

ВОЗВРАЩЕНИЕ НЕФТЯНОГО «СЕРЕДНЯКА» НА РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Компания проводит роуд-шоу нового выпуска

Еврооблигации Татнефти привлекательны при премии более чем 100 б.п. к кривой Газпрома. На прошлой неделе Татнефть, нефтяная компания среднего по российским меркам размера, начала роуд-шоу перед размещением нового выпуска еврооблигаций индикативного объема. Точная информация о выпуске на текущий момент отсутствует. Согласно сообщениям новостных агентств, объем выпуска составит не менее 500 млн долл. По данным источников Debtwire, Татнефть может разместить пяти-семилетние облигации объемом до 1 млрд долл. с доходностью 6,5–7%. Татнефть не новичок на рынке еврооблигаций. Дебютный выпуск пятилетних евробондов компании на 300 млн долл. был погашен в 2002 г. Татнефть имеет кредитные рейтинги от Moody's и Fitch на уровне «Ba2» и «BB» соответственно, оба с прогнозом «стабильный».

По нашему мнению, наиболее подходящий индикатор доходности для еврооблигаций Татнефти – объединенная кривая МТС–Вымпелкома, поскольку кредитные рейтинги названных эмитентов наиболее близки к комбинации рейтингов Татнефти. С учетом этого при текущей рыночной конъюнктуре справедливая доходность пятилетних облигаций Татнефти, по нашей оценке, составляет 6,7%–6,9%, семилетних – 7–7,2%, что предполагает 70–90-процентную премию к кривой Газпрома (см. график на стр. 3). По нашему мнению, при премии к кривой Газпрома в размере выше 100 б.п. еврооблигации Татнефти – привлекательный объект инвестиций.

Нефтяная компания среднего размера. В 2009 г. Татнефть заняла шестое место по добыче и объему доказанных запасов среди российских нефтяных компаний. По итогам прошлого года она добыла 25,85 млн т нефти, увеличив объем добычи на 0,3% по сравнению с 2008 г. На 31 декабря 2009 г. доказанные запасы категории PRMS по классификации SPE составляли у Татнефти 862 млн т нефти и нефтяного конденсата (6,141 млн барр.), что при текущих темпах добычи обеспечит деятельность компании на период около 33 лет – срок, больший, чем у какой-либо другой российской нефтяной компании. У Татнефти вертикально интегрированная структура: в ее состав входит группа компаний, основные активы которых расположены в Татарстане. В числе активов не только нефте- и газодобывающие, а также нефтеперерабатывающие предприятия, но и нефтехимические, трейдинговые компании, а также внутрикорпоративные сервисные структуры.

«Квази-квази»-государственный эмитент. Правительство Татарстана (BB/Ba1/BBB) – основной акционер Татнефти, владеющий 33,6% акций, а также «золотой акцией» и фактически контролирующей компанию: по нашей оценке, приблизительно еще 24% акций Татнефти, находящихся в собственности российских резидентов, принадлежит либо руководству компании и органам государственного управления Татарстана, либо сторонам, связанным с правительством республики. По сути, Татнефть – «квази-квази»-государственный эмитент. Важность Татнефти для экономики Татарстана не подлежит сомнению, поскольку на долю компании приходится 80% добываемой в республике нефти и основная часть поступлений в бюджет региона. Акции Татнефти котируются на бирже. Рыночная капитализация компании на Лондонской бирже на 19 мая 2010 г. составляла 9,7 млрд долл.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «Татнефть»
Рейтинги эмитента (S/M/F)	NR/Ba2/BB
Объем займа	Ориентир (не менее 500 млн долл.)
Срок обращения	5-7 лет
Индикативная доходность	YTM 6,5 - 7%

Высокая доля краткосрочного долга недостаток, но не угроза

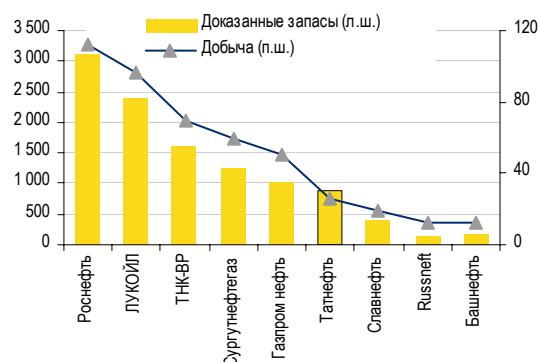
Ключевые финансовые результаты Татнефти по US GAAP, млн руб.

