26 Jul 2012

Роснефть и ТНК-ВР: плюсы и минусы сделки

Покупка доли ТНК-ВР International плюс для Роснефти, но акционеры ТНК-ВР Holding предпочли бы выкуп доли AAR

Григорий Бирг Читать на сайте

Роснефть заинтересована в приобретении доли в ТНК-ВР. Проблем с финансированием сделки или чрезмерным ростом долговой нагрузки как до, так и после включения 50% ТНК-ВР International в отчетность Роснефти у нее появиться не должно. У двух компаний также возникнут существенные синергии как в сегменте геологоразведки и добычи, так и в сегменте переработки и сбыта.

Финансовые показатели, $ млн	Роснефть, Q1 2012	TNK-BP International, 2011	Роснефть + 50% TNK-BP International
Денежные средства	3,531	1,164	1,113
Выкупленные, собственные акции	7,000	-	-
Краткосрочный долг	4,750	998	5,249
Долгосрочный долг	16,625	7,049	30,150
Чистый долг	17,844	6,883	34,285
Чистый долг/EBITDA_2012, x	0.85		1.03*
EBITDA в моменте	20,993		
Чистый долг в моменте	30,844		
Чистый долг/EBITDA в моменте	1.47		
Выручка, 2012П, $ млн	91,351	58,885	120,974*
EBITDA, 2012П, $ млн	25,736	14,982	33,227*
Добыча, млн бнэ, 2011	944	725	1,306*
Запасы SEC, млн бнэ, 2011	17,618	9,100	22,168
Рыночные показатели			
P/E, x	5.22	3.84	
EV/EBITDA, x	4.43	2.76	

** - индикативный расчет, если бы Роснефть приобрела 50% пакет TNK-BP International 1 янв 2012*
Источник: данные компании, расчеты Инвесткафе

Цена вопроса

В прошлом году представители AAR оценивали свой пакет в $35 млрд. В настоящий момент они предпочли бы выкупить 25%-ю долю ВР за $7-10 млрд, исходя из цены 50% в $14-20 млрд, или же обменять свою долю на денежные средства и акции в самой ВР. По моим расчетам, стоимость 50%-го пакета составляет $20-25 млрд.

Хватит ли средств?

Отношение чистого долга к EBITDA Роснефти по итогам 1-го квартала 2012 года составляло 0,85. Это самое низкое значение с 2005 года. Потенциал для наращивания долговой нагрузки у Роснефти, несомненно, есть. Компания уже предпринимает шаги в этом направлении, учитывая масштабную программу увеличения капзатрат. В частности, была достигнута договоренность с ВТБ о предоставлении кредита в 100 млрд руб. (около $3млрд). Кроме этого, для финансирования потенциальной сделки могут быть использованы выкупленные у акционеров собственные акции, балансовая стоимость которых порядка $7 млрд.

В своих расчетах я исходил из того, что сумма в $20 млрд в оплату за 50%-й пакет будет сформирована из $3 млрд денежных средств, $7 млрд от продажи собственных акций и посредством привлечения кредита на $10 млрд. В моменте это приведет к тому что Net Debt/EBITDA составит порядка 1,5x или около 2x, если не будет использована продажа собственных акций. Однако за счет консолидации 50%-го баланса ТНК-ВР International после подобной сделки показатель Net Debt/EBITDA не должен существенно вырасти и, по моим расчетам, будет примерно равен 1 или же 1,24x, при отказе от продажи собственных акций. Соответственно, проблем с финансированием сделки или чрезмерным ростом долговой нагрузки как до, так и после включения 50% ТНК-ВР International в отчетность Роснефти возникнуть не должно.

Стоит ли Роснефти покупать 50% ТНК-ВР International?

В настоящий момент Роснефть торгуется с премией к ТНК-ВР Holding по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA. Таким образом, покупка должна стать выгодной для акционеров Роснефти.

У двух компаний также возникнут существенные синергии. В сегменте геологоразведки и добычи наибольших синергий стоит ожидать от объединения усилий по наращиванию добычи в Восточной Сибири, одном из важнейших регионов развития для обеих компаний. Доступ ТНК-ВР к нефтетранспортной инфраструктуре ускорит разработку месторождений. Роснефть и ТНК-ВР Holding уже сотрудничают там на базе Верхнечонскнефтегаза.

Объединившись, компании выиграли бы от расширения сети НПЗ и сбытовых активов, а также от оптимизации логистики и транспортных расходов. Кроме всего прочего, в результате сделки существенно вырастут запасы компании и улучшатся ее финансовые показатели.

Однако

На мой взгляд гораздо целесообразней была бы покупка доли AAR в ТНК-ВР британской стороной. Это позволило бы ВР и Роснефти произвести обмен акциями и наладить сотрудничество, так как у ВР будет больше 50% и ограничения акционерного договора ТНК-ВР International не будет этому препятствовать.

Очевидно, что при структуре владения 50 на 50, управление компанией становится крайне сложным и возникает риск корпоративного конфликта, обострение которого мы и наблюдали уже много раз. Государство в глазах инвесторов не является эффективным управленцем, и после покупки Роснефтью доли в ВР возможна негативная реакция инвесторов по обеим этим причинам.

