долг/OIBDA Системы превысит отметку 2,0х с 1,8х по итогам 1 пол. 2014 г., впрочем, данный уровень будет приемлемым и корпорация вполне может устоять. Тем не менее нельзя исключать, что АФК в случае «потери» Башнефти потребуются урегулировать отношения с кредиторами, которых может не устроить подобный исход дела.

Учитывая обстоятельства дела и оперативность его рассмотрения, АФК будет затруднительно отстоять Башнефть в апелляционном суде

В итоге Система может «вернуться» в состояние 2009 г., когда ключевым активом был оператор МТС

На Башнефть в 1 пол. 2014 г. приходилось более половины выручки АФК, около 40% OIBDA и трети долга корпорации

В случае изъятия Башнефти, метрика Долг/OIBDA у Системы при прямом пересчете может превысить отметку 2,0х против 1,8х



Ключевые финансовые показатели млн долл.	Башнефть			МТС			АФК Система		
	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %
Выручка	8 389	8 832	5,3	6 129	5 598	-8,7	16 818	17 042	1,3
Операционный денежный поток	733	1 343	83,3	2 321	2 206	-5,0	2 566	3 894	51,8
OIBDA	1 420	1 568	10,4	2 696	2 414	-10,4	4 070	3 998	-1,8
OIBDA margin	16,9%	17,8%	0,9 п.п.	44,0%	43,1%	-0,9 п.п.	24,2%	23,5%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	960	721	-24,9	1 353	972	-28,1	1 550	1 491	-3,8
margin	11,4%	8,2%	-3,2 п.п.	22,1%	17,4%	-4,7 п.п.	9,2%	8,7%	-0,5 п.п.
	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %
Активы	13 682	14 952	9,3	14 835	15 433	4,0	43 249	45 189	4,5
Денежные средства и эквиваленты	501	1 709	241,2	1 382	2 207	59,7	2 059	3 577	73,7
Долг	2 775	4 894	76,4	6 696	6 665	-0,5	13 275	15 828	19,2
краткосрочный	364	716	96,7	766	309	-59,7	2 511	2 860	13,9
долгосрочный	2 411	4 178	73,3	5 930	6 356	7,2	10 764	12 967	20,5
Чистый долг	2 274	3 185	40,1	5 313	4 458	-16,1	11 216	12 251	9,2
Долг/OIBDA	0,9	1,4		1,2	1,3		1,5	1,8	
Чистый долг/OIBDA	0,7	0,9		1,0	0,9		1,3	1,4	

Источники: данные компаний, PSB Research

Впрочем, на наш взгляд, на данный момент наиболее важным для АФК в рамках дела Башнефти является вопрос с возвратом ее дивидендов, которые Система получала с 2009 г., оцененные ранее Следственным комитетом в 190 млрд руб.

Наиболее важным для Системы является вопрос возврата 190 млрд руб. дивидендов от Башнефти, полученных с 2009 г., по оценкам Следственного комитета

Пока генпрокуратура воздержалась от включения данных претензий в иск, но нельзя исключать, что они могут быть предъявлены АФК позже, после проведения «большой подготовительной работы по уточнению объемов затрат и вложений в Башнефть, установления размера дивидендов», о чем уже написали СМИ.

Столь крупные по объему претензии могут поставить под угрозу устойчивость АФК и ее «дочек», существенно повышая их кредитные риски. Отметим, что у самой Системы (корп. центра) денежная позиция по итогам 1 пол. 2014 г. составила 947 млн долл. (или чуть меньше 32 млрд руб.). Очевидно, что собственных финансовых ресурсов АФК исполнить возможные требования будет недостаточно, поэтому корпорации либо придется занимать, либо продавать какие-то активы (наиболее ликвидными, безусловно, являются акции МТС – капитализация компании порядка 526 млрд руб. (на конец октября), эффективная доля владения 53,5%).

В любом случае подобного рода претензия по дивидендам может негативно отразиться на кредитном качестве АФК. В свою очередь, Система на своем сайте заявила, что «судебный процесс может оказать существенное негативное влияние на ее финансовое состояние и долговые обязательства».

Впрочем, нельзя исключать, что после возможного изъятия Башнефти ситуация для Системы может несколько «стабилизироваться», а градус напряженности снизится. Данный сценарий предполагает, что претензии по дивидендам не получат продолжения, либо требования по ним могут быть значительно скорректированы с учетом «объема затрат и вложений в Башнефть» (отметим, что общий объем инвестиций Башнефти за 5 лет, по данным АФК, составил 230 млрд руб.). Данный сценарий мог бы стать наиболее приемлемым для Системы.

