

НЕПЛОХИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ОБЛИГАЦИИ ПО-ПРЕЖНЕМУ МАЛОПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО

Рост выручки благодаря торговле нефтью. Вчера Транснефть опубликовала результаты по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., которые мы считаем неплохими. Консолидированная выручка за отчетный квартал снизилась на 1%, но поднялась на 9% год к году до 179,9 млрд руб., при этом в 1 п/г 2012 г. показатель повысился на 11% относительно уровня годичной давности и составил 361,3 млрд руб., что объясняется как ростом доходов от услуг по транспортировке нефти (+11% год к году до 245,2 млрд долл.), так и увеличением продаж нефти Китаю (+14% год к году до 78,4 млрд руб.). В то же время положительная динамика выручки от транспортировки обусловлена преимущественно повышением тарифов, так как объем грузооборота увеличился всего на 1% год к году до 559,9 млн т. В дальнейшем мы не ожидаем существенного ускорения роста выручки, поскольку объемы транспортировки увеличиваются не очень высокими темпами, а объемы поставок нефти в Китай в физическом выражении стабильны.

Повышение рентабельности за счет контроля над расходами. EBITDA Транснефти в апреле–июне поднялась на 3% квартал к кварталу и на 16% год к году до 86,8 млрд руб. при этом полугодовая EBITDA составила 171,2 млрд руб., что на 18% выше, чем в 1 п/г 2012 г. На этом фоне рентабельность по EBITDA во 2 кв. 2012 г. составила 48% по сравнению с 47% в 1 кв. 2012 г. и 45% во 2 кв. 2011 г. Существенную поддержку росту операционной эффективности оказал сегмент транспортировки благодаря жесткому контролю над расходами, в первую очередь, на электроэнергию, также стоит отметить снижение расходов на материалы. В то же время торговля нефтью остается низкомаржинальной, ее себестоимость растет сравнимыми темпами с продажами.

Свободный денежный поток вновь отрицательный. После временного улучшения ситуации в январе–марте свободный денежный поток во 2 кв. вновь опустился в отрицательную зону и составил минус 4 млрд руб., что объясняется довольно низким значением операционного денежного потока (-59% за квартал до 24 млрд руб.) при увеличении капзатрат (+53% до 52 млрд руб.). Это, наряду с отрицательным денежным потоком от финансовой деятельности, привело к сокращению денежных средств на балансе на 44% за квартал до 74 млрд руб.

Долговая нагрузка пока стабильно невысокая. Учитывая, что компания по-прежнему располагает значительными денежными средствами, пока Транснефть может позволить себе финансировать инвестиционную программу, не привлекая внешнее финансирование. Долговая нагрузка стабильна – отношение Долг/EBITDA по итогам 1 п/г 2012 г. немного снизилось до 1,8 с 1,9 в 1 кв. 2012 г. и 2,1 в 2011 г. В то же время коэффициент Чистый долг/EBITDA постепенно растет – в отчетном периоде он поднялся до 1,6 с 1,4 в 1 кв. 2012 г. Структура долга также выглядит вполне комфортной – доля краткосрочных обязательств находится на низком уровне (около 2%). Вместе с тем в 2013 г. рост долговой нагрузки весьма вероятен: при сохранении нынешней динамики инвестиций и учитывая нехватку операционного денежного потока, денежные средства могут закончиться уже в следующем году и компании вновь придется занимать.

Обращающиеся выпуски

TNEFT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Transneft '13	600 \$	7,70	7 авг 13	1,21
Transneft '14	1 300 \$	5,67	5 мар 14	1,77
Transneft '18	1 050 \$	8,70	7 авг 18	3,32
Транснефть-1	35 000 R	9,75	20 май 15	
Транснефть-3	65 000 R	10,15	26 сен 15	
Транснефть-2	35 000 R	9,75	8 окт 15	

Источники: MMBF, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Динамика показателей Транснефти

МСФО, млрд руб.

	2009	2010	2011
Выручка	351	448	670
EBITDA	216	239	291
Чистая прибыль	122	125	191
Рентабельность по EBITDA, %	62	54	43
Чистая рентабельность, %	35	28	29
Операционный денежный поток	164	194	172
Капзатраты	(203)	(225)	(210)
Основные средства	997	1 214	1 344
Денежные средства	284	284	146
Собственный капитал	681	806	997
Активы	1 420	1 652	1 858
Долг, в т.ч.:	553	584	605
краткосрочные займы	11	11	53
долгосрочные займы	542	573	552
Чистый долг	270	300	460
Доля краткосрочного долга, %	2	2	9
Долг / EBITDA	2,6	2,4	2,1
Чистый долг / EBITDA	1,2	1,3	1,6
EBITDA / Проценты к уплате	12,7	11,5	13,1
Собственный капитал / Активы	0,5	0,5	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации малопривлекательны. Отчетность Транснефти не преподнесла сюрпризов и не повлияет на котировки облигаций – долговая нагрузка по-прежнему на комфортных уровнях, капзатраты ожидаемо превышают операционный денежный поток, как следствие, остаток денежных средств на балансе продолжает постепенно снижаться. Бумаги компании торгуются с доходностями ниже, чем у выпусков Газпрома, и, на наш взгляд, могут быть интересны лишь консервативным инвесторам, желающим диверсифицировать риск газового концерна.

