

# «Борец»: в расчете на дебютный выпуск евробондов



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

18 сентября 2013 г.

ПК «Борец» 12-18 сентября проводит серию встреч с инвесторами на рынке облигаций Европы и США. Компания надеется занять на рынке еврооблигаций 420 млн долларов, в основном, на выкуп 35,61% собственных акций у компании Weatherford. Кредитный профиль ПК «Борец» выглядит солидно: компания демонстрирует устойчивую динамику выручки, EBITDA и чистой прибыли, имея долгосрочные отношения с лидерами нефтяной отрасли РФ. Долговая нагрузка будет сформирована как раз за счет текущего займа и ляжет довольно серьезным бременем на компанию. Тем не менее, мы считаем, что компания, скорее всего, сможет обслужить и погасить свой долг. К рискам в первую очередь стоит отнести непрозрачность структуры акционерного капитала.

Вадим Паламарчук  
palamarchukva@psbank.ru

**Компания производит ESP-системы для нефтегазовой отрасли, а также обеспечивает последующее сервисное обслуживание, которое дает в выручку около 30%.**

ПК «Борец» - лидер российского рынка ESP-систем, работающий с гигантами нефтяной отрасли РФ.

Компания «Борец» – одна из крупнейших мировых компаний нефтяного машиностроения, специализирующаяся в сфере разработки, производства, реализации и сервисного обслуживания оборудования для добычи нефти. Основная продукция предприятия – погружные электроцентробежные насосы (ESP-system, Electronic Submersible Pump System), винтовые насосы для добычи нефти, а также погружные и поверхностные (горизонтальные) установки для повышения пластового давления. Согласно данным компании, в разработке, производстве и сервисном обслуживании нефтепромыслового оборудования занято свыше 9000 сотрудников. Основная часть зарубежных активов была сформирована за счет стратегического взаимодействия в 2007-2008 гг. со швейцарской международной компанией Weatherford работающей в том же сегменте что и «Борец», в рамках которого «Борец» приобрела активы по производству и обслуживанию ESP-систем в основном в США и Канаде. Weatherford в свою очередь приобрела порядка 33% в группе «Борец», а позже довела свою долю до 38,5%.

**Целью выпуска еврооблигаций объемом 420 млн долларов является финансирование выкупа 35.6% собственных акций у компании Weatherford на сумму 370 млн долларов, а также погашение текущих долгов перед IFC и EBRD.**

Теперь ПК «Борец» планирует произвести обратный выкуп 35,6% своих акций (вместе с фондом Tangent Fund), принадлежащих Weatherford. Для этих целей компания планирует разместить долг на рынке еврооблигаций (в долларах США) размером 420 млн долларов и 370 из них потратить на выкуп. Всего на выкуп будет потрачено 400 млн долларов, где 30 млн долларов будет профинансировано Tangent Fund. Остальные параметры выпуска пока неизвестны. 18 сентября должны закончиться встречи с

**Цель выпуска – выкуп собственных акций у бывшего стратегического партнера, нефтесервисной международной швейцарской компании Weatherford.**

потенциальными инвесторами. Согласно проспекту Tangent Fund является контролирующим акционером ПК «Борец», владея 61,5% акций.

**Выручка компании формируется за счет ключевых игроков нефтяного сектора, с которыми у ПК «Борец» выстроены долгосрочные отношения, что, на наш взгляд, способствует формированию надежного и сильного кредитного профиля.**

Выручка компании формируется из продажи ESP-систем нефтедобывающим компаниям (69% выручки за 2012 год) и из последующего их сервисного обслуживания (31% выручки за 2012 год). При этом в 2011 году пропорция была примерно такой же (67% против 33%). В географическом разрезе 76% выручки формируется на территории РФ, остальное – за рубежом. Большая часть производственных активов расположена на территории РФ, также существенная доля - в США и Канаде.

На территории РФ основными клиентами являются крупнейшие нефтедобывающие компании, лидеры отрасли. Ниже приведена разбивка выручки по крупнейшим клиентам (которыми являются российские нефтедобывающие компании) и по основным зарубежным клиентам.

Также стоит отметить, что, согласно данным компании, которая ссылается на исследование зарубежного исследовательского энергетического агентства Douglas-Westwood, российский рынок является крупнейшим рынком ESP-систем, где местные производители занимают около 66%, при этом «Борец» является крупнейшей среди них, занимая 36% российского рынка. На наш взгляд, выручка компании сохранит стабильность в ближайшие несколько лет в силу следующих причин:

- Компания занимает доминирующие позиции на российском рынке, имея долгосрочные отношения с крупнейшими нефтяными компаниями
- ESP-системы используются в 71% скважин на рынке РФ и согласно прогнозам зарубежного исследовательского энергетического агентства Douglas-Westwood их доля вырастет до 83% к 2019 г.
- Волатильность цены на нефть не имеет прямого влияния на заработки компании «Борец», так как нефтяным компаниям приходится разрабатывать новые месторождения при истощении старых, а используемые ESP-системы в дальнейшем будут требовать сервисного обслуживания.