Вероятно понижение рейтингов АФК и ее «дочек», давление на бонды сохраняется

Текущие события могут поставить под угрозу рейтинговые оценки Системы (Ва2/ВВ+/ВВ-) и Башнефти (Ва2/-/ВВ), что, безусловно, негативно для долговых бумаг эмитентов, в большей степени АФК. Напомним, что из-за событий с Башнефтью рейтинговые агентства (Moody's, S&P) поместили на пересмотр рейтинги АФК Система и Башнефти с Негативным прогнозом. К примеру, S&P заявил, что «может снизить рейтинг корпорации, в том числе сразу на несколько ступеней, в случае существенного давления на профиль финансовых рисков и ликвидности, например, в случае выдвижения против нее существенных обвинений. При этом рейтинг может быть подтвержден, если дело Башнефти будет закрыто с ограниченными последствиями для Системы». Вряд ли возможное изъятие Башнефти может нести «ограниченные последствия» для Системы, поэтому самый высокий рейтинг от S&P среди трех агентств вполне может быть понижен. Впрочем, котировки бумаг Системы, как рублевые, так и в долларах, уже более чем учитывают такую возможность. Так, облигации Система 03 и 04 торгуются с УТМ 27,63%/1,79 г. и 33,85%/0,53 г., а евробонд АФК-19 – УТМ 13,98%/3,45 г. Несмотря на то, что доходность бумаг АФК выглядит привлекательно, мы рекомендуем воздержаться от их покупок до прояснения ситуации с возможной претензией по дивидендам.

Что касается Башнефти, то, по заявлению менеджмента, она продолжает работу в обычном режиме, и в случае ее изъятия, скорее всего, будет исполнять свои обязательства, в том числе и по бондам. Подобные ожидания косвенно подтверждают доходности облигаций Башнефти – выпуски компании не демонстрируют серьезного падения котировок, а уровни доходности находятся в общих рамках бондов нефтегазового сектора. Пожалуй, исключение составляет короткий выпуск Башнефть 04 (УТР 14,48%/0,24 г.) с офертой в середине февраля 2015 г., ликвидность которого довольно низкая. Дальнейшая судьба рейтингов Башнефти пока не совсем ясна.

Генпрокуратура не включила их в иск, но нельзя исключать, что претензии могут быть предъявлены АФК позже

Столь крупные по размеру требования могут поставить под угрозу устойчивость бизнеса Системы

Впрочем, после вероятного изъятия Башнефти градус напряженности может снизиться и претензии по дивидендам не получат продолжения, либо будут заметно скорректированы

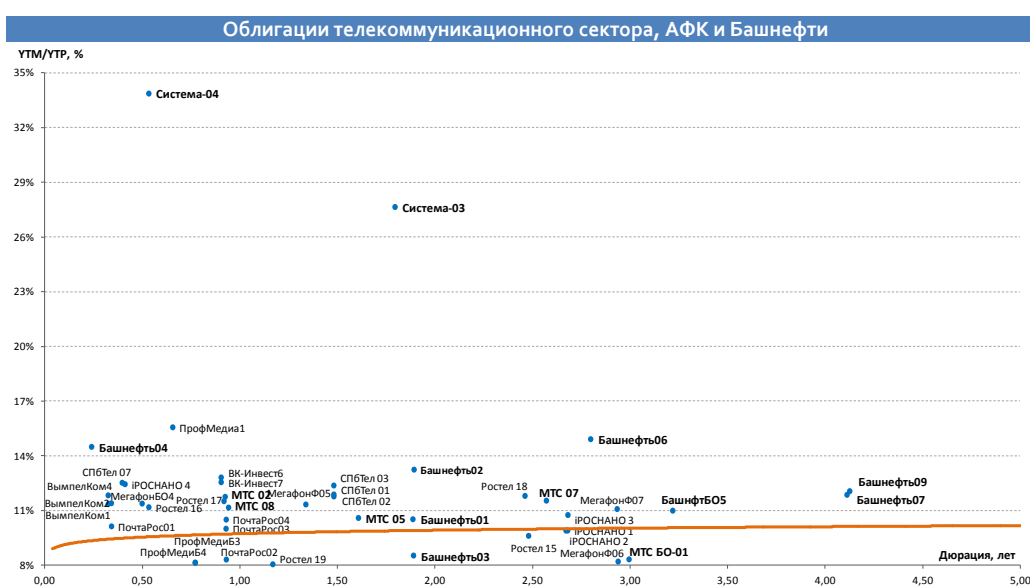
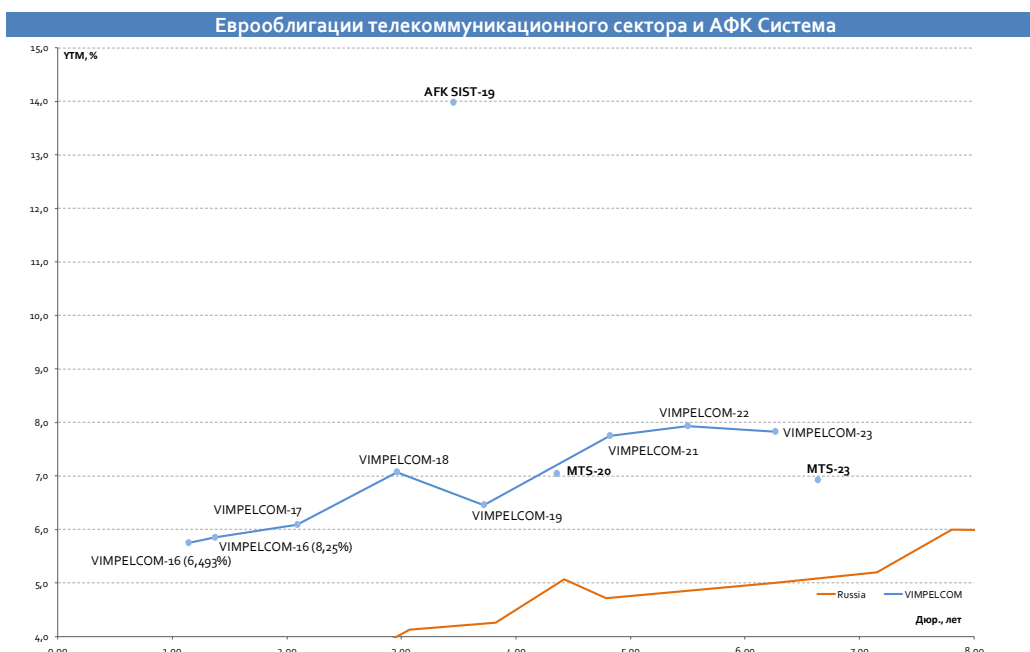
АФК Система		
Агентство	Рейтинг	Прогноз
Moody's	Ва2	-
S&P	ВВ+	Негативный
Fitch	ВВ-	Негативный
Башнефть		
Агентство	Рейтинг	Прогноз
Moody's	Ва2	-
S&P	-	-
Fitch	ВВ	Негативный
МТС		
Агентство	Рейтинг	Прогноз
Moody's	Ваа3	Стабильный
S&P	ВВВ-	Негативный
Fitch	ВВ+	Негативный

