

СЛАБЫЕ КВАРТАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ; КОНТРОЛИРУЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Финансовые результаты за 4 кв. и 2012 г. по МСФО

Низкая эффективность распределения потоков продукции, резкий рост административно-хозяйственных и операционных расходов. В пятницу Роснефть представила результаты за 4 кв. 2012 г. по МСФО и провела телефонную конференцию. Выручка за квартал практически не изменилась, увеличившись на 5% год к году до 810 млрд руб. EBITDA снизилась на 14% за квартал и на 9% год к году до 164 млрд руб., а чистая прибыль упала на 69% за квартал до 57 млрд руб. Основные причины негативной динамики: 25-процентное повышение операционных расходов в сегменте переработки (несмотря на отсутствие роста объемов производства и сокращение продаж нефтепродуктов), резкое увеличение административно-хозяйственных расходов и заметное снижение продаж на внутреннем рынке (при этом рентабельность российских операций выросла сильнее по сравнению с динамикой показателя на экспортных рынках). И хотя существенный рост административно-хозяйственных расходов является разовым событием и не вызывает у нас особого беспокойства, ситуация с операционными издержками внушает тревогу. Компания объясняет увеличение данной статьи системой учета запасов продукции FIFO (эта же причина указывалась и во 2 кв. 2012 г.) и не считает это долгосрочным явлением, однако рост удельных операционных расходов год к году почти на 15% в рублевом выражении свидетельствует об обратном.

Свободный денежный поток под давлением капзатрат. Операционный денежный поток за октябрь–декабрь составил 137 млрд руб., снизившись за квартал на 14% (160 млрд руб. в 3 кв. 2012 г.), при этом капзатраты возросли на 16% до 122 млрд руб., что оказало давление на свободный денежный поток (15 млрд руб. против 55 млрд руб. кварталом ранее). В настоящее время Роснефть реализует инвестиционную программу по модернизации НПЗ (до 2015–2016 гг.), требующую ежегодных капитальных вложений на уровне 17–18 млрд долл. (без учета ТНК-ВР). В результате мы ожидаем, что свободный денежный поток компании в среднесрочной перспективе будет оставаться минимальным (в пределах 1 млрд долл.). Кроме того, сохраняется необходимость выплачивать солидные дивиденды (25% чистой прибыли по МСФО), что ограничивает возможности компании в части сокращения объема обязательств.

Долговая нагрузка остается комфортной... Совокупный долг Роснефти на конец 2012 г. составил 963 млрд руб. (+29% с начала года, +9% за 4 кв.), при этом долговая нагрузка по-прежнему комфортная – коэффициенты Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA равны 1,6 и 1,1 соответственно против 1,5 и 1,1 на конец сентября (1,1 и 0,9 на конец 2011 г.). Доля краткосрочного долга не превышает 13% (126 млрд руб.) и с лихвой покрывается денежными средствами (300 млрд руб.) на балансе. Во 2 п/г 2012 г. Роснефть привлекла 120 млрд руб. от синдиката российских и зарубежных банков (сроком на 2–5 лет), а в 4 кв. успешно дебютировала на рынке внешнего долга, разместив два транша еврооблигаций на общую сумму 3 млрд долл. (91 млрд руб.).

...а ее ожидающийся рост вследствие закрытия сделки по приобретению ТНК-ВР не вызывает опасений. Исходя из условий сделки, закрытие которой запланировано на 1 п/г 2013 г., Роснефть потратит на выкуп долей в ТНК-ВР у ее нынешних акционеров порядка 45 млрд долл. (17 млрд долл. за пакет ВР и 28 млрд долл. за долю ААР). По нашей предварительной оценке, в результате этой покупки отношение Чистый Долг/EBITDA Роснефти повысится до 2, что не вызывает опасений. В конце декабря для реализации заявленных целей компания договорилась о привлечении кредитов на сумму 16,8 млрд долл. (4,1 млрд долл. на пять лет и 12,7 млрд долл. на два года). Принимая во внимание короткие сроки этих заимствований, мы не исключаем, что Роснефть постарается частично рефинансировать их на публичном рынке в случае сохранения благоприятной конъюнктуры.

