

Специальный комментарий к размещению облигаций Роснефти 4-й и 5-й серии

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

Дебютные выпуски облигаций Роснефти 4-й и 5-й серий

Роснефть (Baa1/BBB-/BBB) 16 октября планирует впервые выйти на рынок рублевого долга и предложит инвесторам два выпуска классических долговых обязательств.

Книга заявок на покупку бумаг будет открыта с 10 по 12 октября.

Ориентир по ставке 1-го купона лежит в диапазоне 8,8-9,1% годовых, доходность к погашению – 8,99-9,31% годовых.

Таким образом, озвученные ориентиры по доходности дебютных выпусков Роснефти предполагают премию к кривой доходности ОФЗ порядка 140-170 б.п., а к кривой Газпром нефти – 25-60 б.п.

При этом справедливый уровень доходности облигаций Роснефти должен лежать не выше кривой Газпром нефти. Учитывая масштабы бизнеса Роснефти и Газпром нефти, а также разницу в кредитных рейтингах, участие в дебютных облигационных займах привлекательно от нижней границы по доходности – от 8,99% годовых. Мы не исключаем, что по итогам сбора заявок на участие, ориентиры по доходности могут быть понижены. В случае снижения ориентиров по доходности, участие в размещении будет привлекательно с доходностью от 8,75% годовых.

Ключевые моменты:

- Роснефть – является вторым производителем газа после Газпрома, занимается разведкой и добычей нефти и газа, производством нефтепродуктов и продукции нефтехимии;
- Основным акционером компании является Роснефтегаз (75,16%), на 100 % принадлежащее Федеральному агентству по управлению государственным имуществом;
- Показатель EBITDA за 1П12 года составил 254 млрд рублей, что в 1,4 раза ниже значения 1П11 года;
- Долговая нагрузка Роснефти по итогам 1П12 года выросла: показатель Финансовый долг/EBITDA 1,49x (начало 2012 года 1,16x), Чистый долг/EBITDA 1,24x (начало 2012 года 0,9x);
- Выручка компании за 1П12 года выросла более чем на 18% относительно уровня 1П11 года;
- Чистая прибыль за 1П12 года составила 104 млрд рублей, что в 1,8 раза ниже показателя за аналогичный период прошлого года.

Параметры выпуска

Выпуск	Роснефть-4
Объем размещения, млн рублей	10 000
Срок обращения	10 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	5 лет
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	8,99-9,31
Доходность к оферте (по оценке UFS IC), % годовых	от 8,99

Параметры выпуска

Выпуск	Роснефть-5
Объем размещения, млн рублей	10 000
Срок обращения	10 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	5 лет
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	8,99-9,31
Доходность к оферте (по оценке UFS IC), % годовых	от 8,99

Финансовые результаты, млрд руб.

	2011	1П 2012
Выручка	2 702	1 466
EBITDA	646	254
Финансовый долг	748	825
Чистый долг	582	687

Основные коэффициенты

	2011	1П 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,20	0,16
Чистый долг/EBITDA	0,90	1,24
Рентабельность по EBITDA, %	23,9%	17,3%

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
Baa1	BBB-	BBB



Кредитный профиль

Объем совокупного долга Роснефти на конец 1П12 года составил 825 млрд рублей, что на 10% больше значения на начало текущего года. Уровень чистого долга на конец 1П12 года составил 687 млрд рублей, что на 18% выше уровня начала 2012 года.

Структура долга Роснефти по итогам первых шести месяцев практически не изменилась относительно структуры на конец 2011 года. По итогам 1П12 года доля краткосрочного долга составляла 22%, что на 2 п.п. выше уровня начала текущего года.

Доля денежных средств в валюте баланса Роснефти составляет 4% (в абсолютном выражении 138 млрд рублей). Учитывая отсутствие долговых обязательств в обращении на текущий момент, уровень денежных средств находится на приемлемом уровне.

Показатели покрытия долга Роснефти по итогам 1П12 года ухудшились. Значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА по итогам 1П12 – 1,49х, начало 2012 год – 1,16х. Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 1П12 года выросло до 1,24х по сравнению с соотношением 0,9х на начало текущего года.

