

СИЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫСОКАЯ ВЕРОЯТНОСТЬ НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ

Финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по МСФО

EBITDA увеличилась вдвое относительно предыдущего квартала. Вчера Роснефть открыла очередной сезон отчетности нефтяных компаний, представив финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2012 по МСФО, которые мы оцениваем весьма позитивно. Так, выручка компании возросла на 12% за квартал до 802 млрд руб. (до 2,2 трлн руб. по итогам 9 мес. 2012 г.). EBITDA за тот же период увеличилась фактически вдвое и достигла 191 млрд руб. (445 млрд руб. за 9 мес. 2012 г.). В результате рентабельность по EBITDA поднялась на 12 п.п. до 24% с 12% кварталом ранее. Столь высокие показатели объясняются преимущественно благоприятными макроэкономическими условиями, а именно: 1) ростом нефтедобычи (+4% за квартал) – главным образом благодаря увеличению добычи на Ванкорском месторождении; 2) повышением цен на нефть Urals (+2,3%); 3) отставанием пошлин от цен на нефть (тогда как во 2 кв. ситуация была обратной); 4) ростом объемов переработки на российских НПЗ (+14%), связанным с частичным завершением ремонтных работ.

Свободный денежный поток останется минимальным на фоне существенных инвестиционных затрат. Благодаря повышению операционной эффективности и изменениям в оборотном капитале операционный денежный поток Роснефти за июль–сентябрь вырос на 10% квартал к кварталу до 160 млрд руб. (379 млрд руб. по итогам 9 мес. 2012 г.), а снижение капитальных затрат на 13% до 105 млрд руб. за тот же период позволило компании вдвое увеличить свободный денежный поток, который составил 55 млрд руб. В прошлом генерируемые Роснефтью средства с лихвой покрывали инвестиционные потребности, однако принятие в 2011 г. программы модернизации НПЗ, требующей существенных затрат (порядка 15–16 млрд долл. ежегодно), привело к снижению свободного денежного потока и ограничило возможности компании наращивать подушку ликвидности. Учитывая, что реконструкция заводов продлится до 2015–2016 гг. собственный свободный денежный поток Роснефти в ближайшие годы будет оставаться минимальным (порядка 1 млрд долл.), а учитывая планы по распределению до 25% от чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов, сокращения объема обязательств не предвидится.

Приобретение ТНК-ВР приведет к росту долговой нагрузки... Совокупный долг Роснефти составил на конец сентября 884 млрд руб., а долговая нагрузка компании в терминах Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA остается на уровне 1,5 и 1,1 соответственно. Структура долга Роснефти вполне комфортная – на долю краткосрочных кредитов приходится 13% всех обязательств (115 млрд руб.), тогда как большая часть долгосрочных займов (около 15 млрд долл., или 60%) погашается через 10 и более лет. Покупка ТНК-ВР отчасти ухудшит кредитные метрики компании в краткосрочной перспективе. Исходя из условий сделки Роснефти придется потратить порядка 45 млрд долл, из них 17 млрд долл. – уже до конца года в ходе первоначального этапа (выкупа 50-процентной доли ВР), в то время как график выплат остальных 28 млрд долл. (оплата доли ААР) пока неизвестен.

....и необходимости выхода на первичный рынок. Учитывая масштабную программу инвестиций и небольшой свободный денежный поток, мы полагаем, что большую часть суммы Ростнефти придется занимать. По нашей предварительной оценке, это приведет к тому, что консолидированный показатель Чистый долг/EBITDA превысит 2,0 и компания будет вынуждена выйти на первичный рынок. Мы не исключаем, что в случае сохранения благоприятной конъюнктуры Роснефть постарается до конца года привлечь средств с рынка капитала за счет размещения еврооблигаций на сумму от 1 млрд долл. Кроме того, серьезную поддержку компании окажут госбанки, предоставив долгосрочные кредиты. Напомним, что не так давно Роснефть успешно дебютировала на внутреннем рынке долга, разместив облигации на 20 млрд руб., а объем зарегистрированных бумаг компании составляет 70 млрд руб. При этом, учитывая запланированную инвестиционную программу, возможности снижения долговой нагрузки будут ограниченными в среднесрочной перспективе, даже не-

Обращающиеся выпуски

(Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Роснефть-04	10 000 R	8,60	17 окт 22	
Роснефть-05	10 000 R	8,60	17 окт 22	

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

смотря на традиционно высокие дивиденды ТНК-ВР (которая в 2011 г. выплатила порядка 7 млрд долл.) и дополнительную ликвидность в случае выкупа британской ВР 5,66% акций Роснефти у Роснефтегаза за 4,8 млрд долл.