В свете происходящего агентства могут пересмотреть рейтинги Системы и Башнефти, что может оказать давление на бонды эмитентов, в первую очередь АФК

Впрочем, котировки уже во многом учитывают возможность рейтинговых действий

Возможно, дело Башнефти может иметь рейтинговые последствия и для МТС (Вааз/BBB-/BB+). Но вряд ли они будут незамедлительными, даже если решение об изъятии Башнефти вступит в силу. Скорее всего, агентства предпочтут взять паузу, чтобы оценить возможное влияние на кредитный профиль МТС, или дождутся фактического изменения кредитного качества оператора, если оно будет иметь место. Так, к примеру, Moody's не стало включать рейтинг МТС на пересмотр в связи с делом Башнефти. Впрочем, неудивительно, поскольку самостоятельный кредитный профиль оператора довольно крепкий. Отметим, что евробонды МТС уже отреагировали на вышеупомянутые события, в большей степени МТС-20 (УТМ 7,04%/4,36 г.), в меньшей – МТС-23 (УТМ 6,92%/6,64 г.). Причем, спрэд между выпусками из-за возникших рисков в настоящее время в отрицательной зоне («-6-10 б.п.»), что нехарактерно для бумаг, учитывая разницу в срочности (3 года), и постепенно он может начать выравниваться по крайней мере до более привычных 10-20 б.п., если не будет негативных новостей относительно возможных претензий по дивидендам Башнефти.

Возможно, рейтинговые последствия затронут и МТС, но вряд ли они будут незамедлительными – агентства, наверняка, возьмут паузу для оценки влияния дела Башнефти на бизнес оператора



Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Илья Фролов

Екатерина Крылова

Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев

Алексей Егоров

Александр Полютков

Алина Арбекова

Дмитрий Монастыршин

Дмитрий Грицкевич

GolubevIA@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

ArbekovaAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

Роман Османов

Олег Шагов

OsmanovR@psbank.ru

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

Богдан Круть

Иван Хмелевский

Ольга Целинина

FedosenkoPN@psbank.ru

KrutBV@psbank.ru

Khmelevsky@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 411-51-37

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

Евгений Жариков

Денис Семеновых

Николай Фролов

Борис Холжигитов

Rybakova@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

SemenovykhDD@psbank.ru

FrolovN@psbank.ru

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

+7 (495) 228-39-23

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Иван Заволоснов

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

ZavolosnovIV@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrehovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.