

Инвестиционная идея по еврооблигациям PETBRA 6.5'33

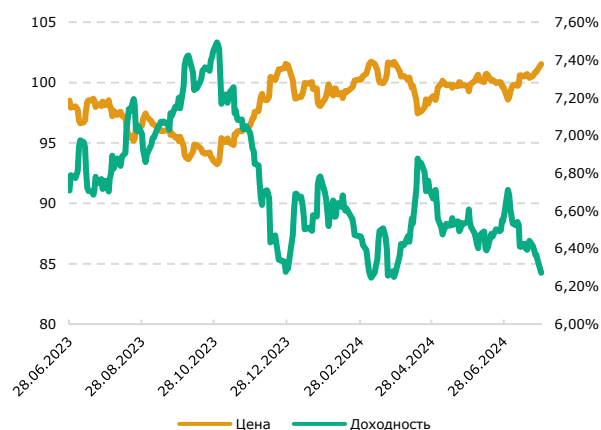
30 июля 2024 г.

Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	Petroleo Brasileiro S.A.
Тикер еврооблигаций	PETBRA
Страна риска	Бразилия
Сектор	Нефть и газ
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Ba1 / BB / BB
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность от удержания (годовых)	8.00%
Выпуск	PETBRA 6.5'33
ISIN	US71647NBK46
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	6.50%
Доходность к погашению	6.27%
Текущая цена	101.52%
Дата погашения	03.07.2033
Объем в обращении	\$1250 млн
Минимальный лот	\$2 тыс

Финансовые показатели, \$ млн	2021	2022	2023
Выручка	83 966	124 474	102 409
EBITDA	43 555	66 217	52 413
маржа EBITDA, %	51.9%	53.2%	51.2%
Активы	174 348	187 191	217 067
Обязательства	104 536	117 355	138 092
Капитал	69 812	69 836	78 975
CFO	37 791	49 716	43 212
CFI	2 157	(432)	(7 955)
CFF	(40 791)	(51 453)	(30 700)

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем вашему вниманию еврооблигации одной из крупнейших интегрированных нефтегазовых компаний мира – Petróleo Brasileiro S.A. 2033-го года погашения. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 6.23%-6.31% годовых, что подразумевает премию в 42-50 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам интегрированных нефтегазовых компаний (KZOKZ 3.5'33, SUCN 5.35'33, PTEN 7.15'33, ENIIM 5.5'34). Повышенная премия за риск вызвана опасениями инвесторов в связи с возможными правительственными интервенциями в отношении бизнес-решений компании. Опасения инвесторов вызваны, в частности, возможной значительной заменой объявленной программы сокращения дивидендов до 45% от свободного денежного потока выкупом акций. Необходимо отметить, что операционный масштаб компании, подтвержденные запасы и кредитный профиль сопоставимы с международными нефтяными компаниями с высоким кредитным рейтингом. Вероятность реализации риска негативной интервенции и значительного роста долговой нагрузки мы оцениваем как низкую, поскольку компания показывает сильную финансовую дисциплину, значительные улучшения капитальной структуры. Компания также объявила о планах ограничить валовый долг на уровне \$65 млрд. Дополнительно в пользу покупки выступают такие факторы, как (1) сильная генерация денежных потоков в связи с низкой производственной себестоимостью – денежные потоки компании уверенно покрывают капитальные затраты для пополнения резервов, что дополнительно поддерживает ее финансовую стабильность, (2) отсутствие крупных погашений в ближайшее время, (3) приемлемая долговая нагрузка. В нашем базовом сценарии, мы заложили сокращение G-спреда на 50 бп. Ожидаемое снижение доходностей на UST на горизонте 1 года окажет положительный эффект на рост цены выпуска. Мы ожидаем, что доходность за время удержания составит 8.0% годовых. Для негативного сценария мы заложили расширение спреда на 50 бп. В случае реализации негативного сценария, инвестор заработает 5.4% годовых, если удержит облигации до конца срока рекомендации. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску PETBRA 6.5'33 с ожидаемой доходностью за время удержания 8.0% годовых.**

