



**АриКапитал**  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA  
Главный экономист УК Арикапитал

### Основные показатели

в млрд долл.	2015	2016	2017
Рыночная капитализация	22,1	59,6	99,2*
Выручка	98,0	81,6	88,9
ЕБИТДА	25,1	25,0	27,1
Активы	227,3	247,3	251,0
Чистый долг	98,9	96,4	84,7
Чистый долг / ЕБИТДА	3,9	3,9	3,1

\* на 22.10.18

### Параметры выпуска PETBRA 5 % 02/01/29

ISIN	US71647NAZ24
Рейтинг эмитента	BB-/Ba2/BB-
Дата размещения	10.01.18
Текущ. средняя цена*	92,65
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	6,75%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	357
Целевой G-спред (пункты)	305
Опционы	нет

\* на 22.10.18

Источник: Bloomberg

Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) (BB-/Ba2/BB-) – крупнейшая в Латинской Америке нефтегазовая компания. Штаб-квартира и основные активы Petrobras находятся в Бразилии. Контролирующим акционером Petrobras является правительство Бразилии. Иностранные акционеры владеют около 30% обыкновенных акций (если считать долю нерезидентов в акциях и все американские депозитарные расписки).

Исторически Petrobras возник как нефтегазовая госмонополия. В 1997 году правительство согласилось на частичную приватизацию компании, отменив ее монопольный статус.

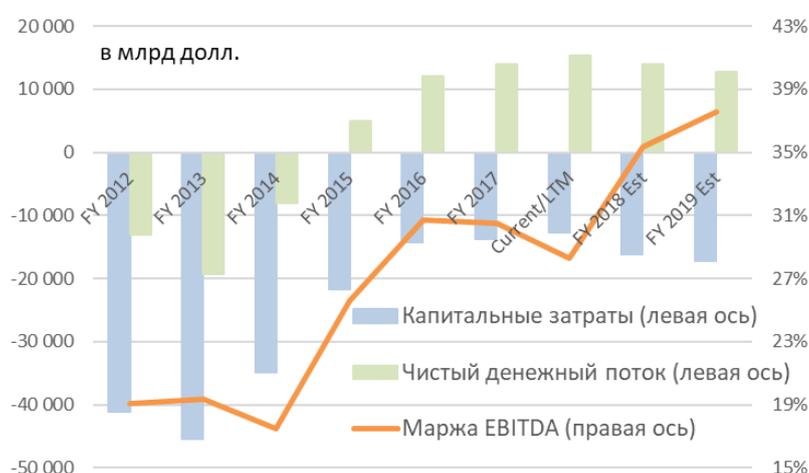
В настоящее время Petrobras – вертикально интегрированная энергетическая компания, включающая полный цикл производства от нефти и газа до бензина и других нефтепродуктов. Кроме того, Petrobras производит биотопливо и владеет генерирующими мощностями в электроэнергетике.

В 2000-х годах были открыты новые шельфовые месторождения в Бразилии, которые правительство передало Petrobras. Компания стала осваивать месторождения, что привело к увеличению долга. В 2014 году соотношение чистый долг / ЕБИТДА составило 4,2. В 2014 году Petrobras также оказался вовлечен в коррупционный скандал, связанный с бывшим руководством страны и одной из ведущих политических партий.

На этом фоне правительство Бразилии повысило внутренние цены на бензин, а также радикально улучшило корпоративное управление. Petrobras стал эффективнее в операционном плане, сократил инвестиции и начал продажу активов. Последние политические новости позволяют предположить, что тренд на улучшение корпоративного управления, как минимум, не развернется.

В результате принятых мер в 2015 году выросла маржа ЕБИТДА и радикально сократились капитальные затраты, что вывело чистый денежный поток в 2015 году в положительную зону впервые за несколько лет.

