

### ВОЗВРАЩЕНИЕ НА ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

#### Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

**Рублевые облигации вместо евробондов.** В настоящее время продолжается формирование книги заявок по размещению выпуска рублевых облигаций ОАО «Татнефть», параметры которого приведены в таблице справа. Весной нынешнего года компания уже намеревалась вернуться на долговой рынок, планируя разместить еврооблигации объемом не менее 500 млн долл. сроком на пять-семь лет и с доходностью 6,5–7,0%. Однако нервозность на внешних рынках, ставшая следствием опасений относительно обслуживания суверенного долга рядом европейских стран, не позволила компании разместить бонды в рамках желаемого диапазона доходности. На тот момент перед Татнефтью стоял вопрос о рефинансировании краткосрочного валютного долга, но впоследствии компания заменила его иным способом. Теперь она привлекает средства для целей финансирования капитальных вложений (в июне было принято решение о размещении десяти выпусков облигаций на 50 млрд руб.). Принадлежность Татнефти к ключевому для российской экономики сектору, а также прочное финансовое положение компании, на наш взгляд, обеспечат высокий интерес инвесторов к размещаемым облигациям. К тому же эмитент обладает кредитными рейтингами (-/Ba2/BB), достаточными для включения выпуска в ломбардный список ЦБ. Также планируется листинг бумаг компании в списке «А1» ММВБ.

**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, или на 0,3% больше, чем в 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 и внутрикорпоративные сервисные структуры.

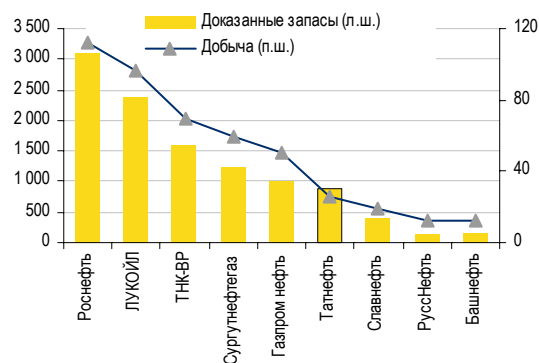
**«Квази-квази»-суверенный эмитент.** Правительство Татарстана (BB/Ba1/BBB) – основной акционер Татнефти, владеющий 33,6% акций, а также «золотой акцией» и фактически контролирующей компанию: по нашей оценке, приблизительно еще 24% акций Татнефти, находящихся в собственности российских резидентов, принадлежат либо руководству компании и органам государственного управления Татарстана, либо сторонам, связанным с правительством республики. По сути, Татнефть – «квази-квази»-суверенный 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 20 сентября 2010 г. составляла 9,7 млрд долл.

#### Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «Татнефть»
Кредитный рейтинг	NR/Ba2/BB
Серия облигаций	Б0-01
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	24 сентября 2010 г.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	нет
Закрытие книги заявок	22 сентября 2010 г.
Ориентир по ставке купона	7,25-7,75% (УТМ7, 38-7,90%)

#### Татнефть – шестая по величине российская нефтяная компания

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



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Основная часть выручки приходится на продажи собственной нефти.** Хотя в состав Группы Татнефть входят предприятия различного профиля, добыча и продажа собственной нефти, безусловно, служит основным источником доходов компании. По итогам I квартала 2010 г. на долю продажи нефти пришлось 76% консолидированной выручки эмитента. Приблизительно 70% нефти, добываемой компанией, 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 (21,4% выручки за I квартал). Вклад нефтехимического бизнеса (компания, в частности, производит и продает автомобильные шины) в консолидированную выручку не слишком существенный – менее 5% по итогам I квартала.

**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 трудноизвлекаемых. 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 капиталовложений.