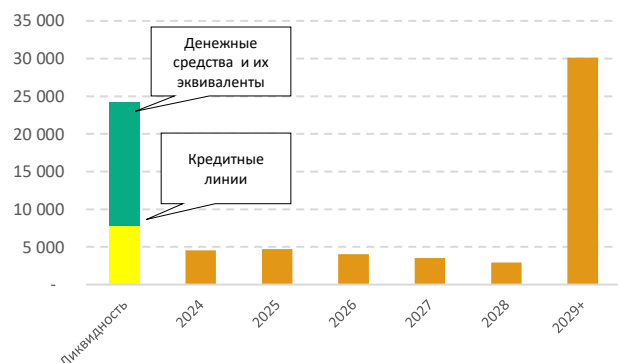
¹ M – Moody's, S – S&P Global, F – Fitch.

Рисунок 2. Карта доходности аналогичных еврооблигаций



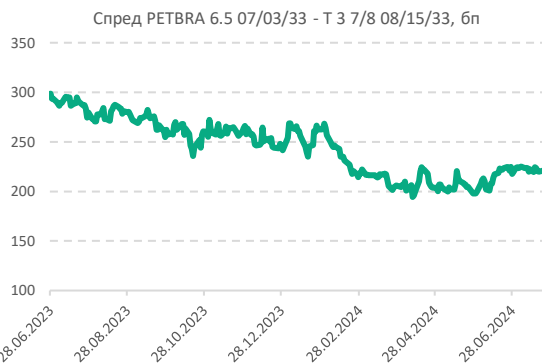
Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 3. Ликвидность и график погашения, \$млн



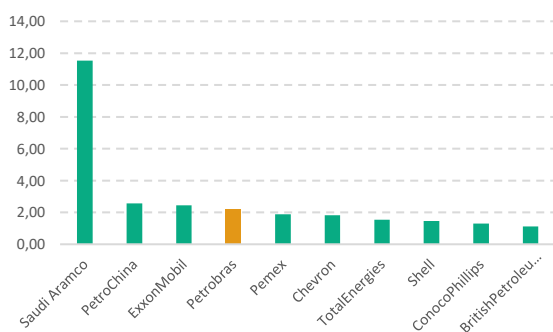
Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 4. G-Spread облигации, бп



Источник: Bloomberg

Рисунок 5. Топ-10 компаний по добыче сырой нефти в мире, млн баррелей/д



Источник: Statista (2023)

О компании

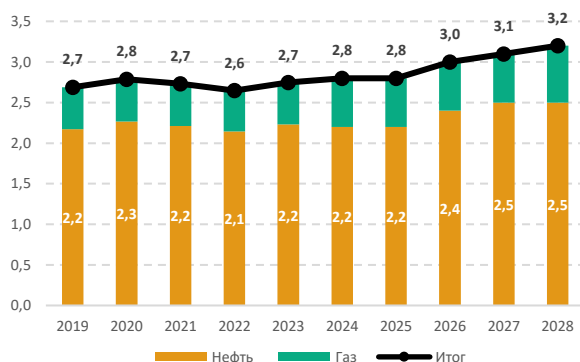
Petróleo Brasileiro S.A. (далее «Petrobras») – это одна из крупнейших вертикально интегрированных нефтегазовых компаний мира, оперирующая в основном в Бразилии, где она является доминирующим участником и крупнейшим поставщиком жидкого топлива. Основные направления деятельности Petrobras включают разведку и добычу нефти; переработку, транспортировку и маркетинг нефти и газа; а также переработку газа и генерацию электроэнергии. Petrobras – публичная компания, ее акции торгуются на бразильской бирже B3, а депозитарные расписки – на NYSE. Рыночная капитализация на июль'24 составляла \$90 млрд. 64.4% всех акций находится в свободном обращении. Крупнейшим акционером является правительство Бразилии с экономической долей 28.7% и 50.3% голосующих прав.