### Капитальные затраты, чистый денежный поток и маржа ЕБИТДА



Источник: Bloomberg

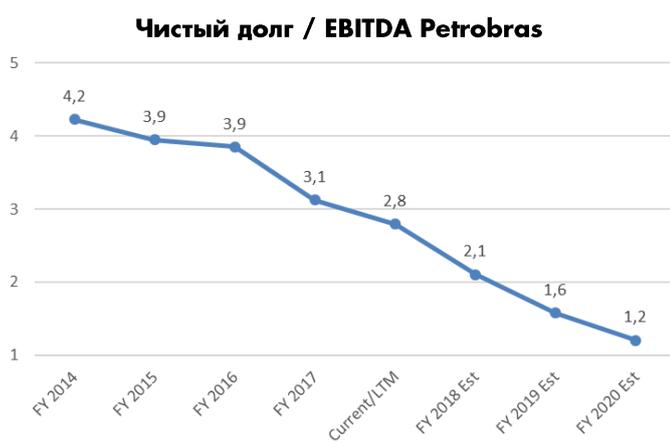
Несмотря на улучшение ситуации, Petrobras продолжает оптимизацию портфеля активов. В октябре были объявлены 2 сделки: продажа шельфовых месторождений в Мексиканском заливе Murphy Oil примерно за \$1 млрд и продажа 20% крупного проекта Marlim китайской CNPC (сумма не раскрывается, крупный инвестбанк оценивает ее в \$3 млрд). Сейчас также обсуждается возможная продажа трубопроводов, сумма сделки может составить порядка \$7 млрд.

Положительный чистый денежный поток позволил компании перестать наращивать долг и начать его постепенное сокращение. По оценке Moody's, ожидаемые в ближайшие годы денежные потоки с запасом покрывают и капитальные затраты, и погашение долга. Компания, вероятно, перестанет размещать новые облигации или будет делать это одновременно с выкупом старых выпусков.

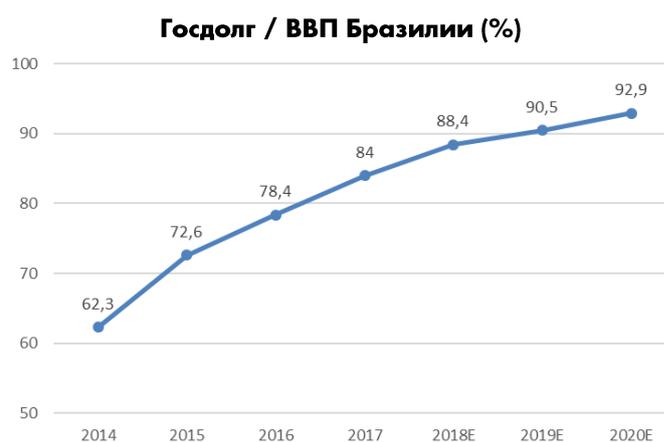
Лeverидж Petrobras стабильно снижался с 2014 года, консенсус-прогноз Bloomberg предполагает сохранение данного тренда. Компания планирует сокращать лeverидж до уровня глобальных аналогов (по нашей оценке, это может означать чистый долг / EBITDA около 1,5).

В настоящее время у компании рейтинг BB-/Ba2/BB-, что соответствует рейтингу Бразилии. Рейтинговые агентства связывают перспективы изменения рейтинга Petrobras с суверенным рейтингом, но отмечают улучшение финансового положения компании. Moody's в апреле 2018 года поднял рейтинг до суверенного Ba2, указывая на улучшение собственного рейтинга компании (без учета господдержки) с B1 до Ba3 и изменение прогноза рейтинга Бразилии (с негативного на стабильный). Мы ожидаем, что мере сокращения лeverиджа рейтинг Petrobras будет улучшаться и в среднесрочной перспективе может стать выше рейтинга Бразилии.

В то время как кредитное качество Petrobras улучшается, ситуация с госдолгом в Бразилии, наоборот, ухудшается.



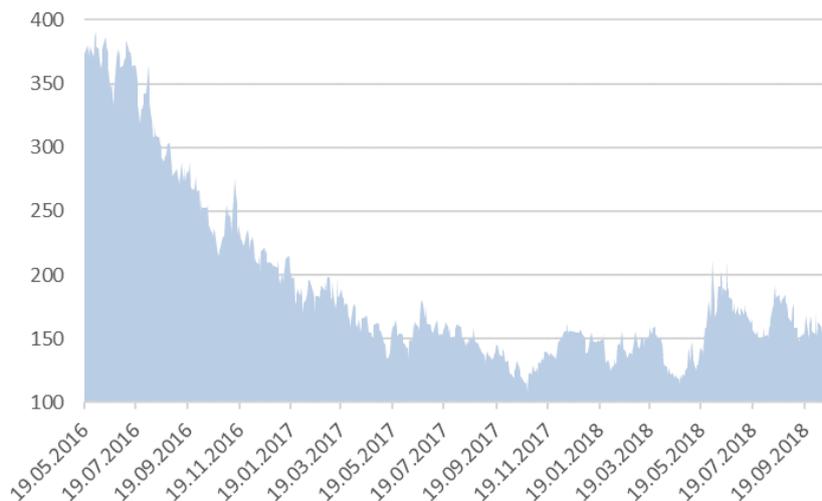
Источник: Bloomberg



Источник: IMF

Спред Petrobras к Бразилии уже сильно сузился по сравнению с 2016 годом, но с учетом разнонаправленной динамики кредитного качества эмитентов мы считаем, что он сохраняет потенциал дальнейшего сокращения. Мы оцениваем справедливый спред не более чем в 50 пунктов на годовом интервале, что примерно соответствует премии по доходности Газпрома к России. В более долгосрочной перспективе Petrobras, на наш взгляд, может торговаться ниже кривой Бразилии (как Vale).

