

Дмитрий Назаров, [nds@ufs-federation.com](mailto:nds@ufs-federation.com)

**Роснефть выходит на рынок еврооблигаций. Рекомендуем участвовать в размещении и отдаём предпочтение «длинному» выпуску.**

ОАО «Роснефть» сегодня открыла книгу заявок на размещение двух выпусков еврооблигаций. По предварительным данным Роснефть может занять до \$2,0 млрд. Первый выпуск погашается в марте 2017 года, срок обращения займа составляет 4,25 лет, а предполагаемая доходность – 3,5% годовых. Второй выпуск погашается в марте 2022 года, срок обращения займа составляет 9,25 лет, а предполагаемая доходность по нему – 4,5% годовых.

По нашей оценке, премия к кривой доходности Газпрома по «короткому» выпуску составляет 5-10 б.п., по «длинному» - 15-20 б.п. Заметим, что перспективы кредитного профиля Газпрома в ближайшие месяцы выглядят

лучше, чем у Роснефти, долговая нагрузка которой существенно вырастет в связи с покупкой ТНК-ВР. По этой причине, премия к кривой доходности Газпрома при размещении должна составлять порядка 15-20 б.п.

В то же время, существенный спрос на евробонды в связи с дефицитом торговых идей в бумагах «первого» эшелона может привести к исчезновению премии между бумагами двух госкомпаний. С этой точки зрения, мы все же отдаем предпочтение «длинному» выпуску и рекомендуем участие в размещении.

**Ключевые моменты:**

- ✓ Роснефть – крупнейшая нефтяная компания России, добывающая больше 20,0% всей нефти в России;
- ✓ Правительство РФ владеет 75,16% акций компании через ОАО «Роснефтегаз». Еще 9,53% владеет ООО «РН-Развитие», подконтрольное Роснефти.
- ✓ Компания располагает 22,8 млрд барр. н. э., а обеспеченность Компании доказанными запасами углеводородов составляет 25 лет;
- ✓ Объединяет 7 крупных нефтеперерабатывающих предприятий, суммарная мощность которых составляет 50,9 млн т (372 млн барр.) нефти в год;
- ✓ Компания владеет около 1 800 АЗС и по этому показателю занимает 2-ое место среди российских компаний;
- ✓ После сделки с ТНК-ВР ОАО «Роснефть» станет крупнейшей компанией и займет 4,5% мирового рынка нефти. Доля Роснефти на российском рынке превысит 50,0%;

**Параметры выпуска**

Выпуск	<b>Роснефть-17</b>
Объем размещения, млн. долл	TBD
Срок обращения	4,25 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организаторов), % годовых	3,5
Доходность к погашению (по оценке UFS IC),% годовых	3,4-3,45

**Параметры выпуска**

Выпуск	<b>Роснефть-22</b>
Объем размещения, млн. долл	TBD
Срок обращения	9,25 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организаторов), % годовых	4,5
Доходность к погашению (по оценке UFS IC),% годовых	4,3-4,35



- ✓ По итогам 9 месяцев выручка компании выросла на 16,0% г/г, достигнув 2 268 млрд. рублей;
- ✓ Свободный денежный поток компании в ближайшие годы будет оставаться низким в связи с значительным объемом CAPEX на реконструкцию НПЗ;
- ✓ Долговая нагрузка компании по итогам 9 месяцев 2012 года – наибольшая в терминах Чистый долг/ЕБИТДА среди публичных нефтяных компаний России;
- ✓ Сделка по покупке ТНК-ВР за \$45,1 млрд., а также 12,84% акций Роснефти приведет к существенному увеличению долговой нагрузки, мы прогнозируем рост показателя Чистый долг/ЕБИТДА к середине 2013 года до 2,7-2,8.

#### Финансовые результаты, млрд. руб.

	9М 2011	9М 2012
Выручка	1 954	2 268
ЕБИТДА	498	445
Финансовый долг	684	884
Чистый долг	557	644

#### Основные коэффициенты

	9М 2011	9М 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,23	0,13
Чистый долг/ЕБИТДА	0,80	1,09
Рентабельность по ЕБИТДА, %	25,5%	19,6%

#### Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BBB-	Baa1	BBB

#### Рублевые облигации

	Цена, %	Доходность, %
Роснефть, 04	100	8,6
Роснефть, 05	100	8,6

### Операционные и финансовые результаты

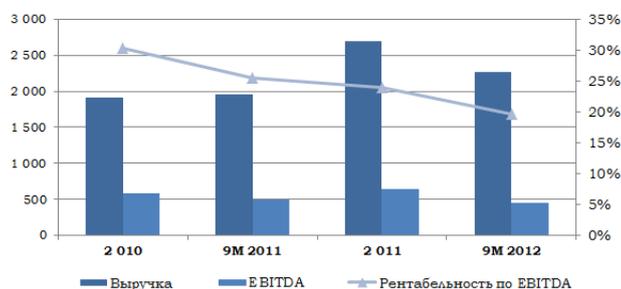
По итогам 9 месяцев 2012 года и в 3 квартале в частности, Роснефть показала сильные операционные и финансовые результаты. Так, среднесуточная добыча углеводородов по итогам 9 месяцев 2012 года выросла на 3,4% г/г, достигнув 2 662 тыс. баррелей н.э. Среднесуточная добыча в 3 квартале также увеличилась на 4,1% до 2 729 тыс. баррелей н.э.

Довольно высокий рост показал и downstream сегмент: объем переработки нефти вырос на 13,8% кв/кв. Впрочем, за 9 месяцев существенно – на 31,2% г/г – выросли затраты на переработку, что негативно повлияло на рентабельность розничного сегмента.

Увеличение добычи и переработки вместе с ростом средних цен реализации привели к сильному росту финансовых результатов.

Выручка по итогам 9 месяцев выросла на 16,1%, достигнув 2 268 млрд. рублей. За квартал выручка увеличилась на 11,7%, составив 802 млрд. рублей. Впечатляющий квартальный рост показала ЕБИТДА, увеличившись более чем в 2 раза и составив 191 млрд. рублей. На рост финансовых результатов позитивно повлияло и традиционное отставание динамики таможенных пошлин и НДС по сравнению с динамикой цен на нефть. В том числе и по этой причине рентабельность по ЕБИТДА также увеличилась с 17,3% по итогам 6 месяцев до 19,6% по итогам 9 месяцев 2012 года.

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

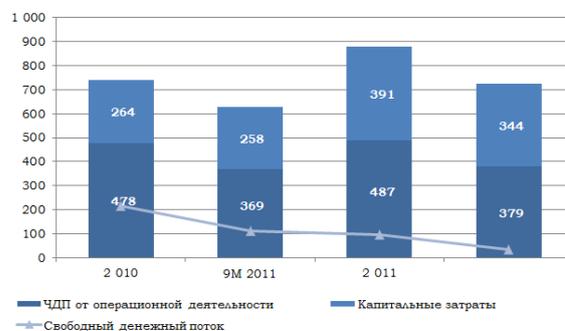


## Денежные потоки: рост CAPEX не позволит увеличить свободный денежный поток

Денежный поток от операционной деятельности увеличился по итогам 9 месяцев на 3,0% г/г, достигнув 379 млрд. рублей. При этом, капитальные затраты взлетели на 33,0% г/г до 379 млрд. рублей. Впрочем, непосредственно в 3 квартале объем CAPEX сократился на 13,2% кв/кв, что привело к квартальному росту свободного денежного потока до 53 млрд. рублей. По итогам 9 месяцев свободный денежный поток составил только 35,0 млрд. рублей, тогда как год назад составлял 111,0 млрд. рублей.

Напомним, что в этом году компания планировала увеличивать CAPEX на 17,0% до \$15,5 млрд. (около 480 млрд. рублей) после принятия программы по модернизации своих НПЗ. При этом, в 2013-2015 компания в среднем планирует тратить на капитальные затраты около \$18,0 млрд. (около 550 млрд. рублей). Таким образом, свободный денежный поток будет оставаться вблизи нулевых значений, а в некоторые периоды будет и отрицательным. Это не позволит компании снижать долговую нагрузку в среднесрочной перспективе.

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, млрд. руб.



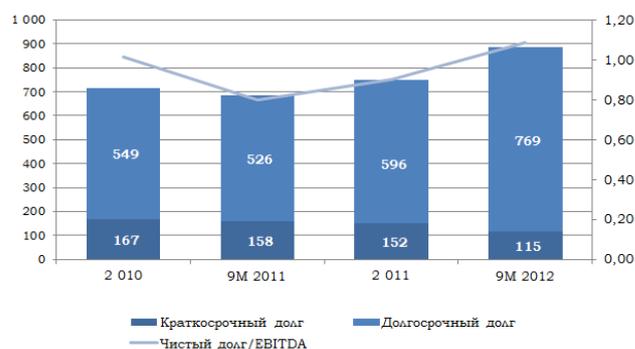
Источник: данные компании, расчеты UFSIC

## Финансовая устойчивость и ликвидность

Объем финансового долга вырос с начала года на 18,2% до 884 млрд. рублей. Впрочем, временная структура долга улучшилась, доля краткосрочного долга упала с 20,0% на начало года до 13,0% по итогам 9 месяцев 2012 года. Большая часть долга представлена долгосрочными кредитами и займами, в 2013 году объем погашений составит только 70,3 млрд. рублей.

