

Александр Черкасов, [caa@ufs-federation.com](mailto:caa@ufs-federation.com)
**Долговые инструменты «Роснефти» — высококачественные торговые идеи**

На фоне ожидаемого получения доступа Euroclear и Clearstream к рынку корпоративных облигаций, которое ожидается в 2014 году, становятся интересными длинные выпуски российских эмитентов первого эшелона. Роснефть один из таких эмитентов, обладающих высоким кредитным качеством.

Все семь выпусков облигаций «Роснефти» торгуются с дюрацией 3,6-4,1 года. Премия к ОФЗ составляет 165–185 б. п. На наш взгляд, наиболее вероятно снижение доходности облигаций «Роснефти» примерно на 50 б. п. Это позволит рублевым облигациям компании вырасти до 2%.

Среди евробондов «Роснефти» наиболее интересен выпуск с погашением в 2022 году. Дюрация выпуска составляет 7,1 лет, доходность 5,23% при этом Z-спред составляет, 272 б.п. Z-спред выпуска ТНК-ВР с погашением в 2017 году меньше – 265 б.п. При меньших дюрациях имеет место обратная ситуация. Евробонд ТНК-ВР с погашением в 2017 году имеет больший Z-спред, чем евробонд «Роснефти» с погашением в том же году (253 и 235 б.п. соответственно).

На наш взгляд доходность длинного евробонда Роснефти слишком высока. Потенциал снижения доходности 20-30 б.п. в среднесрочной перспективе.

**Общий профиль**

«Роснефть» является крупнейшим нефтяным вертикально-интегрированным холдингом в России. Холдинг объединяет почти сотню компаний, работающих в сфере разведки, добычи, переработки, сбыта и сервиса. Государство владеет 70% компании. Большая часть активов компании расположена на территории России. Компания также реализует проекты в Казахстане, Алжире, Венесуэле и ОАЭ.

После приобретения ТНК-ВР «Роснефть» стала мировым лидером по доказанным запасам и производству углеводородов среди публичных нефтяных компаний. Доказанные запасы объединенной компании составляют 5,4 млрд тонн. Этого хватит на 27 лет работы при текущем темпе добычи. Доказанных запасов газа в объеме 1,5 трлн куб. м хватит почти на

**Основные показатели ОПУ (млрд руб.)**

	1П 2013	1П 2012
Выручка	1 988	1 484
ЕБИТДА	371	272
Операционная прибыль	222	176
<b>Чистая прибыль</b>	<b>137</b>	<b>116</b>

**Основные показатели баланса (млрд руб.)**

	30.06.2013	31.12.2012
<b>Активы</b>	<b>6 802</b>	<b>3 984</b>
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 307</b>	<b>940</b>
Д/с и их эквиваленты	346	299
Запасы	186	134
Финансовые вложения	178	90
Прочие оборотные активы	597	417
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>5 495</b>	<b>3 044</b>
Основные средства	4 676	2 638
Goodwill	153	144
Финансовые вложения	58	37
Прочие внеоборотные активы	608	225
<b>Обязательства</b>	<b>4 027</b>	<b>1 090</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>1 080</b>	<b>453</b>
Краткосрочный долг	499	146
Прочие краткосрочные обязательства	581	307
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 947</b>	<b>1 209</b>
Долгосрочный долг	1 885	845
Прочие долгосрочные обязательства	1 062	364
<b>Капитал</b>	<b>2 775</b>	<b>2 322</b>

**Основные показатели отчета о ДДС (млрд руб.)**

	30.06.2013	30.06.2012
<b>Операц. денежный поток</b>	<b>573</b>	<b>224</b>
Инвест. денежный поток	-1 576	-230
<b>Капитальные затраты</b>	<b>-248</b>	<b>-243</b>
Финансовый денежный поток	1 037	-24
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>-1 003</b>	<b>-6</b>

**Дополнительные показатели**

	30.06.2013	31.12.2012
Чистый долг/ЕБИТДА	1,78	1,02
ЕБИТДА margin	18,66%	18,33%

**Кредитный рейтинг**

S&P	Moody's	Fitch
BBB/ stab.	Baa1/ stab.	BBB/ stab.

Источник: данные компании, расчеты UFS IC



100 лет добычи. Компания является значительной в масштабах государства. По нашим оценкам, вклад компании в ВВП России по итогам 2012 года составил около 1%.

