



Утренний Express-О

2 декабря 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Транснефть (Ваа2/ВВВ-/-): отчетность за 9 мес. 2014 г. по МСФО.

## Транснефть (Ваа2/ВВВ-/-): отчетность за 9 мес. 2014 г. по МСФО.

Транснефть в целом нейтрально отчиталась за 9 мес. 2014 г. по МСФО. Основные показатели – выручка и EBITDA – остались почти неизменными, показав незначительный рост на 2,2% до 573,9 млрд руб. и на 0,6% до 266,5 млрд руб. соответственно на фоне увеличения реализации нефти, главным образом Роснефти в рамках договора о поставках в КНР. Слабым моментом отчетности стало сокращение операционного денежного потока на 25,4% до 189,1 млрд руб. из-за изменений в оборотном капитале. Коэффициенты долговой нагрузки остались почти неизменными: метрика Долг/EBITDA – 1,7х против 1,65х на конец 2013 г. Мы не ожидаем выраженной реакции в еврооблигациях Транснефти на публикацию отчетности – бумаги, скорее, будут двигаться вместе с рынком. Рублевые облигации низколиквидные и вряд ли могут представлять интерес, также как и недавно размещенный выпуск Транснефти БО-03 – торгуется вблизи номинала.

*Транснефть отчиталась за 9 мес. 2014 г. по МСФО – в целом нейтрально...*

*Выручка увеличилась на 2,2% до 573,9 млрд руб., EBITDA - на 0,6% на 266,5 млрд руб...*

*Долговая нагрузка осталась почти неизменной – Чистый долг/EBITDA составил 1,44х против 1,35х на конец 2013 г...*

*Немного ухудшилась структура долга за счет наращивания его короткой части...*

**Комментарий.** Транснефть представила в целом нейтральные результаты за 9 мес. 2014 г. по МСФО.

Выручка компании увеличилась на 2,2% до 573,9 млрд руб. за счет увеличения реализации нефти, главным образом Роснефти в рамках договора о поставках в КНР. Показатель EBITDA остался почти неизменным, показав рост на 0,6% до 266,5 млрд руб., при этом EBITDA margin составила 46,4% («-0,8 п.п.» г/г). Отметим, что рост выручки был отчасти нивелирован повышением себестоимости реализованной нефти, увеличением расходов на электроэнергию. Свой негативный вклад внес и убыток по курсовым разницам, составивший 131,1 млрд руб. на фоне девальвации рубля.

Слабым моментом финансовых результатов Транснефти стало сокращение операционного денежного потока – на 25,4% до 189,1 млрд руб. на фоне изменений в оборотном капитале (увеличился отток средств в рамках перечислений поставщикам, работникам, налоговых выплат), что вкуче с наращиванием капзатрат («+31,8%» г/г) привело к отрицательному свободному денежному потоку.

Долговая нагрузка тем временем осталась почти неизменной: общий долг возрос на 3,8% к 2013 г. до 602,5 млрд руб., при этом его короткая часть составила 28%, или 167,3 млрд руб. Вместе с тем денежные средства на счетах на конец 3 кв. 2014 г. покрывали лишь 54,4% короткой части долга. Однако мы полагаем, что Транснефть, учитывая стабильное кредитное качество компании (коэффициент Чистый долг/EBITDA составил 1,44х против 1,35х в 2013 г., а Долг/EBITDA – 1,7х против 1,65х соответственно) сможет безболезненно рефинансировать краткосрочные кредиты и займы. Так, к примеру, в октябре Транснефть смогла разместить облигационный выпуск БО-03 на 15 млрд руб. под ставку 11% годовых (УТР 11,3%/1,5 г.). Кроме того, ранее президент Транснефти Н. Токарев заявил о том, что компания не нуждается в помощи за счет средств ФНБ.