К основным рискам можно отнести лишь довольно сильную конкуренцию, однако процесс проникновения новых игроков на рынок и укрепление существующих позиций является долгосрочным процессом, который не окажет влияния на ситуацию на рынке в среднесрочной перспективе.

Крупнейшие клиенты, доля от выручки всей группы, %:	1П2013	2012	2011
Роснефть	14.3	16.5	19.4
ТНК-ВР	16.8	15.9	18.1
Сургутнефтегаз	6.4	8	7.7
Газпромнефть	7.0	6.9	7.9
Лукойл	5.9	5.9	7.5
Славнефть	1.9	1.9	3.9
РуссНефть	1.3	1.3	1.5
<b>Сумма</b>	<b>53.6</b>	<b>56.4</b>	<b>66</b>

Источник: данные компании

**Россия – основной рынок для ПК «Борец» с долей выручки в 76%.**

**Роснефть и (ранее) ТНК-ВР вместе обеспечивают чуть более 30% всей выручки группы, при этом компании сотрудничают с группой «Борец» с 2000 и 1998 гг. соответственно.**

**К основным отраслевым рискам стоит отнести довольно высокую конкуренцию в сегменте ESP-систем, однако риски изменения ситуации на рынке в среднесрочной перспективе ограничены.**

Основные зарубежные клиенты, доля от выручки всей группы, %:	1П2013	2012
Еcopetrol	3.7	4
Apache	2.5	2.5
Qarun Petroleum	1.5	1.1
ENI	2	1.3
XTO Energy	0.5	0.9
PDVSA	1.1	0.8
Daleel Petroleum LLC	1	0.8
Petrobras	0.6	0.5
Прочее	10.6	11.9
<b>Сумма:</b>	<b>23.5</b>	<b>23.8</b>

Источник: данные компании

**Финансовые показатели внушают доверие, однако привлечение долга в 420 млн долларов станет для компании серьезным бременем. Также долговая нагрузка по показателю Чистый Долг/ЕВITDA вплотную приблизится к уровню 3х, обозначенному в ковенантах к размещению евробондов как уровень, после которого запрещается наращивать долг, что в принципе является положительным моментом.**

Финансовые результаты компании за последние три года показывают высокий уровень стабильности как по темпам роста выручки, так и по рентабельности бизнеса в целом.

На текущий момент чистый долг компании составляет всего лишь 19 млн долларов, а общий около 90 млн долларов. При этом компания планирует погасить долги вместе с новым размещением перед IFC и EBRD на сумму 40 и 50 млн долларов соответственно. Таким образом, данное размещение будет единственным крупным долгом компании.

По нашим расчетам, при успешном размещении долга Чистый долг/LTM EBITDA составит 2.9х, при условии, что из привлеченных 420 млн долларов 50 пойдет на погашение старых долгов, а остальные 40 млн долларов будут погашены за счет денежных средств. Таким образом, компания практически едва удовлетворяет ковенантам размещения выпуска еврооблигаций, которые запрещают привлекать новый долг, если до него или вместе с ним показатель Чистый Долг/ЕВITDA превысит уровень в 3х.

Также стоит отметить, что повторный рост показателя EBITDA на 30% (как в 2012 году) маловероятен в силу того, что результат EBITDA за 1П2013 равен EBITDA за 1П2012 (65 млн долларов). Возможно, новый рост EBITDA будет более сильным в следующие годы благодаря реализации проектов по расширению производства. Таким образом, долговая нагрузка компании резко возрастет, и инвесторы будут пристально следить за денежной позицией компании и динамикой выручки и EBITDA.

*Компания обладает сильным кредитным профилем, выручкой, EBITDA и чистой прибылью показывают стабильную динамику на протяжении последних трех лет (2010-2012 гг).*

Ключевые финансовые показатели млн долларов	Борец (МСФО)			CAGR %			Изм. %
	2010	2011	2012	2010-2012	1П2012	1П2013	
Выручка	611	707	743	10%	366.7	384.9	5.0
Операционный денежный поток	28	64	85	75%	26.6	33.4	25.5
ЕБИТДА	96	102	133	18%	65.2	65.3	0.1
ЕБИТДА margin	15.7%	14.5%	17.9%	7%	17.8%	17.0%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	34	27	77	50%	32.2	25.6	-20.3
margin	5.5%	3.8%	10.3%	-	8.8%	6.7%	-2,1 п.п.
	2010	2011	2012	1П2013	Изм. %		
Активы	632	721	785	779			-1
Денежные средства и эквиваленты	44	64	81	77			-5
Долг	160	149	114	96			-16
краткосрочный	33	42	31	25			-17
долгосрочный	127	107	83	71			-15
Чистый долг	116	85	33	19			-42
Долг/ЕБИТДА	1.67	1.46	0.86	0.72			-
Чистый долг/ЕБИТДА	1.21	0.83	0.25	0.14			-