Petrobras активно занимается оффшорной разведкой и добычей нефти, преимущественно в предсолевых бассейнах у берегов Бразилии, компания имеет глубокую экспертизу в области глубоководного бурения и технологий оффшорной добычи. Существенная часть подтвержденных запасов расположена в морских бассейнах Кампос и Сантос на юго-востоке Бразилии. Доказанные запасы по состоянию на 1кв2024 г. составляют 10.9 млрд бнэ, срок резервов при текущих объемах добычи составляет около 12 лет. Их близость позволяет компании оптимизировать инфраструктуру и затраты на разведку, разработку и добычу. Компания также владеет и управляет многочисленными нефтеперерабатывающими заводами по всей Бразилии, где сырая нефть перерабатывается в бензин, дизельное топливо и авиационное топливо. Также компания имеет сеть трубопроводов и терминалов для транспортировки и распределения этих продуктов. Petrobras является одним из самых низкзатратных производителей в мире - полный цикл производственной стоимости составил \$34 за баррель в 1кв2024 г.

Petrobras оказывает значительное влияние на бразильскую экономику, так, в 2023 году компания выплатила в бюджет общую сумму в размере \$52.5 млрд в виде налогов и роялти, а также дивидендов (6.3% доходов бюджета). По итогам 2023 года доходы бюджета Бразилии составили \$829.5 млрд, расходы - \$993.2 млрд. Дефицит бюджета оказался на уровне 8.9% ВВП. Дефицит бюджета по консенсус прогнозу от Bloomberg будет постепенно сокращаться и составит в 2024 году 7.4% ВВП, в 2025 году – 6.6% ВВП. Рост реального ВВП прогнозируется на уровне 2.1% в 2024 году и 2.0% в 2025 году. Уровень инфляции прогнозируется в 2024 году на уровне 4.1%, в 2025 – 3.5%. Консенсус прогноз от Bloomberg по паре BRL/USD на 2024-2025 гг. предполагает ослабление бразильского реала на фоне неопределенности относительно приверженности правительства фискальной дисциплине и находится на уровне 5.35 и 5.20 за \$1 соответственно.

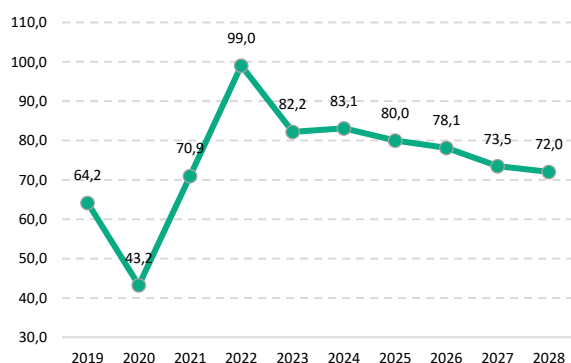
Рейтинг Petrobras связан с рейтингами суверенного долга Бразилии (BB/«стабильный») из-за стратегической важности компании для страны и государственного контроля. В свою

Рисунок 6. Объемы добычи сырой нефти и газа, млн баррелей/д



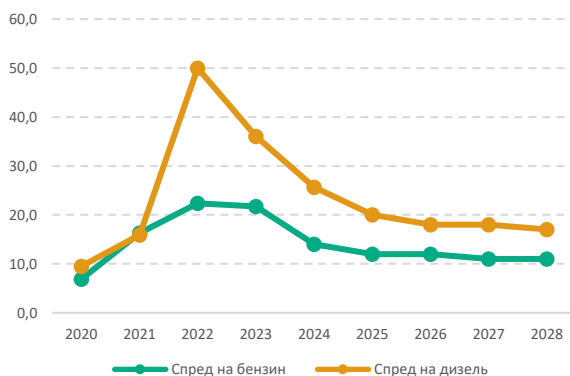
Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 7. Цена на нефть марки Brent, \$/баррель



Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Спреды на бензин и дизель, \$/баррель



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

очередь, рейтинг Бразилии обусловлен ограниченным потенциалом роста, неопределенными перспективами сокращения значительных бюджетных дефицитов, высоким и растущим государственным долгом к ВВП. Неопределенные перспективы сокращения значительных бюджетных дефицитов, несмотря на введение нового фискального правила, остаются ключевым источником макроэкономической неопределенности.

Сегменты

Petrobras разделяет свой бизнес на три сегмента: разведку и добычу нефти (E&P); переработку, транспортировку и маркетинг нефти и газа (RT&M); а также переработку газа и генерацию электроэнергии (G&LCE).

