

September 19 2014

MidLincoln View

Global Investment Strategy with focus on Emerging markets

FAK Sistema

On our assumptions, the case of AFK Sistema is not like the Yukos affair. Saga of the Sistema - is rather the story pieced by Lego blocks, where the pieces include Rosneft buyout of TNK BP, a story of Gazprom buying Sibneft, story possibly includes some chapters such as recent elections in Bashkortostan and even delay with Armenia's accession to the Customs Union.

We offer our version and interpretation of the events surrounding AFK Sistema, although it is possible that our version is not completely real. The story might well be described as such: back in 2009 some forces decided that it's OK for AFK Sistema to hold Bashkir assets, which would then be taken off by Gazpromneft. But after Rosneft - TNK BP merger - the situation has changed. In new hands of Rosneft TNK BP became a company with catastrophically declining production, which negatively affected the statistics of Rosneft's production numbers this year. It turned out that Rosneft may perhaps unintentionally bought a horse from Gypsies, and the horse was not 6 years as old as declared but 11. To correct the situation Rosneft either needs to invest into TNK BP assets or grab Bashneft. But it doesn't have the money to pay for Bashneft decently as all the money were spent in TNK/BP purchase. At the same time AFK Sistema is unlikely to sell Bashkir assets cheap as it might have a generous bid from Gazpromneft. Meanwhile Sistema uses every possibility in its defence including its influence in Bashkortostan and Armenia (both former presidents of these republics were employed by Sistema) at times of elections in Bashkortostan and delays of Armenia with joining customs union.



On our view Sistema case is not a signal to Lukoil and Surgutneftegaz. It's not a signal to Oleg Deripaska either, even though Rusal was quick to note that it might get rid of the Rusal share in Norilsk Nickel. It is unlikely that this is some kind of revolution against the oligarchs. The oligarchs are alive and some are doing extremely well. Some of them - the alfa dogs just cashed out from

TNK BP, others are reporting on the progress of forcing out of the assets of pimply youths. So that the case of AFK Sistema includes pragmatic hand-wringing by the state and private oligarchs in the hope of achieving the desired result.

While the hand-wringing is ongoing, the spread to NAV of Sistema is likely to expand further. We think that this trade is still open, even though Sistema has fallen 70% from its recent level to reach its post crisis lows.

Regarding the daughter companies, it is also worth mixing Bashneft with Gazpromneft and Rosneft in basket to be well hedged. If Rosneft buys Bashneft assets, minorities will likely be screwed in the same manner as minorities in TNK BP. While if GazpromNeft buys the assets, minorities are likely to be rewarded.

To be overall protected it is worth mixing some MTS with Megafon, Vimpelcom and possibly even with VTB.

Sistema case could polarize oligarchs showing who of them is closer to the state and who is further. In this light we would be cautious of Megafon as it looks that the proximity of the Megafon oligarch to the state (as evident from his recent successes) elevates risk of sanctions on the oligarch and his holdings.

This is expanded version of this article in Russian, though not thoroughly edited.

Купить Систему нельзя продать.

По нашим предположениям, дело о Системе совсем не похоже на дело Юкоса. Сага о Системе – скорее история из кубиков ЛЕГО, где слагаемыми кубиками могли быть и выкуп Сечиным ТНК БП, и история в стиле Сибнефти и Газпрома и последние выборы в Башкирии и даже вступление Армении в таможенный союз.

Мы предлагаем свою версию и интерпретацию событий вокруг Системы, хотя вполне возможно наша версия не реальна. История вполне могла быть вкратце описана так. Некие силы, дали поддержать Системе Башнефть, что бы потом переставить ее в Газпромнефть. Но после покупки Роснефтью ТНК БП – ситуация изменилась. ТНК БП оказалась компанией с катастрофически падающей добычей, что негативно отразилось на статистике добычи Роснефти. Получилось, что Роснефть, может и ненамеренно, купила у цыган лошадь, которой не 6 лет а 11. Теперь что бы исправить ситуацию Роснефти нужна Башнефть, причем платить дорого за башнефть она не может, потому что все деньги истрачены на выкуп ТНК-БП. Но Система дешево продавать не хочет, тем более что Газпромнефть скорее всего готова предложить хорошую цену. Защищаясь, Система использует все возможности. Имея влияние в Башкирии и Армении (бывшие президенты обеих республик трудоустроивались в компании) в торг вполне могли идти и поддержка оппозиционных кандидатов на выборах в Башкирии и будущее Армении в таможенном союзе, вступление в который пока не состоялось.

