



# Petrobras (Ba2/BB-/BB-). Самый недооцененный нефтегазовый мейджор

## О КОМПАНИИ

Petrobras - государственная бразильская нефтяная корпорация, крупнейшая компания на бразильской бирже SE Bovespa и крупнейший налогоплательщик в Бразилии. Основана в 1953 г.

Petrobras - крупнейшая нефтяная компания в Латинской Америке и седьмая в мире по объему добычи (2 млн б/с). В 2020 г. Petrobras вошла в топ-20 компаний по объему выручки. Petrobras - одна из самых влиятельных компаний в нефтегазовой отрасли, занимает 70-е место в рейтинге Global Fortune 500 за 2020 г.

Petrobras владеет значительными нефтегазовыми и энергетическими активами в 16 странах Африки, Северной и Южной Америки, Европы и Азии. Компания известна во всем мире своей технологией разведки сверхглубоководных месторождений нефти.

В 2020 г. Petrobras отчиталась об исторически лучших операционных показателях, преодолев значительные трудности, связанные с пандемией, снижением мирового спроса на топливо и низкими ценами. Компания сообщила о годовом рекорде добычи нефти и СПГ в 2,28 млн б/с и 2,84 млн бнэ в сутки. Предыдущие рекорды добычи, которые пришлось на 2015 г., составили 2,23 млн б/с и 2,79 млн бнэ в сутки, соответственно.

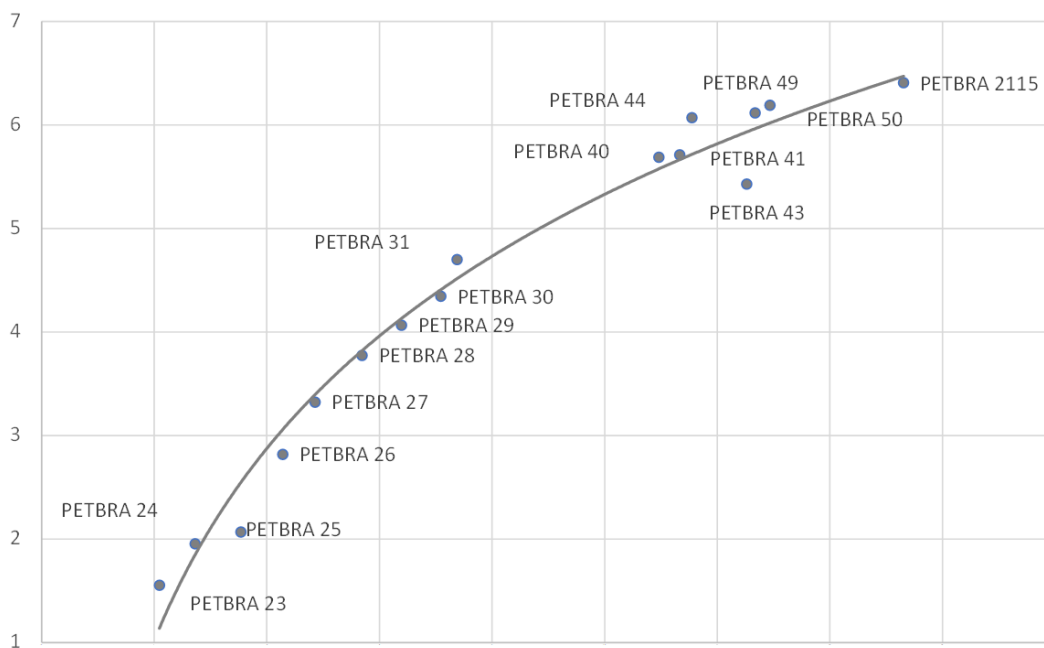
## 1. НАШИ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы считаем, что облигации Petrobras будут выглядеть лучше рынка в ближайшее время, восстанавливаясь после недавней распродажи, вызванной неожиданными перестановками в менеджменте. Мы рекомендуем обратить внимание на бумаги средней дюрацией.

## 2. СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ:

Правительство Бразилии напрямую владеет 54% обыкновенных голосующих акций Petrobras, в то время как Бразильский банк развития и Фонд национального благосостояния Бразилии (Fundo Soberano) - по 5%, таким образом, государство прямо и косвенно владеет 64% компании. Доля акций Petrobras в свободном обращении составляет 25%.