По показателям покрытия долга Роснефть (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) сопоставима с показателями Газпрома (Ваа1/ВВВ/ВВВ), но уступает ЛУКОЙЛУ (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-) и Газпром нефти (Ваа1/ВВВ/ВВВ) (см. сравнительную таблицу на 4 стр.).

На текущий год CAPEX Роснефти оценивается в объеме 480 млрд рублей, из которых половина (239 млрд рублей) уже была инвестирована в течение первых шести месяцев текущего года.

По итогам завершения инвестпрограммы на текущий год Роснефть планирует увеличить добычу нефти и газового конденсата до 124 млн тонн. Инвестиции в программу модернизации НПЗ составят в текущем году 168 млрд рублей. По итогам завершения процесса модернизации планируется строительство 47 новых установок, а также реконструкция 10 существующих установок.

По итогам 1П12 года уровень ЧДП от операционной деятельности составил 219 млрд рублей, что при значении капитальных затрат в объеме 239 млрд рублей не позволило компании получить положительный свободный денежный поток. По итогам 1П12 года свободный денежный поток составил –20 млрд рублей.

Финансовые результаты

География деятельности Роснефти охватывает нефтегазовые регионы России, такие как Западная и Восточная Сибирь, Южная и Центральная Россия, Дальний Восток. Кроме этого, Роснефть имеет ряд проектов в Казахстане, Алжире, Венесуэле и ОАЭ. Роснефти принадлежат 7 крупнейших НПЗ России.

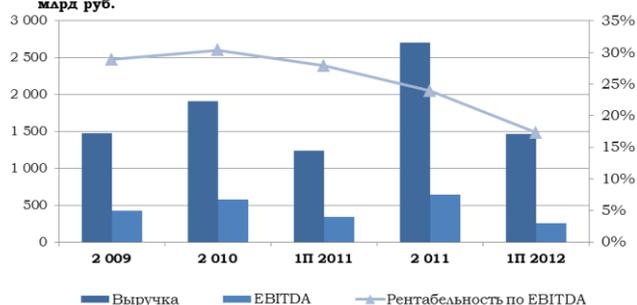
Помимо широкой географии деятельности Роснефть владеет 22,8 млрд барр. н.э. доказанных запасов. Компания занимает лидирующую позицию по

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



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



запасам жидких углеводородов. Срок обеспеченности Роснефти запасами жидких углеводородов составляет 25 лет. Это дает определенные конкурентные преимущества Роснефти.

В конце сентября Минфин озвучил предложение по росту ставок НДС на газ. Согласно новому предложению, ставка НДС для независимых производителей газа на 2013 год оказалась выше рыночных ожиданий на 3% (составляет 365 рублей за тыс. куб. м газа), однако в 2014 и 2015 годах ставки НДС будут на 20% и 38% ниже ожиданий (они составят 471 и 552 рубля за тыс. куб. м газа). Поскольку существовавшая угроза агрессивного повышения налога на добычу газа исчезла, мы позитивно оцениваем данные предложения Минфина для Роснефти.

По итогам первых шести месяцев текущего года выросла добыча углеводородов на 2,5% до 2,6 млн бар. н.э. в сутки. Добыча нефти за этот же период показала прирост на уровне 2% - до 2,4 млн бар. н.э. Рост добычи газа составил 7,3% - до 6,37 млрд куб м.

По итогам 1П12 года выручка Роснефти составила 1,45 трлн рублей, что на 18% выше уровня за аналогичный период минувшего года. Во 2К12 года выручка показала снижение относительно 1К12 года на уровне 4% - до 718 млрд рублей.

За первые 6 месяцев текущего года чистая прибыль составила 104 млрд рублей, что в 1,8 раза ниже значения за аналогичный период минувшего года. По итогам 2К12 года чистый убыток составил 8 млрд рублей.