В результате покупки Роснефтью доли в ТНК-ВР, возможно, в сторону снижения выплат будет пересмотрена дивидендная политика, в результате чего снизится капитализация ТНК-ВР Holding. Также не исключено внесение изменений в акционерное соглашение, которое может помешать дальнейшему развитию ТНК-ВР Holding как в России, так и за рубежом. Под вопросом и политическая поддержка консолидации в секторе на правительственном уровне. Потенциально могут возникнуть проблемы с ФАС в связи с чрезмерной долей Роснефти в рознице некоторых регионов.

В дополнение отмечу, что Роснефть должна быть занята налаживанием отношений с новыми партнерами и развитием программы освоения российского шельфа, разработкой добычи трудноизвлекаемых запасов и реализацией новых международных проектов. Кроме того, в планах компании увеличивать дивидендные выплаты и строить НПЗ в Подмосковье. Все это требует серьезных капитальных вложений и времени менеджмента. В свете всего этого покупка доли ВР в ТНК-ВР, несомненно, приведет к росту долговой нагрузки на долгое время и может восприниматься акционерами Роснефти негативно. В связи с этим агентство S&P уже поставило рейтинг госкомпании на пересмотр с «негативным» прогнозом.

Выгода от продажи ТНК-ВР сомнительна для ВР. У ТНК-ВР большой портфель greenfield-проектов и рост добычи углеводородов в перспективе. ВР переживает не лучшие времена с момента аварии в Мексиканском заливе, поэтому она вынуждена была распродавать активы. Продажа доли в ТНК-ВР помогла бы несколько улучшить ситуацию и, возможно, позволила бы выплатить дивиденды. Однако на долю СП приходится почти треть добычи, и, на мой взгляд, продажа невыгодна ВР в долгосрочном периоде.

Резюме

Покупка доли ВР в ТНК-ВР International позитивна для Роснефти, но для акционеров ТНК-ВР Holding было бы лучше, чтобы ВР выкупила полностью или частично пакет AAR. Целевая цена по акциям Роснефти составляет 262,5 руб. Цель по обыкновенным акциям ТНК-ВР Холдинг равна $4,9, по привилегированным — $3,9.

Вы можете обратиться напрямую к аналитикам Инвесткафе по вопросам, входящим в сферу их компетенции:

Макроэкономика
Григорий Бирг, содиректор аналитического отдела
gb@investcafe.ru, +7 495 720-03-65
Антон Сафонов, старший аналитик
safonov@investcafe.ru, +7 962 900-60-21
Антон Тягнибеда, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70

Валютный рынок, международные рынки
Григорий Бирг, содиректор аналитического отдела
gb@investcafe.ru, +7 495 720-03-65
Анна Бодрова, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70

Транспорт и грузоперевозки

Нефтегазовый сектор и нефтехимия
Григорий Бирг, содиректор аналитического отдела
gb@investcafe.ru, +7 495 720-03-65
Антон Тягнибеда, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70

Финансовые рынки и деривативы
Алексей Пухаев, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70

Телекоммуникации и IT
Илья Раченков, аналитик
rachenkov@investcafe.ru, +7 909 630-67-59
Андрей Артищев, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 964 560-87-45

Машиностроение

Недвижимость
Юрий Кочетков, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 964 560-87-45
Антон Сафонов, старший аналитик
safonov@investcafe.ru, +7 962 900-60-21

Металлургия и горно-добывающая промышленность
Павел Емельянцев, аналитик
pavel@investcafe.ru, +7 903 541-75-64
Антон Сафонов, старший аналитик
safonov@investcafe.ru, +7 962 900-60-21

Потребительский сектор
Антон Сафонов, старший аналитик
safonov@investcafe.ru, +7 962 900-60-21

Налоговое законодательство и корпоративная практика
Олег Малкин, юрист
ol.malkin@gmail.com, +7 903 672-97-55
Дмитрий Шилов, юрист
d.shylov@gmail.com, +7 916 475-10-54

Масс-медиа
Илья Раченков, аналитик
rachenkov@investcafe.ru, +7 909 630-67-59

Политика
Анна Бодрова, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70
Алексей Пухаев, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70
Антон Тягнибеда, аналитик
pr@investcafe.ru, +7 495 721-68-70

Электроэнергетика

Независимое аналитическое агентство «Инвесткафе»

Адрес: 125047 Москва, 4- й Лесной пер., д.4, Лесная Плаза, оф.508
тел.: +7 495 792-06-19 | факс: +7 495 225-85-00 | info@investcafe.ru

Генеральный директор: Семен Бирг sb@investcafe.ru
Руководитель проекта: Артем Каминский ak@investcafe.ru +7 903 745-39-34
Аналитический отдел: research@investcafe.ru +7 964 561-04-99
Пресс- служба: pr@investcafe.ru тел. +7 495 721-68-70, +7 964 561-90-33

Аналитическая информация, представленная в настоящем документе, предназначена исключительно для информационных целей и ни при каких обстоятельствах не должна использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что аналитическая информация подготовлена с максимальной тщательностью, ни ООО «Инвесткафе», ни аналитики сайта – авторы информации не предоставляют никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты аналитической информации. Ни ООО «Инвесткафе», ни аналитики сайта – авторы информации не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования аналитической информации, опубликованной на сайте либо представленной в настоящем бюллетене.