Сегмент E&P занимается разведкой, разработкой и добычей нефти, природного газового конденсата и природного газа, преимущественно для поставок на внутренние нефтеперерабатывающие заводы. На данный сегмент приходится 82% EBITDA. Производственные мощности составляют 2.8 млн бнэ/д по состоянию на 1кв2024 г., до 2028 г. прогнозируется рост добычи до 3.2 млн бнэ/д (см. рис. 6). 65% от всего объема добычи направляется на переработку для производства нефтепродуктов, на экспорт направляется 22%, остальные 13% реализуются на внутреннем рынке. Основные экспортные направления выглядят следующим образом: Китай (46%), Европа (31%), Азия, за исключением Китая (10%), США (7%), Латинская Америка (6%).

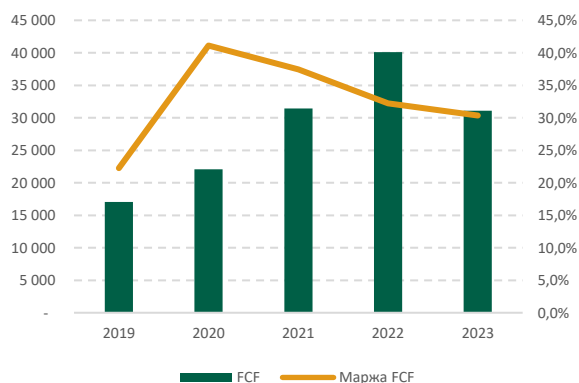
Сегмент RT&M включает в себя переработку, логистику, транспортировку, закупку и экспорт сырой нефти, а также торговлю нефтепродуктами в Бразилии и за рубежом. В рамках этого сегмента также осуществляются деятельность в области нефтехимии и производство удобрений. На данный сегмент приходится 15% от EBITDA компании. Основным рынком сбыта является Бразилия, на долю которой приходится 72% выручки компании (90% продаж сегмента). Основные экспортные направления нефтепродуктов - США (50%), Сингапур (35%), а на долю остальных стран приходится 15%.

Сегмент G&LCE занимается логистикой и торговлей природным газом и электроэнергией; транспортировкой и торговлей сжиженным природным газом (СПГ); производством электроэнергии на термоэлектростанциях; бизнесом в области возобновляемой энергетики; бизнесом по переработке природного газа; а также производством биодизеля и сопутствующей продукции. На данный сегмент приходится 4% EBITDA.

О выпуске

Выпуск PETBRA 6.5'33 является старшим необеспеченным долговым обязательством Petrobras Global Finance BV, которая в свою очередь является дочерней компанией Petróleo Brasileiro S.A., и все её обязательства полностью гарантированы материнской компанией. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих

Рисунок 9. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

условиях: с 3 июля 2023 года до 3 апреля 2033 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной большему из: (1) 100% от номинала или (2) суммы приведенной стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 45 бп, используя конвенцию подсчета дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить выпуск по цене сильно выше от номинала. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 3 апреля 2028 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

Финансовые и операционные результаты стабильны, несмотря на более сложную внешнюю ситуацию

Выручка Petrobras за 1кв2024 г. упала на 11.2% г/г и составила \$23.8 млрд. EBITDA составила \$12.1 млрд, что на 13.1% ниже, чем было в аналогичном квартале прошлого года, а маржа EBITDA оказалась на уровне 51.0% (52.1% в 1кв2023 г.). Снижение выручки вызвано падением цен на дизель и бензин на внутреннем рынке – на 12.2% г/г. При этом объемы добычи нефти, конденсата и природного газа в 1кв2024 г. составили 2.776 млн бнэ/д, что на 3.7% выше, чем в 1кв2023 г. Производство нефтепродуктов в 1 кв2024 г. также выросло – на 6.1%, составив 1.753 млн бнэ/д. Продажи и транспортировка природного газа в 1кв2024 г. сократились на 4.0% и 6.3% до 48 млн м³/д и 30 млн м³/д соответственно. Чистая прибыль компании за 1кв2024 г. составила \$4.8 млрд. Операционный денежный поток (OCF) за последний квартал составил \$9.4 млрд (против \$10.3 млрд в 1кв2023 г.), а свободный денежный поток (FCF) составил \$6.5 млрд (\$7.9 млрд в 1кв2023 г.). Снижение FCF объясняется более высокими капитальными затратами в 1кв2024 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, рост капитальных затрат связан с инвестициями в проекты, которые будут поддерживать кривую добычи в ближайшие несколько лет.