**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 такой 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.

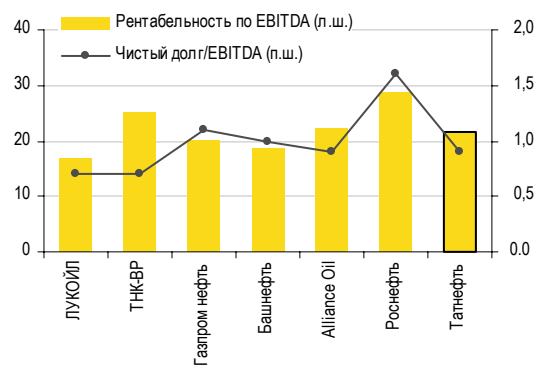
**Рентабельность и долговая нагрузка соответствуют среднеотраслевым показателям. Краткосрочная задолженность рефинансирована после отчетной даты.**

С точки зрения рентабельности и долговой нагрузки финансовое положение Татнефти в целом соответствует финансовому положению других российских нефтяных компаний, входящих в десятку крупнейших. В I квартале 2010 г. рентабельность Татнефти по EBITDA составила 18,0%. Коэффициент Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, был на довольно консервативном уровне – 0,8. Почти весь долг Татнефти (около 98%) 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). На отчетную дату 74,5% (70,4 млрд руб.) от совокупного долга Татнефти является краткосрочным. При этом из них 58,7 млрд руб. (83%) приходилось на синдицированный кредит, полученный 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. В конце июня Татнефть привлекла новый клубный кредит на ту же сумму (2 млрд долл.) и за счет этих средств погасила старый. Новый кредит разделен на три транша – три, пять и семь лет, ставки по которым установлены на уровне LIBOR+3,10%, +4,10% и +5,0% соответственно. Таким образом, после отчетной даты Татнефть решила все вопросы с рефинансированием краткосрочной задолженности, переведя практически весь долг в долгосрочный. Оставшиеся краткосрочные кредиты (11,7 млрд руб.) с огромным запасом покрывались имеющимися у компании на конец I квартала денежными средствами (23,6 млрд руб.).

**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 рас-

### Финансовый профиль Татнефти соответствует среднеотраслевому

Рентабельность и долговая нагрузка крупных российских нефтяных компаний



Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБА

Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

полагает опытом управления перерабатывающими активами 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 I квартала привлекла 1,05 млрд долл. Оставшаяся сумма должна быть выбрана компанией в течение 2010 г. В августе Татнефти удалось договориться с банками о снижении ставок по траншам до LIBOR+3,10% и LIBOR+4,10% соответственно (то есть ставки по обоим кредитам сравнялись), а также существенно снизить объем нефти, предоставляемый в качестве обеспечения по данному кредиту. Масштабные инвестиции, связанные со строительством завода, негативно сказываются на свободном денежном потоке Татнефти, который с 2008 г. находится в отрицательной зоне (минус 2,5 млрд руб. в I квартале).

### Краткосрочный долг переведен в долгосрочный после отчетной даты

Ключевые финансовые результаты Татнефти по US GAAP, млн руб.

	2007	2008	2009	I кв.10
Выручка	356 276	444 332	380 648	105 152
ЕБИТДА	72 356	46 026	81 910	18 913
Чистая прибыль	43 136	9 621	55 532	13 586
Операционный денежный поток	48 033	47 852	66 603	12 889
Капитальные вложения	(33 649)	(60 441)	(89 254)	(15 381)
Свободный денежный поток	14 384	(12 589)	(22 651)	(2 492)
Совокупный долг	13 514	50 603	87 816	94 514
Краткосрочный долг	4 332	5 790	71 228	70 419
Денежные средства	12 841	13 418	13 010	23 645
Чистый долг	673	37 185	74 806	70 869
Собственный капитал	313 507	264 859	268 558	327 135
Активы	370 219	392 980	495 742	513 241
Рентабельность по ЕБИТДА, %	20,3	10,4	21,5	18,0
ЕБИТДА/Финансовые расходы	1 205,9	79,4	130,8	-
Долг/ЕБИТДА	0,2	1,1	1,1	1,1
Чистый долг/ЕБИТДА	-	0,8	0,9	0,8
Долг/Собственный капитал	0,0	0,2	0,3	0,3