Это на наш взгляд то как выглядит дело о Системе. Это дело не является сигналом Лукойлу и Сургутнефтегазу. Так же оно не является сигналом Олегу Дерипаске, хотя уже и понеслись, новости из Русала от том что тот может и избавиться от доли Русала в Норильском Никеле.

Вряд ли это какая-то революция против олигархов. Олигархи живы и здравствуют и некоторые из особо приближенных или альфа самцов рапортуют об успехах в деле отжатия от активов прыщавых юнцов. Так, что дело о Системе это как всегда прагматичное выкручивание рук олигархам в надежде достичь от них требуемого результата.

На фоне дела Системы – скорее всего спред Системы NAV будет расширяться.

Узнав об участии АФК Система в выкупе Башкирских активов у семьи бывшего президента Башкирии, многие участники рынка очень удивились. Ведь российские нефтяные активы с советским прошлым – для акционеров токсичны и несут риски, возможно и отложенные во времени на несколько лет. Токсичные активы требуют особого бережного обращения и правильного способа утилизации, с использованием механизмов и технологий доступных

только несколькими игрокам на Российском рынке например Роману Абрамовичу или Михаилу Фридману. АФК Система считалась компанией специализирующейся на другого рода активах, в основном не связанных с советским прошлым, и судя по тому, что та даже не смогла отжать Михаила Чичваркина от Евросети – явно, до конца, не владеющей тонкими технологиями утилизации.

Во времена сделки владельцев АФК Системы с семьей президента Башкирии на рынке решили примерно так, что Дмитрию Анатольевичу Медведеву, в то время служившему всенародным президентом, разрешили приглядеть за компанией. Человеком курьировшим ТЭК в то время в правительстве Путина был Игорь Иванович Сечин, ну а он бы не пропустил бы мимо носа Роснефти такое как Башнефть.

С самого начала консенсус склонялся к тому, что компанию Системе дали поддержать. Но кто конечный бенефициар – оставалось загадкой. Многие считали, что это Роснефть. Но у Александра Корсика назначенного Владимиром Петровичем директором Башнефти был опыт продажи другой, похожей компании Газпрому.

Вполне возможно, что в начале путь Сибнефти и был основным сценарием для Башкирской компании. Потенциал Газпромнефти – был велик. Тем более, что именно Газпромнефти, а не Роснефти, в результате красивой и очень выгодной для миноритариев сделки, в разгар кризиса достались активы Sibir Energy. Единственно, что связывало Игоря Ивановича Сечина с Системой в то время – это то, что жил он прямо через дорогу от офиса Системы, ну а это абсолютно ничего не значило. Уже тогда Роснефть, курьированная Сечиным, вполне возможно уже готовилась к другой сделке. И о ней стоит рассказать по подробнее что бы проследить историю будущего конфликта.

Это сделка вполне могла начаться театрально с неудавшейся попытки Роснефти получить долю в ВР. За унижительный срыв сделки, за которым, якобы стояли альфа самцы из консорциума ААР, последовало единственно возможное наказание для ААР - выкупа их доли за 50 млрд, а в знак поощрения лояльной ВР предложить ей долю в Роснефти – компании с намного более превосходящим потенциалом чем ТНК-ВР.

После объявления о сделке по выкупу консорциума ААР за 50 млрд долларов Роснефтью, и покупке ВР доли в Роснефти, многие вскользь задумались о том что, Игорь Иванович Сечин мог быть и тайным альфа самцом, настолько сделка была хороша для ААР. Впрочем сделка была так же хороша и для хороша для акционеров ВР.

Для Роснефти сделка тоже была неплоха, но она подразумевала, что Роснефть будет иметь постоянный доступ к дешевому фондированию на протяжении следующих 10 лет не менее. Она так же подразумевала, что цена на нефть будет стабильной. Теперь мы видим – что больше всего рисков в этой сделке было конечно же для Роснефти.

Одной из проблем ТНК-ВР было ее главное месторождение. Исторически - основу активов ТНК ВР составлял Самотлорнефтегаз, более 50% добычи на пост советском пике добычи на Самотлоре в 2005 году или около 33млн тонн в год. К 2008му году добыча на Самотлоре упала до 30млн тонн уже меньше 50% общей добычи компании и продолжала падать. К моменту совершения сделки с Роснефтью – добыча на Самотлоре достигла своих абсолютных минимумов и снизилась до 15 млн около 17% общей добычи ТНК БП. Самотлор был истощен, что бы продолжать там добывать, нужны были значительные инвестиции.

ТНК ВР восполняла падение добычи на Самотлоре организуя производство на уже отработавших скважинах в районе Нижневартовска куда неожиданно вернулась нефть, после многолетней консервации а так же разбуривая новые небольшие скважины в том же районе. Но создавалось впечатление, что с добычей на таких участках точно возникнут проблемы после сделки.