Нейтральный взгляд на облигации, спекулятивные возможности ограничены. В целом кредитный профиль Роснефти по-прежнему устойчив, а то, что основной акционер компании – это государство, готовое оказать ей необходимую поддержку, остается основным преимуществом эмитента. Несмотря на неоднозначную реакцию рейтинговых агентств на планы Роснефти в сфере M&A (Moody's и Fitch поместили рейтинги компании на пересмотр с негативным прогнозом, в то время как S&P рассматривает возможность повышения рейтинга на одну ступень), мы не сомневаемся в сохранении у эмитента рейтинга инвестиционного уровня («BBB»), а также в высоком спросе на его бумаги со стороны участников рынка. На прошлой неделе Роснефть разместила дебютные выпуски рублевых облигаций Роснефть-4 и -5 на общую сумму 20 млрд руб. с пятилетней офертой, установив ставку первого купона на уровне 8,6%. Этот уровень предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 150–160 б.п., что мы считаем справедливым. Ориентиром для оценки бумаг Роснефти могут служить выпуски ФСК, имеющей сходную структуру акционерного капитала (доля государства составляет 79,55%) и примерно такой же потенциал роста долговой нагрузки. ФСК ЕЭС -19 и -11 также предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 150 б.п. Потенциал сужения доходности выпусков Роснефти на вторичном рынке, на наш взгляд, может ограничиваться дальнейшим развитием событий вокруг сделки по приобретению ТНК-ВР.

Предыдущие публикации по теме:

11 октября 2012 г. – Роснефть – Солидная премия от качественного эмитента. Размещение дебютного выпуска облигаций, отчетность по МСФО за 1 п/г 2012 г..

http://www.uralsibcap.ru/products/download/121011_FI_Rosneft_Debut%20Issue.pdf?docid=13813&lang=ru

Благоприятные макроэкономические условия способствовали росту основных показателей

Финансовые результаты Роснефти по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	9 мес. 2011	2011	1 п/г 2012	9 мес. 2012
Выручка	1 472	1 915	1 954	2 702	1 466	2 268
Операционная прибыль	257	380	338	433	147	279
EBITDA	429	584	498	646	254	445
Чистая прибыль	155	301	247	319	104	285
Операционный денежный поток	355	478	369	487	219	379
Инвестиционный денежный поток	(291)	(379)	(272)	(394)	(226)	(331)
Финансовый денежный поток	(45)	(32)	(99)	(56)	(24)	31
Капитальные инвестиции	(235)	(264)	(258)	(391)	(239)	(344)
Свободный ден. поток	120	214	111	96	(20)	35
Денежные средства	60	127	127	166	138	240
Совокупный долг	709	716	684	748	825	884
в т.ч. краткосрочный долг	237	167	158	152	136	115
Чистый долг	649	589	557	582	687	644
Основные средства	1 983	2 051	2 094	2 231	2 376	2 399
Собственный капитал	1 515	1 791	2 042	2 069	2 066	2 256
Активы	2 725	3 015	3 260	3 377	3 518	3 783
Коэффициенты						
Рентабельность EBITDA, %	29,1	30,5	25,5	23,9	17,3	19,6
Операционная рентабельность, %	17,5	19,8	17,3	16,0	10,0	12,3
Долг / EBITDA	1,7	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Чистый долг / EBITDA	1,5	1,0	0,8	0,9	1,2	1,1
Долга краткосрочных займов, %	33,4	23,3	23,1	20,3	16,5	13,0
Собственный капитал / Активы	55,6	59,4	62,6	61,3	58,7	59,6

* 2009, 2010 гг. и 9 мес. 2011 г. по по US GAAP

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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 Чургов, 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 оферта или предложение делать оферты. 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