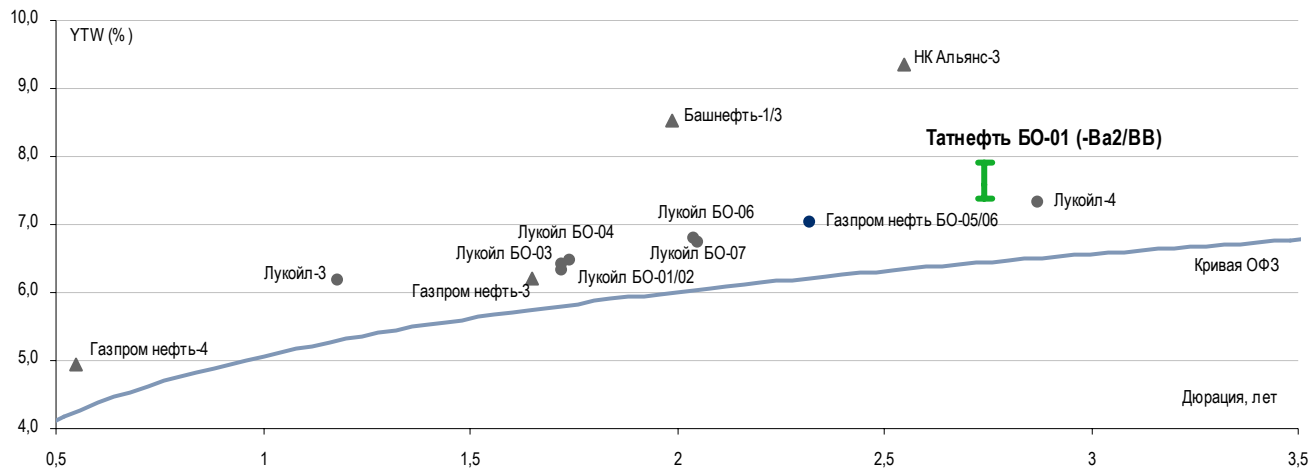
Источники: Татнефть, оценка УРАЛСИБа

**Прогноз в целом стабильный, облигации привлекательны в верхней половине ориентира по доходности.** Мы умеренно позитивно оцениваем кредитный профиль и среднесрочные перспективы Татнефти. По нашему мнению, Татнефть, как одна из крупнейших российских нефтяных компаний, сохраняет за собой широкий доступ к рынкам долгового капитала, что делает риски рефинансирования для нее несущественными (что и было продемонстрировано в недавнем прошлом). Привлекательность кредитного риска Татнефти обуславливается умеренной долговой нагрузкой, значительными масштабами бизнеса и квази-квази-суверенным статусом заемщика. Основные риски для кредитного профиля Татнефти, как и для других нефтяных компаний в России, мы связываем с волатильностью цен на нефть и возможностью неблагоприятных изменений в налогообложении отрасли. Наиболее подходящими ориентирами для определения доходности нового выпуска на рынке рублевых облигаций мы считаем облигации ЛУКОЙЛа и Газпром нефти, которые в настоящее время фактически формируют единую кривую. Две другие представленные на рынке рублевых облигаций нефтяные компании (Башнефть и Alliance Oil) пока заметно уступают Татнефти по уровню добычи, что обуславливает наличие дисконта нового выпуска относительно их облигаций. Безусловно, и ЛУКОЙЛ, и Газпром нефть существенно превосходят Татнефть по масштабам деятельности, однако финансовый профиль последней им не уступает (консервативная долговая нагрузка, высокая маржа). Поэтому премии в 50 б.п. за компенсацию разницы в масштабах, на наш взгляд, будет достаточно, что делает выпуск привлекательным при доходности 7,64% и выше (купон 7,50%).

См. таблицу на следующей странице.

### Предложение выглядит привлекательно в верхней половине диапазона по доходности

Рублевые облигации российских нефтяных компаний



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

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

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемиий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Экономика

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@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 Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru  
Полина Воробьева, vorobievapa@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