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

### Возможные причины разрыва отношений Weatherford и ПК «Борец», приведшие к выкупу.

Как мы уже писали выше, целью привлечения займа является выкуп пакета собственных акций размером 35.6% у бывшего партнера, международной компании Weatherford. При этом сама Weatherford называет среди основных причин продажи пакета необходимость сфокусироваться в смежной нише нефтесервисного бизнеса, а также наличие необходимости снижать долговую нагрузку (по 2012 GAAP Чистый Долг/скорректированная ЕБИТДА составлял около 3,5х).

### Ретроспектива сотрудничества Weatherford и ПК «Борец».

Изначально, в 2008 году, данное сотрудничество базировалось на взаимном владении активов: Weatherford владел более трети, а позднее 38.5% акций ПК «Борец», а «Борец», в свою очередь, владел производственными мощностями и сервисными центрами ESP-систем Weatherford в США и других странах. Позднее в прессе появлялась информация о том, что Weatherford уже довела свою долю до 40% и не исключает дальнейшего увеличения пакета, при этом был ряд заявлений со стороны ФАС (Федеральной Антимонопольной Службы) о возможности инициации проверок по части приобретения доли в ПК «Борец». А теперь, в августе-сентябре 2013 года становится известно об обратном выкупе акций. Возможно, Weatherford, успешно скупившая в последние несколько лет различные компании в сфере ESP-бизнеса в РФ, конечной целью сотрудничества с ПК «Борец» видела для себя получение контроля в данной компании. Однако, на наш взгляд, получение контроля зарубежной корпорацией в компании, которая снабжает оборудованием высокой важности (в рамках производственной цепочки) таких гигантов нефтяной отрасли как Роснефть и ТНК-ВР (ранее, до объединения с Роснефтью) выглядит маловероятным. Отдельно стоит отметить, что ни в проспекте к размещению облигаций, ни где-либо еще нет информации о конечном бенефициаре (контролирующем акционере) ПК «Борец». По некоторым неофициальным заявлениям в СМИ, указывается факт того, что компания ПК «Борец» близка к группе «Алеф». Также ранее Алеф-Банк выдавал небольшие кредиты группе «Борец».

*Несколько лет назад компания Weatherford озвучивала планы по наращиванию доли в ПК «Борец» выше 40%, но этого так и не случилось.*