	2007	2008	2009
Выручка	356 276	444 332	380 648
EBITDA	72 356	46 026	81 910
Чистая прибыль	43 136	9 621	55 532
Операционный ден. поток	48 033	47 852	66 603
Капитальные вложения	(33 649)	(60 441)	(89 254)
Свободный денежный поток	14 384	(12 589)	(22 651)
Совокупный долг	13 514	50 603	87 816
Краткосрочный долг	4 332	5 790	71 228
Денежные средства	12 841	13 418	13 010
Чистый долг	673	37 185	74 806
Собственный капитал	313 507	264 859	268 558
Активы	370 219	392 980	495 742
Рентабельность по EBITDA (%)	20,3	10,4	21,5
EBITDA/Фин. расходы	1 205,9	79,4	130,8
Долг/EBITDA	0,2	1,1	1,1
Чистый долг/EBITDA	0,0	0,8	0,9
Долг/Собственный капитал	0,0	0,2	0,3

Источники: Татнефть, оценка УРАЛСИБа

Татнефть – шестая по величине российская нефтяная компания

Объемы добычи в 2009 г., доказанные запасы на конец 2009 г., млн т



Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Основная часть выручки приходится на продажи собственной нефти. Хотя в состав Группы Татнефть входят компании различного профиля, продажи нефти, безусловно, служат основным источником доходов компании. По итогам 2009 г. на их долю пришлось около 77% консолидированной выручки эмитента. Приблизительно 70% добываемой компанией нефти поставляется на экспорт – в 2009 г. экспортные поставки сформировали почти 80% выручки Татнефти. Второй по величине источник выручки – нефтепереработка и продажа закупленной нефти и нефтепродуктов (18,5% выручки за 2009 г.). Вклад нефтехимического бизнеса (компания, в частности, производит и продает автомобильные шины) в консолидированную выручку не слишком существенный – менее 6% по итогам 2009 г.

Истощенные месторождения требуют инвестиций, но на них распространяются налоговые льготы. Татнефть разрабатывает 82 нефтяных месторождения, но львиную долю добычи (58%) обеспечивает Ромашкинское месторождение. Оно эксплуатируется более 50 лет и в значительной степени истощено – приблизительно на 80%, благодаря чему, однако, Татнефть пользуется значительными налоговыми льготами – по российскому налоговому законодательству нефтяные месторождения, истощенные более чем на 80%, облагаются НДС по ставке, сниженной на 70%. То же самое относится к еще четырем месторождениям, принадлежащим компании – они также будут вскоре облагаться НДС по льготной ставке. Подчеркнем, что, несмотря на значительную ресурсную базу компании, ее запасы относятся к категории трудно-извлекаемых. Это означает, что в дальнейшем себестоимость добычи будет расти. Татнефть уже объявила о планах внедрения новых технологий на всех уровнях добычи, что, несомненно, приведет к увеличению капитальных затрат.

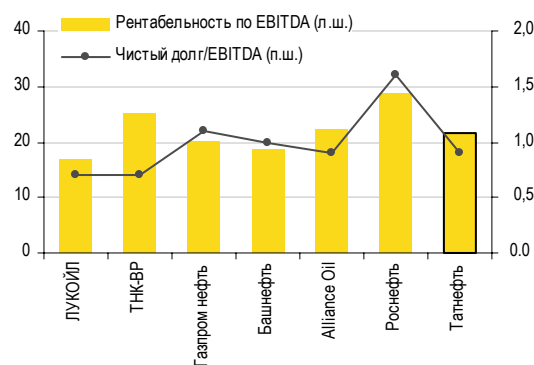
Добыча останется стабильной до 2012 г. Татнефть не ставит перед собой цели увеличивать добычу в среднесрочной перспективе – в 2010 г. добыча, как ожидает компания, останется на уровне предыдущего года (25,85 млн т), а в 2011–2012 гг. немного снизится – до 25,4 млн т в год. Мы оцениваем этот план негативно, поскольку единственным фактором, способствующим увеличению денежных потоков Татнефти, станет в этом случае повышение цен на нефть. С другой стороны, маловероятно, что компания будет приобретать новые добывающие активы, так что ожидать значительных расходов на этом фронте вряд ли стоит. В пользу такой точки зрения говорит то, что у Татнефти есть месторождения, нуждающиеся в геологоразведке и разработке: компания осваивает ряд месторождений за пределами Татарстана (в Самарской, Оренбургской и других областях РФ). Вдобавок в 2010 г. Татнефть впервые за свою 60-летнюю историю начала добычу за рубежом (в Сирии) и ведет геологоразведку в Ливии.