Убыток был получен вследствие снижения выручки от реализации нефти и газа на 2,1% до 370 млрд рублей, а также снижения выручки от реализации нефтепродуктов и нефтехимии на 6,1% до 338 млрд рублей. Наравне с этим можно отметить увеличение затрат на 7,1% до 682 млрд рублей.

Показатели рентабельности компании находятся на среднем уровне по сравнению с компаниями аналогами. (см. сравнительную таблицу на 4 стр.). По итогам 1П12 года рентабельность по EBITDA составила 17%, что на 5 п.п. ниже уровня за 1К12 года.

Долговые обязательства компании

Роснефть (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) 16 октября планирует впервые выйти на рынок рублевого долга и предложит инвесторам два выпуска классических выпуска долговых обязательств.

Книга заявок на покупку бумаг будет открыта с 10 по 12 октября.

Ориентир по ставке 1-го купона лежит в диапазоне 8,8-9,1% годовых, доходность к погашению – 8,99-9,31% годовых.

Таким образом, озвученные ориентиры по доходности дебютных выпусков Роснефти предполагают премию к кривой доходности ОФЗ порядка 140-170 б.п., а к кривой Газпром нефти – 25-60 б.п.

По масштабам бизнеса компания Роснефть превосходит Газпром нефть и по некоторым показателям ЛУКОЙЛ. Еще одним конкурентным преимуществом Роснефти является то, что компания включена в перечень стратегических компаний России. Из минусов стоит отметить отрицательный свободный денежный поток, сложившийся по итогам 1П12 года, и более высокие показатели долговой нагрузки по сравнению с компаниями-аналогами, хотя и не такие высокие.



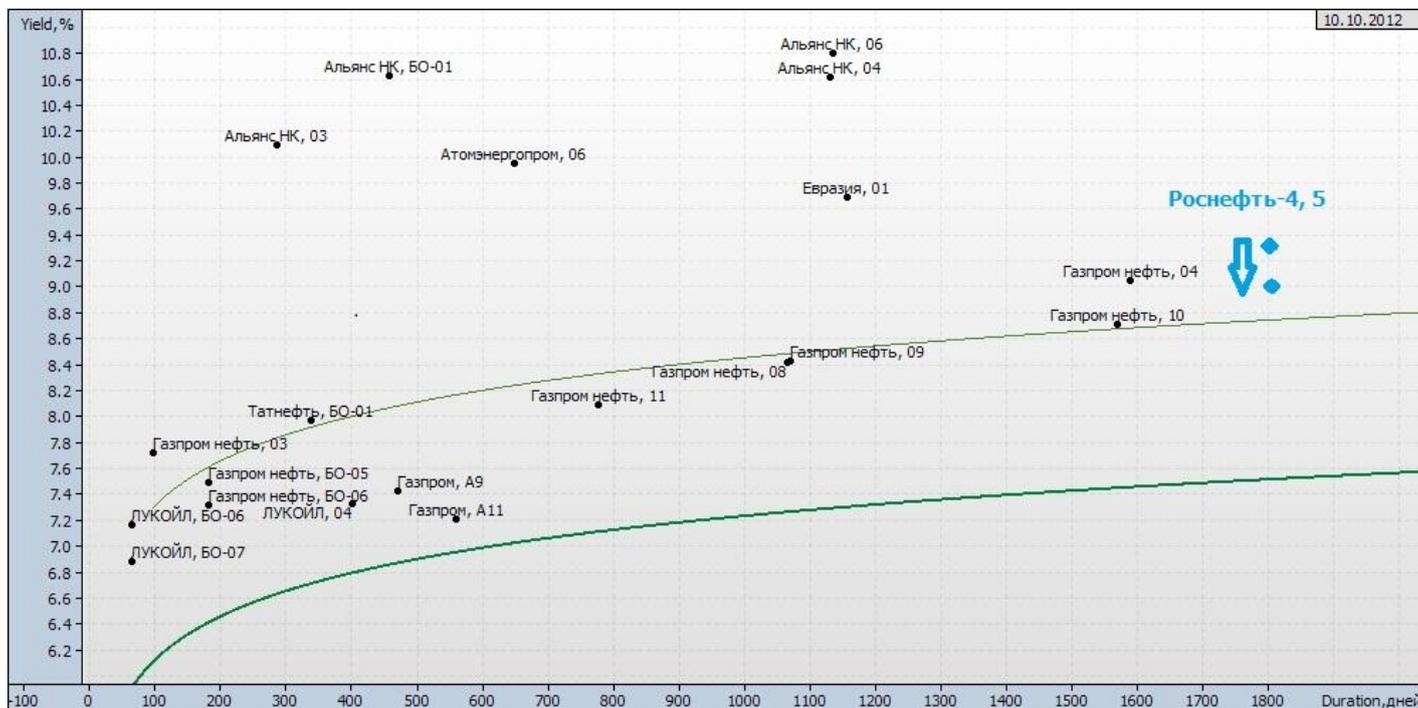
Сравнительная таблица с компаниями-аналогами