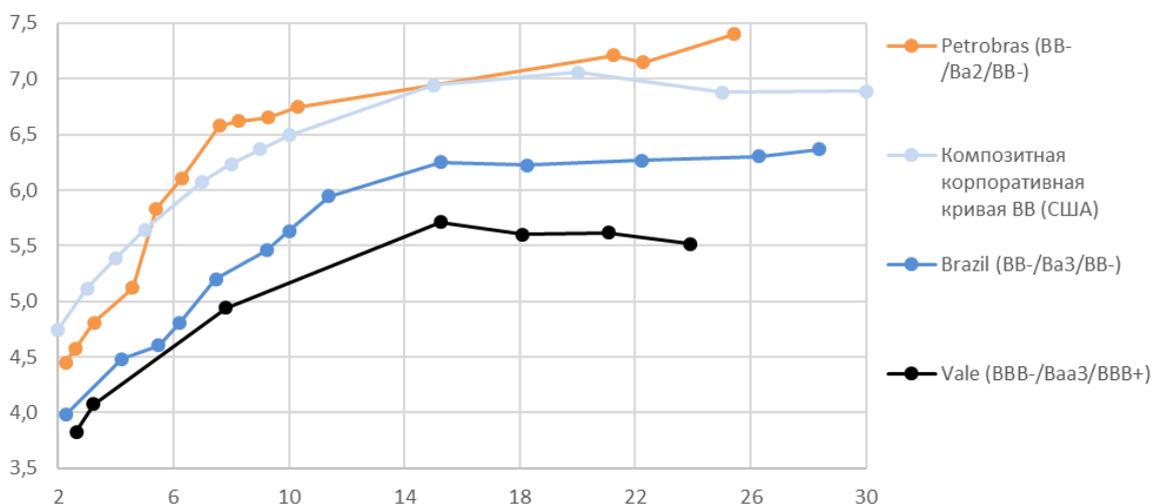
### Спред Petrobras 26 к Brazil 26 (PETBRA 8 ¼ 05/23/26 и BRAZIL 6 04/07/26)



Источник: Bloomberg

Облигации Petrobras сейчас торгуются на 100-150 пунктов выше суверенной долларовой кривой и с небольшой премией по доходности к композитной кривой американских компаний с рейтингом BB. Vale, имеющая инвестиционный рейтинг, торгуется с дисконтом по доходности к кривой Бразилии.

### Кривые доходности Petrobras и сравнимых эмитентов (в долларах США)



Источник: данные Bloomberg на 22.10.18

На наш взгляд, облигации Petrobras с точки зрения кредитного качества выглядят умеренно недооценёнными к композитной кривой BB и сильно недооценёнными – к кривой Бразилии. С другой стороны, Бразилия с рейтингом BB- торгуется почти на 100 пунктов ниже композитной кривой BB американских компаний и, соответственно, кажется неадекватно дорогой.

По нашему мнению, длинные облигации Petrobras на годовом интервале имеют потенциал сокращения G-спреда примерно на 50 пунктов (до премии 50 пунктов к кривой Бразилии и дисконта 20-30 пунктов к композитной кривой BB). Например, по выпуску PETBRA 5 ¼ 02/01/29 это соответствует целевому G-спреду 305 пунктов и доходности 6,23% годовых. Таким образом, суммарная доходность от инвестиций в данный выпуск может составить примерно 10,9% в течение года. В более долгосрочном плане мы ожидаем, что облигации Petrobras будут торговаться с дисконтом к кривой Бразилии (достигнув уровня Vale), т.е. спред дополнительно сузится еще на 100 пунктов.

Важно отметить риски инвестиций в данные облигации: отношение инвесторов к Petrobras сильно коррелировано с восприятием рисков Бразилии и в целом emerging markets.

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года выдана ФСФР России.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77, на сайте в сети Интернет: [www.aricapital.ru](http://www.aricapital.ru), а также, в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.