Рентабельность и долговая нагрузка соответствуют среднеотраслевым показателям. Основной недостаток – неблагоприятная структура долга. С точки зрения рентабельности и долговой нагрузки финансовое положение Татнефти в целом соответствует финансовому положению других российских нефтяных компаний, входящих в десятку крупнейших. В 2009 г. рентабельность Татнефти по EBITDA составила 21,5%. Коэффициент Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, был на довольно консервативном уровне – 0,9. Почти весь долг Татнефти (около 97%) номинирован в долларах, однако валютные риски не представляются значительными, так как Татнефть ориентирована на экспорт (почти 70% выручки компании в 2009 г. пришлось на экспортные продажи). Очевидным недостатком кредитного профиля Татнефти является значительная доля краткосрочного долга – 71 млрд руб., или 81% от общего показателя. Почти весь краткосрочный долг Татнефти (60,5 млрд руб.) представлен синдицированным кредитом, полученным в ноябре 2007 г. от консорциума европейских банков во главе с BNP Paribas на строительство нефтеперерабатывающего и нефтехимического комплекса в Нижнекамске. Ставка кредита LIBOR+1,65%, срок погашения – июль 2010 г. Рефинансирование этого кредита более «длинным» позволит Татнефти классифицировать почти весь долг как долгосрочный.

Рентабельность и долговая нагрузка соответствуют среднеотраслевым показателям. Основной недостаток – неблагоприятная структура долга. С точки зрения рентабельности и долговой нагрузки финансовое положение Татнефти в целом соответствует финансовому положению других российских нефтяных компаний, входящих в десятку крупнейших. В 2009 г. рентабельность Татнефти по EBITDA составила 21,5%. Коэффициент Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, был на довольно консервативном уровне – 0,9. Почти весь долг Татнефти (около 97%) номинирован в долларах, однако валютные риски не представляются значительными, так как Татнефть ориентирована на экспорт (почти 70% выручки компании в 2009 г. пришлось на экспортные продажи). Очевидным недостатком кредитного профиля Татнефти является значительная доля краткосрочного долга – 71 млрд руб., или 81% от общего показателя. Почти весь краткосрочный долг Татнефти (60,5 млрд руб.) представлен синдицированным кредитом, полученным в ноябре 2007 г. от консорциума европейских банков во главе с BNP Paribas на строительство нефтеперерабатывающего и нефтехимического комплекса в Нижнекамске. Ставка кредита LIBOR+1,65%, срок погашения – июль 2010 г. Рефинансирование этого кредита более «длинным» позволит Татнефти классифицировать почти весь долг как долгосрочный.