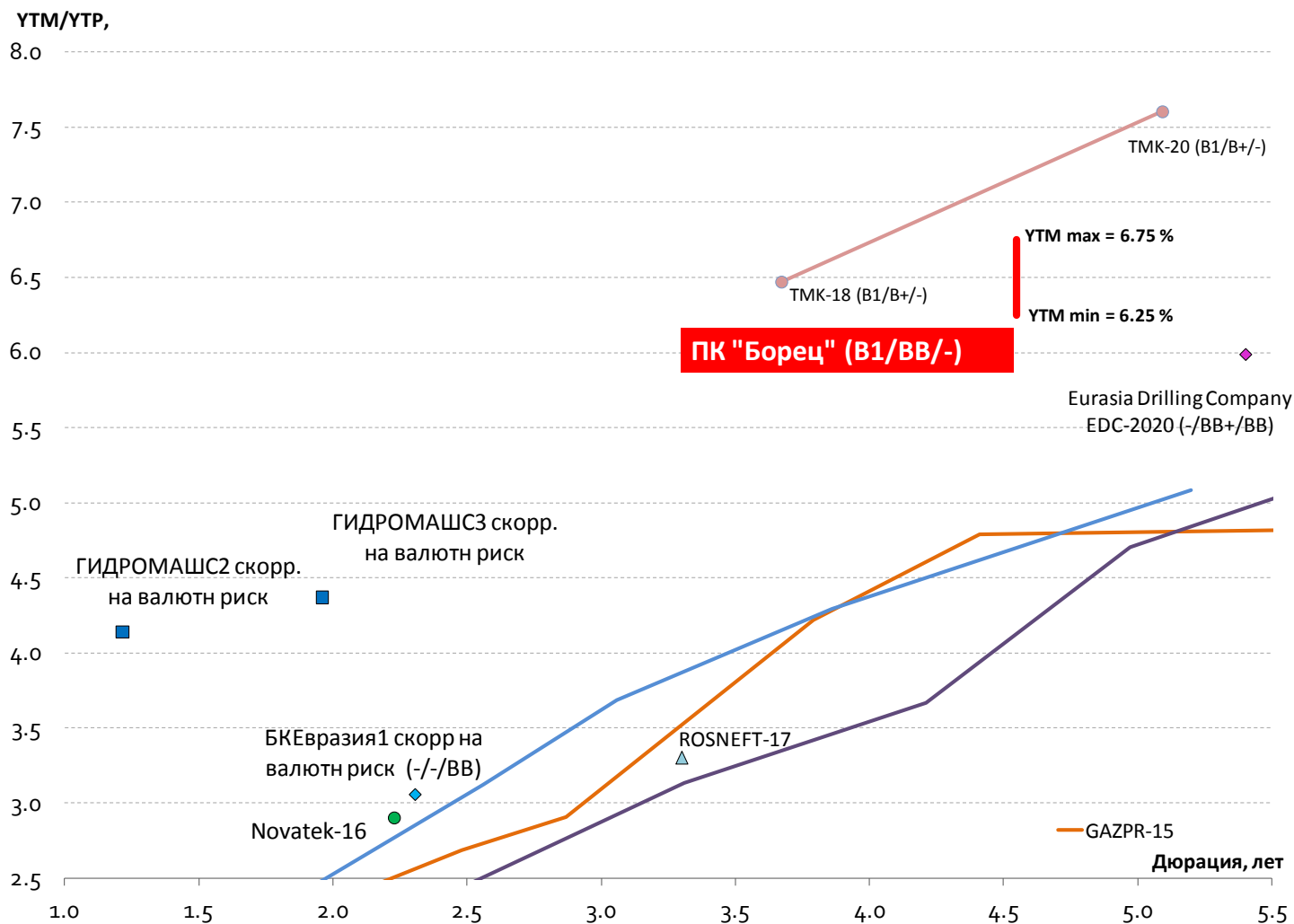
**При формировании ориентира доходности планируемого размещения срок размещения в 5 лет был взят как наиболее вероятный. За основной бенчмарк был взят долларовой евробонд компании Eurasia Drilling-2020, как наиболее близкий аналог по профилю деятельности с более высоким кредитным качеством. На наш взгляд, пятилетний выпуск ПК «Борец» должен торговаться с доходностью 6.25-6.75% годовых.**

ПК «Борец» не имеет прямых аналогов на рынке еврооблигаций, что затрудняет прайсинг возможного выпуска. Также пока отсутствуют данные по выпуску, в том числе по срочности выпуска. На наш взгляд, планируемые к размещению долларовой евробонды будут ложиться в диапазон 3-7 лет, поэтому мы предполагаем срочность в 5 лет как наиболее вероятную.

Бенчмарком для анализа доходности мы использовали долларовой кривые Газпрома, Лукойла и ТНК-ВР. Также были использованы выпуски Новатек-16 и Роснефть-17. В качестве ближайших аналогов были использованы рублевые выпуски компании Гидромашсервис, которая официально также является частной и занимается производством насосов, в том числе для нефтегазовой отрасли. Доходности рублевых выпусков были приведены к долларовой за счет валютных свопов. Таким же образом на карту доходностей был поставлен выпуск БК Евразия-1 компании Eurasia Drilling, производящей буровые установки для нефтедобывающих компаний. Долларовой выпуск еврооблигаций этой же компании также нанесен на карту и был использован как наиболее релевантный бенчмарк в силу сходства бизнеса и более высокого кредитного качества эмитента: Выручка (3,2млрд долларов за 2012 год) и EBITDA (790 млн долларов за 2012 год) компании в разы превышает показатели ПК «Борец», при этом долговая нагрузка по показателю Чистый Долг/LTM EBITDA составляет всего лишь ~ 0,6х. Кроме того, были использованы евробонды металлургической компании ТМК, как компании, обладающей тем же рейтингом от Moody's (B1), что и ПК «Борец» (B1/BB/-). Таким образом, на наш взгляд, доходность 5-летнего выпуска должна находиться между кривой Eurasia Drilling (-/BB+/BB) и кривой ТМК (B1/B+/-). На наш взгляд, доходность 5-летнего выпуска должна находиться в диапазоне 6,25% – 6,75% (см. карту доходностей ниже).

***Основным ориентиром выступает выпуск EDC-2020 компании Eurasia Drilling, производящая буровые установки для нефтедобывающих компаний.***

## Карта доходностей, еврооблигации.



**ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**РУКОВОДСТВО**

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
<b>Владимир Гусев</b>	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
<b>Екатерина Крылова</b>	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

<b>Игорь Голубев</b>	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
<b>Вадим Паламарчук</b>	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
<b>Александр Полютков</b>	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

**Управление торговли и продаж**

<b>Петр Федосенко</b>	fedosenkopn@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	krutbv@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Хмелевский Иван</b>	khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	tselini naoi@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

© 2013 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.