Небольшое повышение рентабельности и стабильная долговая нагрузка

Ключевые финансовые показатели Транснефти по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., млрд руб.

	2 кв. 11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	2 кв.12/ 1 кв.12, %	2 кв.12/ 2 кв.11, %	1п/г 12/ 1 п/г 11
Выручка	166	326	670	181	180	361	(1)	9	11
EBITDA	75	145	291	84	87	171	3	16	18
Чистая прибыль	45	131	191	60	36	95	(41)	(21)	(27)
Рентабельность по EBITDA, %	45	45	43	47	48	47			
Чистая рентабельность, %	27	40	29	33	20	26			
Операционный денежный поток	28	69	172	58	24	82	(59)	(15)	18
Капзатраты	(68)	(117)	(210)	(34)	(52)	(85)	53	(24)	(27)
Основные средства		1 273	1 344	1 358		1 406	4		
Денежные средства		177	146	135		74	(45)		
Собственный капитал		936	997	1 056		1 085	3		
Активы		1 729	1 858	1 893		1 903	1		
Долг, в т.ч.:		551	605	567		571	1		
краткосрочные займы		53	53	52		11	(80)		
долгосрочные займы		499	552	515		560	9		
Чистый долг		375	460	432		496	15		
Доля краткосрочного долга, %		1	1	9		2			
Долг / EBITDA		2,0	2,1	1,9		1,8			
Чистый долг / EBITDA		1,4	1,6	1,4		1,6			
EBITDA / Проценты к уплате	13,2	12,4	13,1	12,8	11,0	11,8			
Собственный капитал / Активы		0,5	0,5	0,6		0,6			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый долг / EBITDA	Козфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
2010	Газпром	118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7
	Газпром нефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6
	ЛУКОЙЛ	86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7
	ТНК-ВР	44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6
	Новатэк	3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5
	Alliance Oil	13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5
	Татнефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6
	Башнефть	86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7
	Развитые страны										
	Chevron AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	ConocoPhillips A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4
	ExxonMobil AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4
	Развивающиеся страны										
	CNOOC AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
	MOL BB+/-/BBB-	20 738	2 438	11,8	1 463	1,1	5 820	2,4	1,8	1,2	0,4
	Petrobras BBB/A3/BBB	120 508	33 742	28,0	45 008	0,7	69 847	2,1	0,9	1,9	0,6
2011	Газпром	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	Газпром нефть	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	ЛУКОЙЛ	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-ВР	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
	Alliance Oil B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть -/BA2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть -/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
	Развитые страны										
	Chevron	236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	0,1	1,6	0,6
	ConocoPhillips	230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4
	ExxonMobil	433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5
	Развивающиеся страны										
	CNOOC	37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	0,5	1,9	0,7
	MOL	26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4
	Petrobras	146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6
1 п/г 12	Газпром нефть	23 690	4 052	17,1	2 037	1,9	6 640	0,8	0,5	1,9	0,6
	ТНК-ВР	30 300	5 877	19,4	2 661	2,5	7 200	0,6	0,4	1,3	0,6
	Транснефть	11 820	5 600	47,4	2 790	1,0	17 387	1,8	1,6	3,6	0,6
	НОВАТЭК	3 256	1 460	44,8	647	1,7	2 854	1,1	0,9	1,3	0,7
	Alliance Oil B+/-/B	1 632	351	21,5	326	0,6	1 748	2,3	2,1	1,5	0,5
2012П	Газпром	153 637	56 626	36,9	43 697	1,0	67 093	1,2	1,0	2,2	0,7
	Газпром нефть	45 325	8 768	19,3	5 387	1,3	6 697	0,8	0,6	1,1	0,7
	ЛУКОЙЛ	123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	0,8
	ТНК-ВР	56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5
	Транснефть	20 968	10 515	50,1	7 914	1,0	20 292	1,9	1,4	2,8	0,6
	Новатэк	7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7
	Alliance Oil	2 922	749	25,6	1 030	0,5	1 909	2,5	1,5	1,7	0,5
	Татнефть	21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6
	Башнефть	14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012