Чистый долг компании вырос с начала года на 10,7% до 625 млрд. рублей, показатели покрытия долга также выросли, в частности коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА составил 1,1, что выше, чем у большинства публичных компаний нефтегазового сектора России. Впрочем, ясно, что рост долговой нагрузки продолжится в связи с необходимостью финансирования покупки ТНК-ВР.

Динамика и структура долга (млрд. руб.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFSIC

## Покупка ТНК-ВР и перспективы долгового профиля компании

Роснефть могла бы и дальше, довольно долга оставаться в тени публичного долгового рынка, обходясь синдицированными кредитами и займами, если бы не покупка ТНК-ВР. Напомним, что по условиям сделки, Роснефть полностью выкупит доли ВР и ААР за \$45,1 млрд., а также 12,84% ее акций. При этом, до конца 2012 года Роснефть обязана перечислить \$17,0 млрд. British Petroleum. Когда будет произведена выплата оставшихся



средств холдингу ААР пока точно не известно, хотя обе сделки планируется закрыть в первой половине 2013 года.

К настоящему моменту Роснефть уже выпустила рублевые облигации объемом 20,0 млрд. рублей, а всего объем зарегистрированных выпусков составляет 70,0 млрд. рублей. Также на прошлой неделе сообщалось, что Роснефть планирует привлечь пятилетний синдицированный кредит на сумму \$8 млрд. у иностранных банков под ставку выше LIBOR плюс 2% годовых.

В презентации Роснефти к размещению отмечается, что синдикат международных банков выдал компании обязательство предоставить кредиты объемом до \$30,0 млрд. Кроме этого, по итогам 9 месяцев 2012 года компания имела на балансе 240 млрд. рублей денежных средств (около \$7,7 млрд.).

Ясно, что у эмитента, который на 100,0% принадлежит государству, вряд ли могли бы возникнуть проблемы с привлечением финансирования. Однако, столь существенный рост долговой нагрузки ухудшит кредитный профиль компании. По нашим прогнозам показатель EBITDA компании по итогам 2012 года составит около 600,0 млрд. рублей. При этом компании придется привлечь как минимум \$39-40 млрд. (1200-1250 млрд. рублей) до середины следующего года. Совокупный долг при этом может превысить 2 000 млрд. рублей (около \$65,0 млрд.). Чистый долг консолидированной компании при этом вырастет до \$59-60 млрд. с учетом остатка кэша на счетах Роснефти и ТНК-ВР по итогам 9 месяцев 2012 года. В случае, если ВР выкупит у Роснефтегаза 5,66% акций Роснефти за \$4,8 млрд., чистый долг может сократиться до 55,0 млрд. рублей. При этом Чистый долг/EBITDA может вырасти до уровней 2,7-2,8 к середине следующего года, это станет самым большим значением в отрасли.

Разумеется, даже при этих уровнях, финансовой устойчивости компании ничего не будет угрожать в связи с готовностью государства оказать поддержку компании.