За 45 производства нефти на Самотлоре – было добыто около 2.5 млрд тонн и на момент совершения сделки под данным геологов в земле еще оставалось еще столько же, а может даже и больше. Но что бы эту нефть добыть нужен достаточно мощные вложения, сложные технологии и тд.

В общем будущие акционеры уже не смогли бы выплачивать весь денежный поток дивидендами, им пришлось бы значительно потратиться, что бы продолжить добычу в районе Самотлора, а ведь еще и кредиты надо выплачивать.

Может Роснефть и не думала покупать Башнефть сначала, так как возможно были другие договоренности, но теперь после сделки с ТНК ВР, он столкнулся с 3-мя проблемами. Растущей кредитной нагрузкой, связанной с растущими в мире ставками, с санкциями а так же с падающей добычей, что для акционеров нефтяной компании хуже лехорадки Эбола.

Конечно же теперь покупка Башнефти помогла бы Роснефти и закрыть проблемы с добычей и со средствами. Но ситуация отягощалась тем, что у Роснефти небыло денег и в условиях кризиса ликвидности и санкций их негде было взять. За исключением возможно ФНБ.

Единственная проблема здесь – это скорее всего Газпромнефть, которая не собирается отступать от своих первоначальных планов по покупке компании. Или даже если у нее не было первоначальных планов по покупке Башкирских активов, и наши предположения не верны, то она с удовольствием могла бы вступить в противостояние с Роснефтью и приобрести дополнительные рычаги в бесконечной конкуренции с Роснефтью отстаивая доступ к трубе, доступ к новым месторождениям, первенство на восточном направлении и тд.

Но ведь не может Роснефть купить Башнефть за ноль как Юкос. Даже если после конфискации она достанется государству. Даже за Юганск на аукционе заплатитли 9 млрд \$.

Но в случае выйгрыша Роснефти, миноритариев скорее всего ждет разочарование как и с ТНК ВР. Хотя победа Газпромнефти – скорее всего награда для миноритариев.

Вполне возможно, что Система продолжает торговаться. Вход возможно идут самые нестандартные тактики. От возможности поддержки оппозиционного Раиля Сарбаева (бывшего премьера Муртазы Рахимова) на выборах перзидента Башкирии. Или возможной влияния на руководство Армении в деле о вступлении в ТС (у нас нет никакой информации, что это так за исключением того что Система является пристанищем – для бывшего президента Армении). Здесь – следующей важной датой является 10 октября – на которое назначено очередное подписание договора о вступлении Армении в ЕврАзЭС. А может быть вообще вся эта тема с давлением на Евтушенкова, появилась после того как у Армении появились вторые мысли о вступлении в ТС (ведь первоначального планированного вступления Армении в ТС не произошло).

Конечно же если бы олигархи заплатитли бы какой нибудь налог на случайную прибыль (windfall profit tax) и таким образом получили бы иммунитет от преследований связанных с покупкой активов с советским прошлым -это бы помогло. Но ведь даже Игорь Иванович, против этого, интересно почему? Интересы кого он защищает, или же все таки надеется все дожать.

Кроме описанных выше сценариев, возможного темпорального развития событий, катализатором сделки могло вполне стать простое 25% дивидендное для госкомпаний. Оказалось у инициативы заставить госкомпании плататить обязательно 25% прибыли ввиде дивидендов есть и негативные стороны. Например – частные компании становятся объектами для поглощений, и правительство здесь – на стороне покупателя, если она является госкомпанией. Потому что после покупки гокомпанией Башнефти доходы бюджета вырастут. Теперь дивиденды возвращающиеся системе будут перенаправлены в казну. В таком случае будущее и Лукойла и Сургута под вопросом.

В общем черт ногу сломит почему посадили под домашний арест Владимира Петровича. Ну уж не Навального ли он спонсировал? В худшем случае Башнефть перепутали с каким-нибудь медийным активом для национальной медиа группы. Тогда шансы у Владимира Петровича не велики.

На фоне дела Системы – бумаги холдинга выглядят намного более уязвимыми чем бумаги дочек.

Вполне возможно, что пока страсти не улягутся, стоит продолжать шортить бумаги Системы против бумаг дочек.

Ну и что бы быть совем защищенными, кроме бумаг Башнефти-стоит иметь Газпромнефть и Роснефть. И кроме МТС – стоит иметь Мегафон, Вымпелком и даже может быть ВТБ.

Good luck! And don't stay out of the market for too long. As the policy of being too cautious is the greatest risk of all.

Ovanes Oganisyan

research@midlincoln.com