Финансовый профиль Татнефти соответствует среднеотраслевому

Рентабельность и долговая нагрузка крупных российских нефтяных компаний



Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

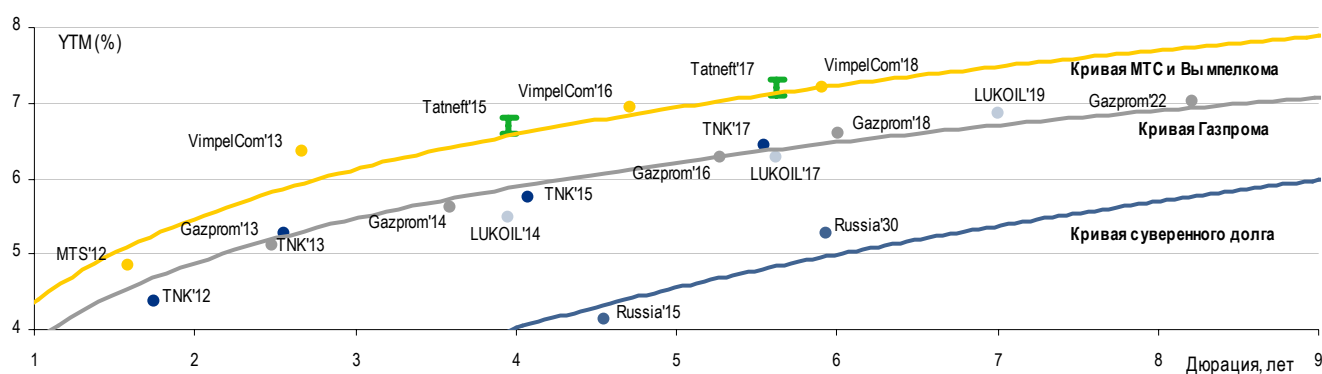
Масштабные инвестиции увели свободный денежный поток в отрицательную зону. Ключевым инвестиционным проектом Татнефти является строительство нефтекомплекса в Нижнекамске годовой перерабатывающей мощностью 14 млн т нефти. Проект был начат в 2005 г., совокупные инвестиции в него оцениваются в 280 млрд руб. (9,3 млрд долл.), из которых около 124 млрд руб. (4,1 млрд долл.) уже было инвестировано по состоянию на конец 2009 г. Первая из трех очередей – строительство НПЗ – должна быть завершена в 2010 г. В рамках второй и третьей предполагается строительство завода глубокой переработки и нефтехимического завода. Стоит подчеркнуть, что Татнефть пока не располагает опытом управления перерабатывающих активов такого масштаба. Помимо вышеупомянутого синдицированного кредита, для финансирования проекта Татнефть получила в октябре 2009 г. еще один синдицированный кредит – на сумму 1,5 млрд долл. от банков WestLB и Unicredit, обеспеченный денежными потоками от экспорта нефти. Структура кредита предусматривает два транша: 1,14 млрд долл. сроком на три года по ставке LIBOR+5,85% и 365 млн долл. на

пять лет по ставке LIBOR+6,85. По данному кредитному соглашению компания на конец 2009 г. привлекла 250 млн долл. Оставшаяся сумма должна быть выбрана компанией в течение 2010 г. Масштабные инвестиции, связанные со строительством завода, негативно сказываются на свободном денежном потоке Татнефти, который в 2008–2009 гг. был отрицательным (минус 12,6 млрд руб. и минус 22,7 млрд руб. соответственно).

Прогноз в целом стабильный. Мы умеренно позитивно оцениваем кредитный профиль и среднесрочные перспективы Татнефти. По нашему мнению, Татнефть, как одна из крупнейших российских нефтяных компаний, сохранит за собой широкий доступ к рынкам долгового капитала, что делает риски рефинансирования для нее несущественными. Размещение еврооблигаций, Татнефть, что наиболее вероятно, лишь частично рефинансирует синдицированный кредит на сумму 2 млрд долл., срок погашения по которому истекает в июле 2010 г. С начала нынешнего года компания изучает возможность привлечения нового синдицированного кредита на сумму 2 млрд долл., который может состоять из трех траншей сроком на три, пять и семь лет. Мы считаем, что заемщики уровня Татнефти остаются весьма востребованными глобальными кредитными организациями в условиях сохраняющейся избыточной ликвидности в мировой финансовой системе. Привлекательность кредитного риска Татнефти обуславливается умеренной долговой нагрузкой компании, значительными масштабами ее бизнеса и квази-квази-государственным статусом заемщика. Таким образом, Татнефть, как мы полагаем, сможет успешно решить вопрос с рефинансированием своей краткосрочной задолженности. Основным недостатком кредитного профиля Татнефти, на наш взгляд, является отсутствие планов по увеличению добычи (прогноз компании предполагает фактически стабильный уровень добычи до 2012 г.), что ограничивает рост денежных потоков, тогда как потребности компании в капзатратах будут оставаться высокими в среднесрочной перспективе. По нашим прогнозам, в 2010 г. EBITDA Татнефти составит 86,6 млрд руб., а долговая нагрузка, выраженная соотношением чистого долга и EBITDA, увеличится до 1,3–1,5, что мы считаем умеренным показателем. Основные риски для кредитного профиля Татнефти, как для других нефтяных компаний в России, мы связываем с волатильностью цен на нефть и возможностью неблагоприятных изменений в налогообложении отрасли.

Еврооблигации Татнефти привлекательны при премии более чем 100 б.п. к кривой доходности Газпрома

Доходности российских еврооблигаций по состоянию на 18 мая 2010 г.



Источники: Bloomberg

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, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@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
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

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

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Экономика

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

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@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, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрug, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010