### **Оценка привлекательности займа**

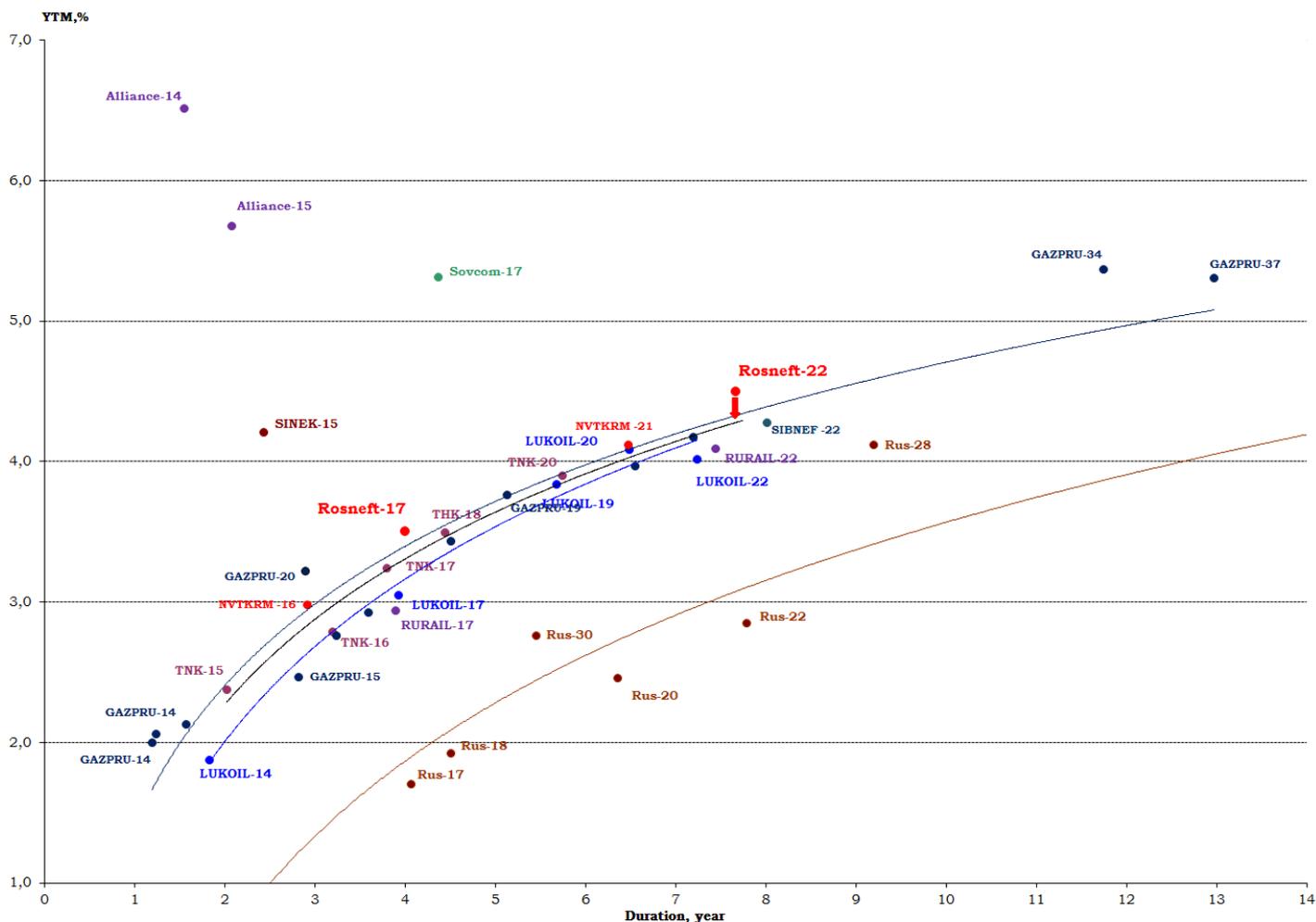
Для оценки привлекательности займа мы ориентируемся на кривую Газпрома. Очевидно, что перспективы кредитного профиля Газпрома в ближайшие месяцы выглядят лучше, чем у Роснефти, долговая нагрузка которой существенно вырастет в связи с покупкой ТНК-ВР. Как мы отметили выше, коэффициент Чистый долг/EBITDA может вырасти до 2,7-2,8, в то время как у Газпром этот коэффициент очевидно не превысит 1,0 в следующем году. По этой причине, премия к кривой доходности Газпрома при размещении должна составлять порядка 15-20 б.п.

В то же время, дефицит торговых идей, который сложился сейчас на рынке, особенно в бумагах I эшелона приведет к сильному спросу на евробонды Роснефти. Поэтому мы не исключаем, что премия между евробондами эмитентов может исчезнуть.

Так или иначе, по «длинному» выпуску предложена более высокая премия в 15-20 б.п. как компенсация за более высокую дюрацию. После выхода на вторичный рынок мы ожидаем, что она может упасть на 10 б.п., что предполагает рост цены как минимум на «полфигуры». Поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении и отдаем предпочтение «длинному» выпуску с погашением в марте 2022 года.



## Еврооблигации нефтегазового сектора на 29 ноября 2012 года



### Предыдущие публикации по Роснефти:

[Специальный комментарий к размещению облигаций Роснефти 4-й и 5-й серий](#)

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: [research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 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 обязательств 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.