Согласно принятому стратегическому плану на 2024-2028 гг. капитальные затраты составят \$102 млрд. На сегмент E&P приходится 72% от общего объема капитальных затрат, сегмент RT&M – 16%, G&LCE – 9%. Компания планирует инвестировать в новые источники энергии (11% капитальных затрат) наряду с текущими инвестициями в добычу нефти для пополнения резервов. Плановая кривая производства предусматривает введение в эксплуатацию 14 новых платформ FPSO с 2024 по 2028 год. В соответствии с данным планом Petrobras планирует нарастить добычу до 3.2 млн бнэ/д к 2028 г. (см. рис. 6). Инвестиции компания планирует осуществлять в основном за счет собственных средств. Компания объявила о планах ограничить валовый долг на уровне \$65 млрд. В целом, компания имеет хорошую историю генерации свободного денежного потока (см. рис. 9), и мы ожидаем, что она сможет покрыть запланированные капитальные затраты без

значительного увеличения долговой нагрузки. Согласно консенсус прогнозу аналитиков, цены на нефть в 2024/25 гг. снизятся незначительно (см. рис. 7). Спреды на дизель и бензин нормализуются на уровне \$20 и \$12 соответственно, после рекордных уровней 2022/23 гг., когда спреды достигали \$50 и \$22 (см. рис. 8). Медианный консенсус прогноз от Bloomberg по выручке на 2024 год составляет \$90.7 млрд, по EBITDA – \$49.1 млрд.

Низкая долговая нагрузка, сильный профиль ликвидности и удобный график погашения

На конец 1кв2024 г. объем валового долга составил \$61.8 млрд, а чистый долг находился на уровне \$45.5 млрд. Ликвидность насчитывала около \$24.1 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$16.3 млрд и открытых кредитных линий в размере \$7.8 млрд. Долг компании на 80% выражен в твердых валютах, а остальная часть, то есть 20% – в бразильских реалах. Однако 28% выручки компания зарабатывает за пределами Бразилии, экспортируя сырую нефть и нефтепродукты. Таким образом, компания хеджирует часть валютных рисков, используя натуральный хедж. Тем не менее, открытая валютная позиция по финансовым обязательствам в твердых валютах на 1кв2024 г. составляет \$32.5 млрд, таким образом, ослабление курса бразильского реала к доллару США негативно скажется на кредитном качестве компании. Однако консенсус прогноз от Bloomberg по паре BRL/USD на 2024-2025 гг. находится на уровне 5.35 и 5.20 за \$1 соответственно, то есть не предполагается существенное ослабление курса бразильского реала к USD. Долговая нагрузка (с учетом лизинга), выраженная как соотношение чистого долга к EBITDA, составляет 0.90x (против 0.62x в 1кв2023 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA – 12.19x (против 18.18x в 1кв2023 г.), то есть леверидж и способность обслуживания долга компании находятся на комфортном уровне. Ухудшение коэффициентов долговой нагрузки и способности обслуживания долга отражают выросшие капитальные расходы и отрицательную ценовую динамику на рынке дизеля и бензина в 2024 году на фоне высокой базы прошлого года. Petrobras имеет комфортный график погашения. Ликвидности на балансе достаточно для погашения долгов до конца 2028 года (см. рис. 3). С учетом сильного профиля ликвидности, ожидаемого положительного FCF, мы не ожидаем проблем с обслуживанием долга в обозримом будущем.

Рейтинговые агентства о Petrobras

Moody's

Рейтинг Ba1 (прогноз: «стабильный»). Moody's отмечает положительную историю операционных и финансовых улучшений в компании. Moody's ожидает, что операционная и финансовая дисциплина продолжит поддерживать генерацию свободного денежного потока, что в свою очередь способствует поддержанию текущей капитальной структуры компании. Помимо вышеописанного, в пользу рейтинга выступают такие факторы, как устойчивые финансовые показатели, низкая зависимость от внутренних источников финансирования,

ограниченная экспозиция к валютному риску, большая доля экспортной выручки (30%).