### 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПАРАМЕТРЫ (КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ, АНАЛИЗ СПРЕДОВ):



Источник: Bloomberg, ITI Capital

**Потенциал роста цены: Спреды Petrobras к аналогичным долларovým выпускам Pemex на среднем отрезке кривой на 100 б.п. уже средних исторических значений. Мы считаем, что среднесрочные облигации и более длинные облигации наиболее привлекательны среди бразильских долларových выпусков со среднесрочным потенциалом роста цены в 10%.**

Сейчас в обращении находятся различные мультивалютные выпуски облигаций Petrobras на общую сумму более \$30 млрд. В последние недели облигации находились под существенным давлением в связи с корпоративным конфликтом (замена генерального директора) и демонстрировали отстающую динамику, несмотря на благоприятную конъюнктуру на нефтяном рынке. Мы предполагаем, что бумаги недооценены и ожидаем восстановления их стоимости в ближайшем будущем. Из большинства долларových облигаций мы предпочитаем PETBRA 31, так как считаем это оптимальным вариантом с точки зрения потенциала сужения спреда и ликвидности.

### 4. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ:

В конце февраля 2021 г. Petrobras сообщила об отличных финансовых результатах за 2020 г., несмотря на сложную рыночную конъюнктуру. Несмотря на то, что общая выручка снизилась почти на 30% из-за падения цен на нефть, компании удалось добиться заметного роста рентабельности. Рентабельность EBITDA достигла 55% против 44% в 2019 г. благодаря эффективному контролю

над издержками. Чистая прибыль практически не изменилась по сравнению с предыдущим годом.

Добыча нефти и газа достигла исторического максимума в 2,28 млн б/с и 2,84 млн бнэ, соответственно, в то время как большинство мировых конкурентов компании сообщили о сокращении объема производства. Экспорт нефти и мазута также достиг исторических максимумов. Продажи нефти выросли на 33%.

Несмотря на то что цены на нефть упали на 35%, операционный денежный поток (CFFO) смог увеличиться на 13%, а свободный денежный поток (FCF) - на 20%. Сильные результаты позволили компании продолжить сокращать долговое плечо. Общий долг компании сократился на \$11,6 млн, до \$75,5 млрд с \$87,1 млрд на 31 декабря 2019 г. Сокращение долга, в сочетании со снижением стоимости его обслуживания позволили оптимизировать левверидж - соотношение чистый долг/ЕБИТДА в 2020 г. опустилось до 2,1х. Проценты, уплаченные на баррель добытой нефти, составили \$3,8 в 2020 г. против \$7,8 в 2015 г. (снизившись на 51%) и в среднем \$7,7 в 2015-2019 гг.

Компания принимает меры по оптимизации управления запасами. Запасы сократились, достигнув минимума с 2011 г., что будет способствовать снижению неэффективности и перераспределению капитала в целях более оптимального использования.

#### ОТДЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ RETROBRAS ПО МСФО

\$ млн	2020	2019	2018
Продажи	53 282	76 747	85 429
ЕБИТДА	29 417	33 863	32 219
Чистый доход	6 435	6 564	8 624
Активы	190 108	230 397	221 657
Общий долг	75 577	87 371	84 203
Чистый долг	63 158	79 030	69 196
Акции	59 906	74 427	73 040
Рентабельность ЕБИТДА	55,2%	44,1%	37,7%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,1	2,3	2,1
ЕБИТДА/выплаченный процент	5,9	5,3	5,4

Источник: данные компании

#### 5. ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ/ВОЗМОЖНОСТИ:

- Высокие цены на нефть поддерживают операционный денежный поток и формируют подушку ликвидности
- Сильные рыночные позиции. У компании монополия на импорт нефтепродуктов в Бразилию
- Гарантированная государственная поддержка при неблагоприятном сценарии
- Доступ к источникам рефинансирования, солидные финансовые показатели

- Приемлемые уровни рентабельности добычи (около \$27 за Brent) по сравнению с сопоставимыми международными компаниями
- Несмотря на вторую волну коронавируса в Бразилии, компании удастся продолжать добывать углеводороды и проводить техническое обслуживание
- Временное снижение федерального налога на дизельное топливо

## 6. КЛЮЧЕВЫЕ РИСКИ:

- Недавнее вмешательство государства в политику ценообразования на рынке топлива и другие нерыночные корпоративные практики
- Повышение финансовых и эксплуатационных расходов в связи со снижением цен на нефтепродукты
- Государственная политика экспортного ценообразования постоянно негативно сказывается на Petrobras
- Участие в коррупционных скандалах в предыдущие годы

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>