Приблизительно половина доходной части федерального бюджета России в 2012 была сформирована благодаря доходам, получаемым нефтегазовыми компаниями. По этой причине поддержка и стимулирование нефтяного бизнеса со стороны правительства является важной задачей. Высокая вероятность поддержки со стороны основного собственника компании — государства — существенно снижает уровень кредитных рисков компании.

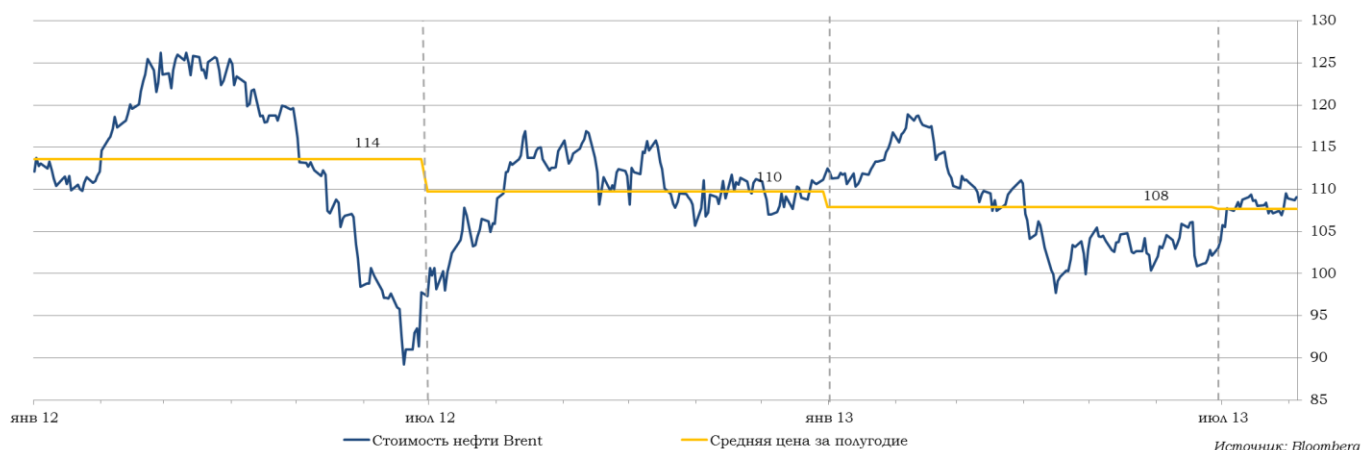
### Финансовый профиль

Крупнейшая нефтяная компания России на прошлой неделе представила консолидированные результаты по МСФО за первое полугодие 2013 года. Основной интригой вышедшего отчета было то, каким образом скажется на финансовых показателях компании консолидация ТНК-ВР, произошедшая в течение первого полугодия.

Синергетический эффект, согласно отчету PLS, оказался значительным. Об этом можно судить, сравнивая показатели за отчетный период с показателями за аналогичный период прошлого года. Объем выручки компании вырос на 34% до 2 трлн руб. Чистая прибыль выросла на 13% до 132 млрд руб. Рост прибыли оказался более слабым из-за убытков, связанных с курсовыми разницами.

Один из важнейших показателей кредитного профиля, денежный поток от операционной деятельности, вырос более чем вдвое, до 573 млн руб. EBITDA выросла на 36% и составила 372 млрд руб. Суммарное увеличение EBITDA двух компаний составило лишь 1,8%. Таким образом, можно констатировать, что рост финансовых показателей произошел почти полностью в результате достигнутого слияния. Отметим, что рост финансовых показателей произошел несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры. Цены на нефть и газ держались на уровнях значительно ниже, чем в первом полугодии прошлого года.

Динамика стоимости нефти Brent, \$/барр.

