

РУССНЕФТЬ (NR): «ВСЕ ИДЕТ НОРМАЛЬНО»

«Все идет нормально» – именно эта фраза главы совета директоров Русснефти А.Корсика стала лейтмотивом состоявшейся сегодня встречи с банками-кредиторами и держателями облигаций. Это был основной «message», который, как нам показалось, Русснефть попыталась донести до кредиторов в условиях ограниченных возможностей по раскрытию информации.

Сегодняшней встречей компания прервала достаточно длительный период молчания. Насколько мы поняли, главной целью мероприятия было успокоить кредиторов, дав понять, что «период выживания для Русснефти заканчивается и начинается период развития» (последняя часть предложения – еще одна почти дословная цитата г-на Корсика).

В то же время, компания была весьма скупа на описание деталей своего финансового профиля и попросила с пониманием отнестись к «табу» на любые комментарии по темам налоговых претензий и структуры собственности. Акцент в презентации был сделан на том, что с операционной деятельностью у Русснефти все очень неплохо, и работа идет в «штатном режиме».

Основным спикером на встрече был именно г-н Корсик; помимо него присутствовало немало представителей менеджмента компании. Вот основные моменты, которые мы зафиксировали по итогам мероприятия:

Операционный / бизнес-профиль:

- В Русснефти существенно обновлена команда менеджмента, удалось привлечь целый ряд высококвалифицированных специалистов (много выходцев из Сибнефти). По словам г-на Корсика, из желающих работать в компании выстроилась «очередь», что косвенно свидетельствует о позитивном восприятии со стороны текущего положения и перспектив Русснефти;
- Русснефть является одной из трех российских компаний, которые в 2008 г. демонстрируют рост объемов добычи нефти (две другие – Татнефть и Роснефть);
- Ключевые планы на ближайшее время включают в себя завершение формирования команды менеджеров; приведение в порядок лицензионных соглашений; разработку новых месторождений; переход на современные технологии; модернизацию НПЗ; упрощение юридической структуры через консолидацию активов по региональному принципу (слишком много юр.лиц) и рефинансирование долгов;

Финансовый профиль:

- Ежемесячная выручка компании составляет в среднем примерно 800-900 млн. долл.; ежемесячный показатель EBITDA – примерно 4 млрд. руб. (170 млн. долл.), ежемесячная чистая прибыль – около 2 млрд. руб. (85 млн. долл.). Это фактически все, что было сказано по поводу генерируемых компанией денежных потоков (что-то было просто графически изображено на слайдах). Таким образом, годовую консолидированную выручку компании мы оцениваем на уровне 10 млрд. долл., EBITDA – 2 млрд. долл., показатель EBITDA margin – около 20%. Как было отмечено, центрами выручки и прибыли являются ОАО «Русснефть», а также ключевые операционные «дочки».
- Объем долга компании на начало 2008 г. составлял около 3.6 млрд. долл., сейчас – около 3.4 млрд. долл.; к концу года эта цифра может опуститься до 3 млрд. долл. Таким образом, основываясь на

данных компании, мы оцениваем текущее соотношение «Долг/EBITDA годовая» около 1.7х – это весьма умеренный уровень долговой нагрузки;

- В структуре долга около 90% – это заимствования, погашаемые в 2009-2010 гг. (около 90%), что является хорошей новостью для держателей облигаций, оферта по которым наступает в декабре 2008 г. Примерно 60% финансовой задолженности Русснефти приходится на Сбербанк и Glencore.
- Капвложения на 2008 г. запланированы на уровне 20 млрд. руб. (2007 г. – 13 млрд.); все они будут финансироваться исключительно за счет собственных средств, т.е. операционного денежного потока. Уровень гибкости в рамках инвестиционного бюджета (т.е. возможности отложить часть сарех'а) невысок, т.к. расходы обусловлены в основном необходимостью выполнять лицензионные соглашения;
- Возникшая налоговая задолженность за прошлые годы последовательно погашается; соответствующая информация регулярно предоставляется банкам-кредиторам. Насколько мы понимаем, уже погашено более половины из предъявленных претензий;
- Русснефть надеется на рефинансирование основной финансовой задолженности. Это же касается и облигационного займа – ближе к дате оферты компания обсудит с инвесторами возможность сохранения выпуска в обращении через выставление адекватного риску купона на последующие периоды. В то же время, компания понимает, что может получить обратно все облигации объемом 7 млрд. руб. и зарезервирует соответствующие средства (из операционного денежного потока).

Раскрытие информации:

- Пока компания не готова размещать в открытом доступе консолидированную отчетность. В то же время г-н Корсик и другие представители Русснефти говорили, что уже осенью компания может стать более открытой и прозрачной. Из комментариев было понятно, что менеджмент ожидает каких-то знаковых позитивных событий и новостей о компании в ближайшие 2-3 месяца.

НАШИ ВПЕЧАТЛЕНИЯ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Нам показалось, что у кредиторов в итоге остались умеренно-позитивные впечатления от встречи. Мы тоже склонны скорее верить сделанным сегодня заявлениям и комментариям представителей Русснефти. Мы думаем, что ситуация в компании действительно стабилизируется, и Русснефть начинает выстраивать спокойный диалог с кредиторами. Вместе с тем, мы понимаем, что риски, связанные с возможными неблагоприятными действиями регулирующих органов, как в части налогов, так и в части структуры собственности, не исчезли.

Облигации Русснефти сейчас торгуются около 90.0% от номинала, что соответствует доходности в 40% к декабрьской оферте. На наш взгляд, вероятность дефолта по облигациям несколько ниже той, на которую указывают их котировки и доходность. Однако очевидно, что покупать эти бумаги следует лишь инвесторам с высоким аппетитом к риску.

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kuchеров@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com		

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.