Рублевые выпуски по-прежнему спекулятивно интересны. В целом кредитный профиль эмитента сохраняет устойчивость, а государство как основной акционер при необходимости обеспечит поддержку в закрытии сделки по приобретению ТНК-ВР. В прошедшем году компания отметилась громким дебютом на рынках публичного долга, разместив два рублевых (Роснефть-4, -5 на общую сумму 20 млрд руб.) и два еврооблигационных займа (ROSNRM'17 и '22 на 3 млрд долл.). Рублевые выпуски торгуются с доходностью 7,84% на 57 месяцев и спредами к кривой РФЗ в размере 150–

Обращающиеся выпуски

(Bloomberg)

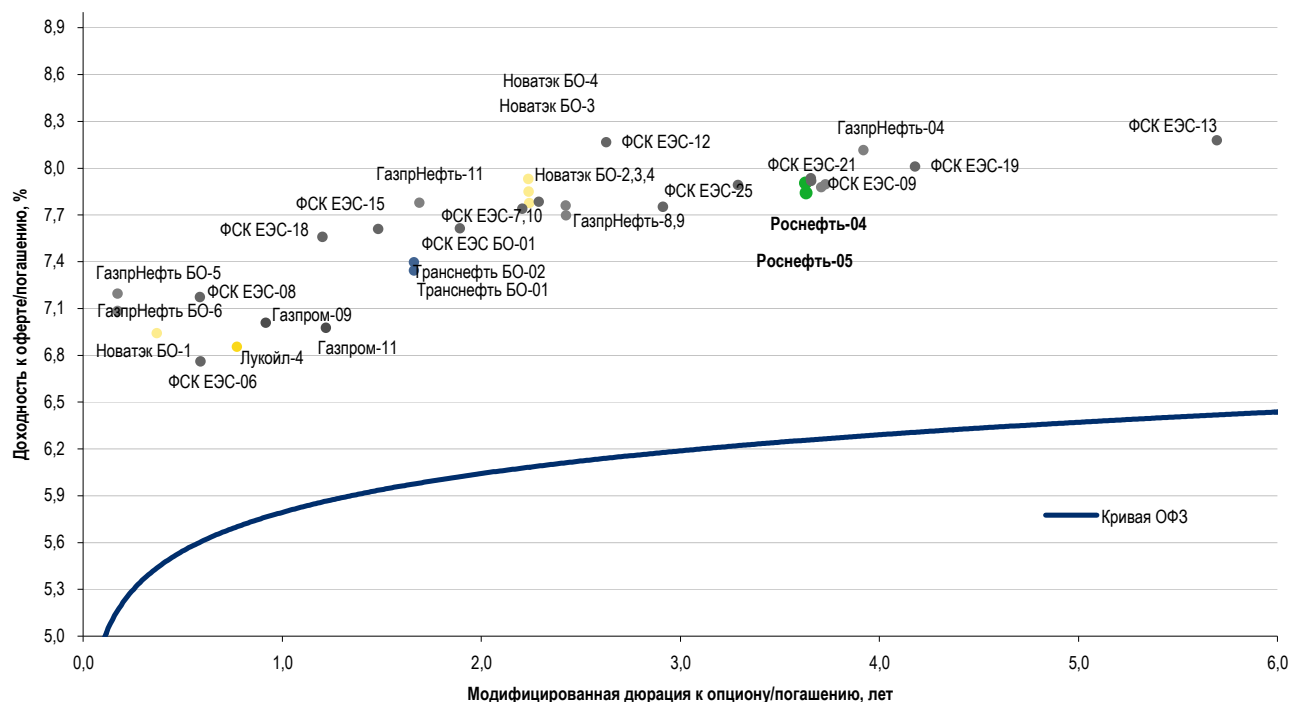
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Rosneft '17	1 000 \$	3,15	6 мар 17	3,08
Rosneft '22	2 000 \$	4,20	6 мар 22	4,16
Роснефть-04	10 000 R	8,60	27 окт 17	7,86
Роснефть-05	10 000 R	8,60	27 окт 17	7,89

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

160 б.п. В сегменте квазисуверенных заемщиков с инвестиционным рейтингом выпуски Роснефти, по нашему мнению, выглядят привлекательнее бумаг ФСК (BBB/Baa3/-): обе компании обладают схожей структурой акционерного капитала, однако долговая нагрузка Роснефти даже после покупки ТНК-ВР будет ниже, чем у ФСК, реализующей масштабную инвестиционную программу. Еврооблигации ROSNRM'17 (УТМ 3,08%) и '22 (УТМ 4,16%), на наш взгляд, оценены справедливо и не представляют спекулятивного интереса.