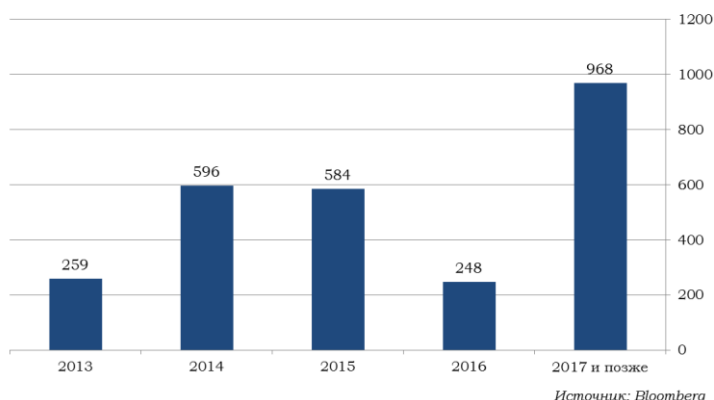


В то же время слияние компаний происходило отчасти при активном использовании заемных средств. В результате кредитные метрики компании в конце второго полугодия выглядели несколько хуже, чем на начало года. Показатель Чистый Долг/ЕБИТДА компании вырос с 1,02х до 1,78х. При этом график погашения является достаточно равномерным. Во втором полугодии 2013 года компании предстоит погасить 259 млрд рублей долга. При этом объем свободных денежных средств и прочих финансовых активов компании на конец отчетного периода более чем вдвое покрывает краткосрочный финансовый долг.



Во втором полугодии «Роснефть» планирует нарастить объем капитальных затрат до 450 млрд руб. Это на 38% больше, чем было потрачено на поддержание и развитие бизнеса «Роснефти» за аналогичный период прошлого года. Ожидаем, что по итогам 2013 года свободный денежный поток будет положительным — на уровне 100–200 млрд руб. Это позволит компании снизить долговую нагрузку по показателю Чистый Долг/ЕБИТДА до уровня 1,4–1,5х с учетом роста консолидированной ЕБИТДА.

**График погашения долга, млрд руб.**



Кредитный профиль эмитента, существенно подкрепленный прочными связями с государством, делает «Роснефть» одним из наиболее качественных российских заемщиков.

### **Долговые инструменты компании**

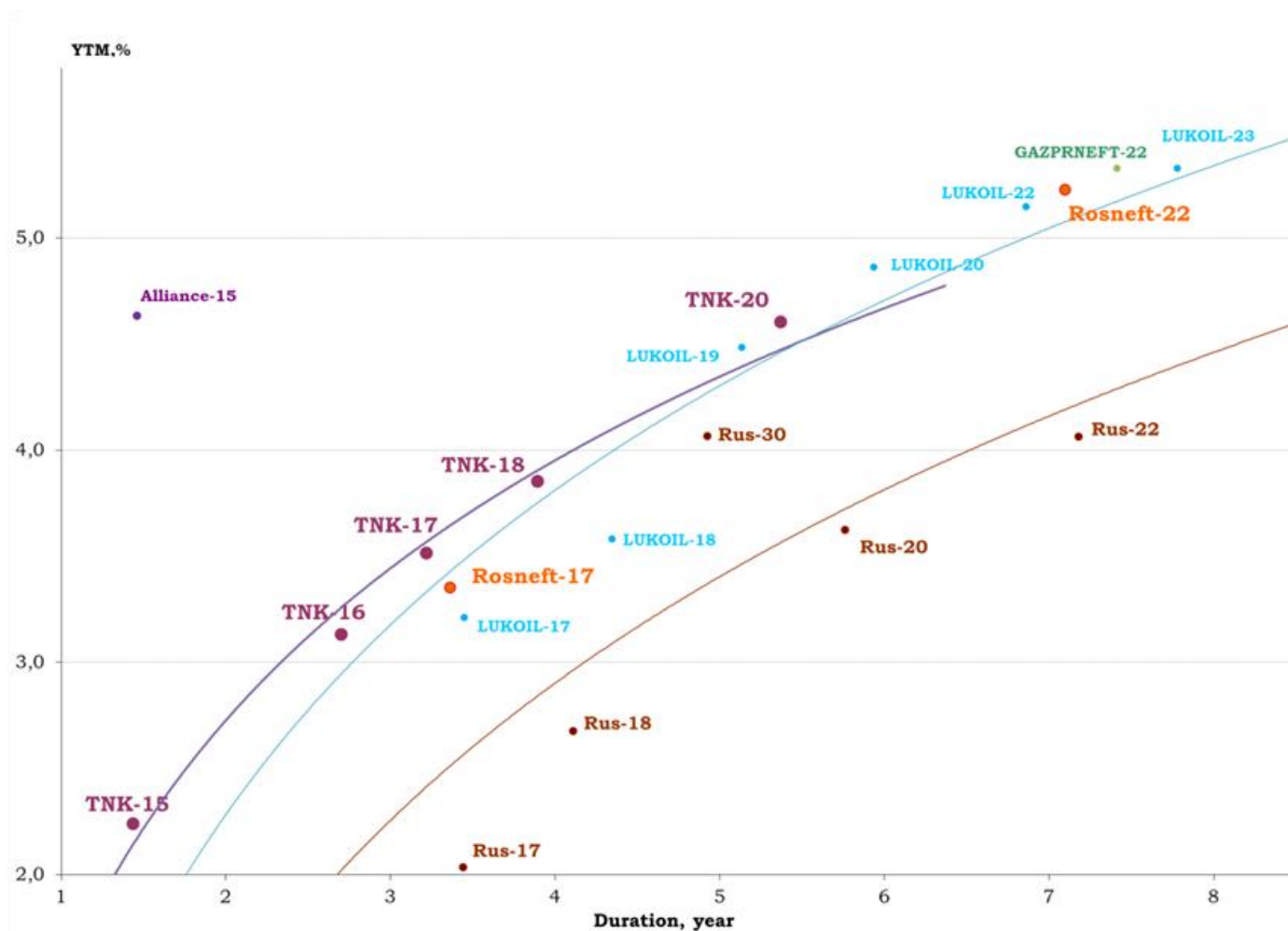
Рублевые облигации компании сосредоточены в очень небольшой области на карте доходности. Все семь выпусков облигаций «Роснефти» торгуются с дюрацией 3,6–4,1 года. Премия к ОФЗ составляет 165–185 б. п. Мы ожидаем, что в связи с грядущей либерализацией рынка корпоративных облигаций, которая, вероятнее всего, состоится в течение следующего года, спред облигаций эмитентов первого эшелона к ОФЗ существенно сократится. Это связано с тем, что нерезидентам, которое получают доступ к корпоративным облигациям, будут интересны в первую очередь выпуски инвестиционной категории. Большая дюрация рублевых облигаций «Роснефти» позволит ощутить данный эффект наиболее сильно. На наш взгляд, наиболее вероятно снижение доходности облигаций «Роснефти» примерно на 50 б. п. Это позволит рублевым облигациям компании вырасти до 2%.