Показатели (млн руб.)	Роснефть (Ваа1/BBB-/BBB)	Лукойл* (Ваа2/BBB-/BBB-)	Газпром (Ваа1/BBB/BBB)	Газпромнефть (Ваа3/BBB-/—)
Выручка	748 000	843 732	1 224 878	277 976
Операционная прибыль	111 000	96 718	298 967	47 109
ЕБИТДА	165 000	127 920	378 982	79 000
Процентные расходы	5 000	3 852	30 041	2 338
Чистая прибыль	112 000	87 410	367 615	50 088
ЧДП от операционной деятельности	74 000	92 841	597 621	62 237
Капитальные затраты	118 000	57 930	382 731	30 313
Свободный денежный поток	-44 000	34 911	214 890	31 924
Активы	3 454 000	2 291 101	11 105 990	1 173 435
Финансовый долг	684 000	224 877	1 407 841	216 333
Денежные средства	113 000	99 111	685 768	58 568
Чистый долг	571 000	125 767	722 073	157 765
Финансовый долг/активы	0,20	0,10	0,13	0,18
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,22	0,21	0,27	0,24
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,11	0,44	0,93	0,68
Чистый долг/ЕБИТДА	0,93	0,25	0,48	0,50
ЕБИТДА/проценты	33,00	33,20	12,62	33,79
Рентабельность по ЕБИТДА	22,1%	15,2%	30,94%	28,42%

* - отчетность по US GAAP

Источник: данные компаний за 1К 2012 года по МСФО, расчеты UFS IC

Рублевые облигации нефтегазового сектора (10.10.12)



Приложение
Данные Роснефть по МСФО

Показатели, млрд руб.	2 009	2 010	2 011	1К 2012	1П 2012
Выручка	1 472	1 915	2 702	748	1 466
Операционная прибыль	257,0	380,0	433,0	111,0	147,0
ЕБИТДА	425	582	646	165	254
Процентные расходы	24	21	19	5	7
Чистая прибыль	155	301	319	112	104
ЧДП от операционной деятельности	355	478	487	74	219
Капитальные затраты	235	264	391	118	239
Свободный денежный поток	120	214	96	-44	-20
Активы	2 725	3 015	3 377	3 454	3 518
Финансовый долг	709	716	748	684	825
Краткосрочный долг	237	167	152	152	136
Долгосрочный долг	472	549	596	532	689
Денежные средства	60	127	166	113	138
Чистый долг	649	589	582	571	687
Коэффициенты	2 009	2 010	2 011	1К 2012	1П 2012
Финансовый долг/активы	0,26	0,24	0,22	0,20	0,23
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,33	0,23	0,20	0,22	0,16
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,67	1,23	1,16	1,11	1,49
Чистый долг/ЕБИТДА	1,53	1,01	0,90	0,93	1,24
ЕБИТДА/проценты	17,71	27,71	34,00	33,00	36,29
Рентабельность по ЕБИТДА	28,9%	30,4%	23,9%	22,1%	17,3%

Источник: данные Компании, расчеты UFS IC

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
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 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.