Бумаги Роснефти остаются спекулятивно привлекательными на фоне растущего спроса на качественный долг

Доходности рублевых облигаций ряда эмитентов первого эшелона



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты Роснефти

МСФО, млрд руб.

	2009	2010	9 мес.11	2011	1 п/г 12	9 мес.12	2012
Выручка	1 472	1 915	1 955	2 718	1 466	2 268	3 078
Операционная прибыль	257	380	367	449	147	279	382
EBITDA	429	584	498	662	254	445	609
Чистая прибыль	155	301	276	319	104	285	342
Операционный денежный поток	355	478	369	487	219	379	516
Денежный поток от инвест. деят.	(291)	(379)	(272)	(394)	(226)	(331)	(445)
Денежный поток от фин. деят.	(45)	(32)	(99)	(56)	(24)	31	68
Капзатраты	(235)	(264)	(258)	(391)	(239)	(344)	(466)
Свободный денежный поток	120	214	111	96	(20)	35	50
Денежные средства	60	127	127	166	138	240	296
Совокупный долг	709	716	684	748	825	884	963
в т.ч. краткосрочный долг	237	167	158	152	136	115	126
Чистый долг	649	589	557	582	687	644	667
Основные средства	1 983	2 051	2 094	2 231	2 376	2 399	2 461
Собственный капитал	1 515	1 791	2 042	2 069	2 066	2 256	2 266
Активы	2 725	3 015	3 260	3 377	3 518	3 783	3 858
Коэффициенты							
Рентабельность по EBITDA, %	29,1	30,5	25,5	24,4	17,3	19,6	19,8
Операционная рентабельность, %	17,5	19,8	18,8	16,5	10,0	12,3	12,4
Долг / EBITDA	1,7	1,1	1,0	1,1	1,4	1,5	1,6
Чистый долг / EBITDA	1,5	0,9	0,8	0,9	1,2	1,1	1,1
Доля краткосрочного долга, %	33,4	23,3	23,1	20,3	16,5	13,0	13,1
Собственный капитал / Активы	55,6	59,4	62,6	61,3	58,7	59,6	58,7

*с 2011 г. по МСФО, 2009–2010 гг. по US GAAP

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.	EBITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	Коефф. 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	
	Роснефть	63 047	19 096	30,3	8 931	1,7	23 555	1,2	0,7	2,0	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	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5	
	SonocoPhillips	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4	
	ExxonMobil	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4	
	Развивающиеся страны											
CNOOC	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7		
MOL	20 738	2 438	11,8	1 463	1,1	5 820	2,4	1,8	1,2	0,4		
Petrobras	120 508	33 742	28,0	45 008	0,7	69 847	2,1	0,9	1,9	0,6		
2011	Газпром	BBB/Baa1/BBB	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	91 975	21 876	23,8	13 246	1,2	22 793	1,1	0,6	2,0	0,6
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	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/BB	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
	Развитые страны											
	Chevron	AA/Aa1/-	236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	- 0,1	1,6	0,6
	SonocoPhillips	A/A1/A	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	AA-/Aa3/-	37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	- 0,5	1,9	0,7	
MOL	BB+/-/BBB-	26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
Petrobras	BB+/-/BBB-	146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
1 кв 12	Газпром	BBB/Baa1/BBB	72 967	25 158	34,5	21 498	1,1	46 531	0,9	0,6	1,7	0,7
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	23 690	4 052	17,1	2 037	1,9	6 640	0,8	0,5	1,9	0,6
	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	47 960	8 310	17,3	7 819	0,9	25 139	1,4	1,0	1,7	0,6
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	67 858	8 716	12,8	5 327	1,3	8 855	0,5	0,3	1,9	0,7
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	30 300	5 877	19,4	2 661	2,5	7 200	0,6	0,4	1,3	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	11 820	5 600	47,4	2 790	1,0	17 387	1,8	1,6	3,6	0,6
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	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
	Башнефть	-/Ba2/BB	8 005	1 587	19,8	436	2,7	3 930	1,2	1,1	1,8	0,5
	Татнефть	-/BA2/BB+										
2012	Роснефть	BBB-/Baa1/BBB	99 053	19 598	197,9	14 996	1,1	31 706	1,6	1,1	2,1	0,6

Источники: данные компаний, 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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/ 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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2013