На рынке евробондов торгуются как выпуски «Роснефти», так и выпуски ТНК-ВР. Среди евробондов «Роснефти» наиболее интересен выпуск с погашением в 2022. Дюрация выпуска составляет 7,1 лет, доходность 5,23% при этом Z-спред составляет, 272 б.п. При этом Z-спред выпуска ТНК-ВР с погашением в 2017 году меньше – 265 б.п. При меньших дюрациях имеет место обратная ситуация. Евробонд ТНК-ВР с погашением в 2017 году имеет больший Z-спред, чем евробонд «Роснефти» с погашением в том же году (253 и 235 б.п. соответственно).

На наш взгляд доходность длинного евробонда Роснефти выглядит слишком высоко по отношению к выпуску справедливой компании. Потенциал снижения доходности 20–30 б.п. в среднесрочной перспективе.



## Еврооблигации российских эмитентов нефтегазового сектора на 5 августа 2013 года



Предыдущий комментарий по эмитенту:

[Роснефть выходит на рынок еврооблигаций. Рекомендуем участвовать в размещении и отдаём предпочтение «длинному» выпуску.](#)

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#).



## Департамент Аналитики

<b>Павел Василиади</b> Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
<b>Илья Балакирев</b> Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
<b>Алексей Козлов</b> Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
<b>Вадим Ведерников</b> Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
<b>Александр Черкасов</b> Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 caa@ufs-federation.com
<b>Анна Милостнова</b> Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
<b>Станислав Савинов</b> Аналитик по макроэкономике	Тел. +7 (495) 781 02 02 vss@ufs-federation.com
<b>Каролина Беломестнова</b> Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
<b>Елена Селезнева</b> Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 evs@ufs-federation.com

## Департамент торговли и продаж

<b>Алексей Лосев</b> Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
<b>Илья Хомяков</b> Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 02 02 him@ufs-federation.com
<b>Алексей Куц</b> FI Sales and Trading	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com
<b>Николай Полторанов</b> Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 pnv@ufs-federation.com
<b>Игорь Ким</b> Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 04 kim@ufs-federation.com

## Брокерское обслуживание

**+7 (495) 781 73 00**

## Фонды совместных инвестиций

**+7 (495) 781 73 02**

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