2 декабря 2014

Показатели Транснефти по МСФО			
млрд руб.	9 мес. 2013 г.	9 мес. 2014 г.	% изм.
Выручка	561,6	573,9	2,2%
ЕБИТДА	264,9	266,5	0,6%
Чистая прибыль	128,6	116,6	-9,4%
маржа по ЕБИТДА	47,2%	46,4%	-0,8 п.п.
маржа по Чистой прибыли	22,9%	20,3%	-2,6 п.п.
Операционный ден. поток	253,5	189,1	-25,4%
Своб. ден. поток	104,9	-6,9	-
	на 31 дек. 2013 г.	на 30 сент. 2014 г.	% изм.
Активы	2 116,6	2 247,3	6,2%
Денежные средства	104,7	91,4	-12,7%
Долг	580,6	602,5	3,8%
краткосрочный	96,0	167,3	74,3%
долгосрочный	484,6	435,2	-10,2%
Чистый долг	475,8	511,0	7,4%
Долг/ЕБИТДА	1,6	1,7	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,3	1,4	-

Источник: Данные компании, расчеты PSB Research

**Мы ожидаем переноса сроков некоторых инвестиционных проектов, что может снизить инвестиционную нагрузку на компанию...**

**Таким образом могут высвободиться дополнительные средства на выплату долгов, к тому же комфортные кредитные метрики должны помочь Транснефти в рефинансировании короткого долга**

Вдобавок, можно ожидать сокращения инвестпрограммы компании в среднесрочной перспективе, что позволит высвободить больше собственных средств для выплаты долгов. В декабре 2013 г. Транснефть оценивала инвестпрограмму на 2014-2018 гг. в 458 млрд руб., однако после рекомендаций Минэнерго об увеличении капиталовложений, объемы и временной горизонт инвестиционной программы в феврале этого года были расширены – до 1,99 трлн руб. до 2020 г. По словам, Н.Токарева расчеты носят предварительный характер.

Однако стоит отметить, что обе оценки объявлялись еще до ухудшения ситуации на геополитической арене и существенного снижения цен на нефть, что может повлиять на реализацию некоторых проектов. Так, неопределенными пока остаются перспективы ввода ключевых проектов инвестиционной программы: Заполярье-Пурпе (стоимость около 211 млрд руб., ввод в 2016 г.) и Куямба-Тайшет (оценивается в 135 млрд руб., ввод в 2016 г.) ввиду того, что нефтяные компании, возможно, не смогут обеспечить заявленные ранее объемы нефти. О возможной консервации этих нефтепроводов в ноябре, по сообщениям СМИ, заявлял заместитель вице-президента Транснефти И. Кацал. И мы можем ожидать переноса сроков сдачи этих проектов, что должно уменьшить инвестиционную нагрузку на компанию в среднесрочной перспективе.

Резюмируя, мы оцениваем результаты Транснефти как в целом нейтральные, однако в будущем падение цен на нефть может оказывать давление на нефтяную отрасль в целом, что в конечном итоге отразится на объемах прокачки нефти и нефтепродуктов, соответственно и на финансовых показателях компании. Так, в частности глава Роснефти И.Сечин в СМИ заявлял, что потенциал России по сокращению добычи при низкой цене на нефть будет составлять около 200-300 тыс. баррелей в сутки, а цена на «черное золото» может достичь 60 долл./барр. и ниже.

Что касается бумаг Транснефти, то еврооблигации компании, скорее всего, будут двигаться вместе с российским рынком на новостях о ценах на нефть и с геополитической арены. В свою очередь, рублевые облигации Транснефти не отличаются высокой ликвидностью и вряд ли могут представлять интерес, также как и недавно размещенный выпуск Транснефть БО-03, который торгуется вблизи номинала.



2 декабря 2014

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Дмитрий Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

**ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ****Роман Османов**

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

**Николай Фролов**

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

**Борис Холжигитов**

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Александр Сурпин**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили**

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ****Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин**

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков**

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов**

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

2 декабря 2014

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.