

ПОВЫШЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И ОЖИДАЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Результаты 2009 г. по МСФО

В целом нейтральные результаты. Вчера Транснефть опубликовала аудированную финансовую отчетность за 2009 г. по МСФО. Мы считаем представленные результаты нейтральными для котировок облигаций компании. Хотя кредитный профиль монополиста остается устойчивым и подкрепляется квазисуверенным статусом заемщика, а также его стратегической важностью для экономики РФ, финансовые показатели компании отразили ожидаемо негативные тенденции (в частности рост долговой нагрузки и смещение свободного денежного потока еще дальше в отрицательную зону по сравнению с прошлым годом). В то же время с точки зрения динамики выручки и EBITDA показатели Транснефти по итогам 2009 г. выглядят вполне достойно (рост соответственно на 28% и 35% относительно 2008 г.). Росту показателей способствовало повышение тарифов на прокачку нефти (+20,8% к 2008 г.) и нефтепродуктов (+7,4%). Увеличение амортизационных отчислений в связи с вводом новых основных фондов и умеренный рост расходов на электроэнергию (+23,5% относительно уровня годичной давности) стали основными причинами опережающего увеличения EBITDA компании относительно выручки. Это позволило эмитенту довести норму EBITDA по итогам 2009 г. до рекордного уровня 61,6%, что на 3,1 п.п. выше показателя 2008 г.

Осуществление инвестиционных проектов привело к заметному увеличению долгового бремени. В 2009 г. совокупный долг Транснефти вырос более чем вдвое относительно показателей 2008 г. и на отчетную дату составлял 553,3 млрд руб., чистый долг равнялся 269,6 млрд руб. Отношение Долг/EBITDA эмитента увеличилось с 1,6 в конце 2008 г. до 2,6 на конец 2009 г. Мы не ориентируемся на показатель чистого долга компании, так как ее значительная денежная позиция на отчетную дату (284 млрд руб.) объясняется тем, что эмитент еще просто не успел вложить привлеченные средства в реализуемые инвестиционные проекты. Рост долговой нагрузки Транснефти был ожидаемым и стал в основном результатом привлечения в Банке развития Китая кредитных ресурсов на строительство ответвления от ВСТО-1 (от Сковородино) до границы КНР в 2010 г. Банк открыл Транснефти кредитную линию общим объемом 10 млрд долл. (в 2009 г. компания выбрала в рамках данного лимита 9 млрд долл.). Кредит имеет плавающую ставку, привязанную к LIBOR, срок погашения кредита – 20 лет (погашение начинается с пятого года действия кредитного договора и осуществляется равными долями). Прочие крупные заимствования Транснефти в 2009 г. включали размещение рублевых облигаций на 135 млрд руб. для финансирования строительства второй очереди Балтийской трубопроводной системы. Отметим, что, несмотря на заметное увеличение долга Транснефти в прошлом году, его структура представляется нам исключительно благоприятной (долгосрочные займы формируют около 98% общего долгового портфеля).

Финансовые результаты Транснефти, МСФО, млрд руб.

	2008	2009	Изм. за год, %
Выручка	274 977	351 051	27,7
EBITDA	160 798	216 419	34,6
Чистая прибыль	72 067	121 867	69,1
Операционный денежный поток	119 657	163 776	36,9
Капитальные вложения	(130 021)	(203 273)	56,3
Свободный денежный поток	(10 364)	(39 497)	281,1
Изм. за кв., %			
Совокупный долг	255 737	553 288	34,5
Краткосрочный долг	64 140	11 336	52,2
Денежные средства	60 565	283 658	68,0
Чистый долг	195 172	269 630	11,2
Собственный капитал	559 897	681 396	4,5
Активы	963 129	1 419 747	15,1
Рентабельность по EBITDA, %	58,5	61,6	
EBITDA/Проц. расходы	15,8	12,7	
Долг/EBITDA*	1,6	2,6	
Чистый долг/EBITDA*	1,2	1,2	
Долг/Собственный капитал	0,5	0,8	

* EBITDA рассчитана за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Свободный денежный поток останется в отрицательной зоне в 2010 г. Значительные объемы капитальных затрат продолжают оказывать давление на денежные потоки Транснефти. Свободный денежный поток эмитента остается отрицательным с 2006 г. В 2009 г. объем капитальных затрат увеличился на 56% относительно 2008 г. и составил 203 млрд руб, в результате чего свободный денежный поток сместился еще дальше в отрицательную зону (до минус 39 млрд руб. с минус 10 млрд руб. в 2008 г.). В 2010 г. объем капитальных затрат Транснефти, по нашим оценкам, основанным на ряде прогнозов менеджмента, почти изменится по сравнению с 2009 г. и составит порядка 210 млрд руб. Половина этой суммы придется на реализуемый компанией проект по строительству ВСТО-2, общий объем инвестиций в который оценивается в 350 млрд руб. Как сообщили нам представители Транснефти, они ожидают, что по итогам 2010 г. свободный денежный поток компании останется отрицательным. При этом они отметили, что в 2010 г. компания не предполагает привлекать новые кредиты, не считая использования оставшейся части кредита в рамках лимита Банка развития Китая на 1 млрд долл. В то же время напомним, что Транснефть зарегистрировала биржевые облигации общим объемом 119 млрд руб., поступления от размещения которых предполагает направить на финансирование проекта по строительству ВСТО-2. Мы не исключаем, что бумаги могут быть предложены рынку в нынешнем году.

Ухудшение кредитных метрик не меняет нашей точки зрения о высокой кредитоспособности компании. Мы продолжаем рассматривать Транснефть как исключительно надежного заемщика, отвечающего критериям рейтингов инвестиционного уровня. У нас нет сомнений, что правительство продолжит оказывать компании всестороннюю поддержку в реализации ее масштабных инвестиционных проектов как посредством как тарифного регулирования, так и помощи в привлечении финансирования. Еврооблигации Транснефти традиционно торгуются с дисконтом в размере около 40–60 б.п. к кривой доходностей Газпрома (BBB/Baa1/BBB), что мы объясняем в первую очередь меньшим предложением новых бумаг Транснефти и их более низкой ликвидностью. Делая выбор между бумагами двух эмитентов, мы отдаем предпочтение долговым обязательствам Газпрома. В то же время мы считаем, что для инвесторов, с высоким «аппетитом» к российским корпоративным бумагам квазисуверенного статуса, облигации Транснефти – неплохая возможность диверсифицировать кредитный риск Газпрома.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

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, feltsmad@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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakh tinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@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 Гринкрug, grin kruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, 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