Fitch

Рейтинг ВВ (прогноз: «стабильный»). Рейтинг Petrobras связан с рейтингами суверенного долга Бразилии (ВВ/«стабильный») из-за стратегической важности компании для страны и государственного контроля. Fitch отмечает сильный кредитный профиль компании, обусловленный масштабом операций, значительными запасами и комфортным левериджем. Fitch также отмечает конкурентное преимущество Petrobras как одного из самых низкозатратных производителей в регионе. Агентство ожидает роста производства компании и положительного свободного денежного потока (FCF), достаточных для покрытия запланированных капитальных затрат.

S&P Global

Рейтинг ВВ- (прогноз: «стабильный»). Стабильный прогноз отражает ожидания того, что Petrobras сохранит устойчивые свободные операционные денежные потоки, что позволит контролировать леверидж компании. S&P отмечает, что компания достигла значительного снижения затрат в последние годы благодаря структурным улучшениям, связанным с увеличением доли добычи дешевой нефти из предсолевых бассейнов, и оценивает конкурентоспособное положение Petrobras как сильное ввиду операционной эффективности.

Риски:

- Крупнейшим акционером является правительство Бразилии, таким образом, компания уязвима к государственному вмешательству;
- Степень, в которой Petrobras будет способна профинансировать капитальные затраты согласно плану компании на 2024-2028 гг., без значительного увеличения долга, будет существенно зависеть от дивидендной политики. Объявленный план Petrobras по сокращению дивидендов акционерам до 45% свободного денежного потока является позитивом для ее облигаций. Однако обратный выкуп акций, который компания представила в качестве опции, может свести к минимуму выгоду от запланированного сокращения дивидендов.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	1кв2024
Выручка	76 589	53 683	83 966	124 474	102 409	23 768
Валовая прибыль	30 857	24 488	40 802	64 988	53 974	12 257
Валовая маржа%	40,3%	45,6%	48,6%	52,2%	52,7%	51,6%
EBITDA	32 707	28 391	43 555	66 217	52 413	12 127
EBITDA маржа%	42,7%	52,9%	51,9%	53,2%	51,2%	51,0%
Процентные доходы (расходы), нетто	(5 756)	(5 453)	(4 329)	(1 668)	(1 753)	(520)
Опер. денежный поток	25 600	28 890	37 791	49 716	43 212	9 386
Капитальные расходы	(8 556)	(6 816)	(6 349)	(9 608)	(12 138)	(2 839)
Своб. денежный поток	17 044	22 074	31 442	40 108	31 074	6 547
Дивиденды и обратный выкуп акций	(2 015)	(1 451)	(13 183)	(37 782)	(20 454)	(3 744)
Чистая прибыль	10 363	948	19 986	36 755	24 995	4 805
Валовый долг	87 121	75 538	58 743	53 799	62 600	61 838
Денежные ср-ва и эквиваленты	8 260	12 370	11 117	10 769	15 546	16 365
Чистый долг	78 861	63 168	47 626	43 030	47 054	45 473
Собственный капитал	74 215	59 876	69 812	69 836	78 975	82 049

Показатели долговой нагрузки

OCF / Процентные расходы, TTM (x)	3,95	4,87	7,75	16,22	13,58	12,20
EBITDA / Процентные расходы, TTM (x)	4,62	4,73	8,46	18,92	13,36	12,19
Валовый долг / EBITDA, TTM (x)	2,66	2,66	1,35	0,81	1,19	1,22
Чистый долг / EBITDA, TTM (x)	2,41	2,22	1,09	0,65	0,90	0,90

Темпы роста в %

Рост выручки (г/г)	-	-29,9%	56,4%	48,2%	-17,7%	-11,2%
Рост EBITDA (г/г)	-	-13,2%	53,4%	52,0%	-20,8%	-13,1%
Рост чистого долга (г/г)	-	-19,9%	-24,6%	-9,7%	9,4%	13,2%

курс USD BRL

Среднее значение	3,95	5,16	5,40	5,17	4,99	4,95
На конец периода	4,03	5,20	5,58	5,28	4,86	5,01

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга, \$млн	4 532	4 701	4 033	3 542	2 937	30 131
Запас ликвидности на конец 1кв2024 года, \$млн	24 181					
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	16 365					
Кредитные линии, \$млн	7 816					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance