

## ПОКАЗАТЕЛИ ОЖИДАЕМЫ, НЕЙТРАЛЬНЫ ДЛЯ КОТИРОВОК ОБЛИГАЦИЙ

### Результаты за I квартал 2010 г. по МСФО

**В целом нейтральные результаты.** В пятницу Транснефть опубликовала неаудированную финансовую отчетность за I квартал 2010 г. по МСФО. Мы считаем представленные результаты нейтральными для котировок облигаций компании. Выручка увеличилась на 21% относительно I квартала 2009 г. и на 8% относительно предыдущего квартала до 102,7 млрд руб., EBITDA выросла на 3% и 4% до 58,1 млрд руб. Ключевыми факторами роста финансовых показателей компании стала консолидация Транснефтепродукта, доля которого в выручке Транснефти составляет теперь 7%, а также повышение тарифов на транспортировку углеводородов в начале 2010 г. (тариф на транспортировку нефти вырос на 15,9%, нефтепродуктов – на 7,3%). Затраты в I квартале 2010 г. увеличились на 53,4% с уровня годичной давности и на 14% относительно предыдущего квартала – также за счет включения показателей Транснефтепродукта в отчетность Транснефти. Крупнейшие составляющие операционных издержек, затраты на персонал и электроэнергию, выросли вследствие повышения зарплат и инфляции цен на электроэнергию соответственно. Норма EBITDA Транснефти отразила квартальное снижение на 2,2 п.п. до 58,7%. Негативное влияние на рентабельность оказало появление у компании новой затратной статьи: после введения в эксплуатацию ВСТО-1 в конце 2009 г. возникли затраты на транспортировку нефти ж/д транспортом от Сковородино до Козьмино (участок, который впоследствии будет соединен трубопроводом ВСТО-2). Расходы по этой статье в отчетном периоде составили 3,7 млрд руб.

**На долговом фронте без перемен.** В I квартале 2010 г. Транснефть не осуществляла новых крупных заимствований. Совокупный долг компании на отчетную дату сократился на 2,2% относительно конца 2009 г. и составил 541 млрд руб., отношение Долг/EBITDA снизилось с 2,6 до 2,5. Мы не придаем особого значения показателю чистого долга компании, который за I квартал вырос на 3,7% до 280 млрд долл., так как значительная денежная позиция эмитента (261 млрд руб. по состоянию на отчетную дату) объясняется тем, что Транснефть еще просто не успела вложить привлеченные ранее средства в реализуемые инвестиционные проекты. Ранее представители Транснефти сообщали нам, что в 2010 г. компания не предполагает привлекать новые кредиты, а лишь выберет оставшуюся часть (1 млрд долл.) кредита Банка развития Китая в размере 10 млрд долл., который был привлечен на строительство ответвления от ВСТО-1 (от Сковородино) до границы КНР. Данный проект предполагается завершить в нынешнем году. Напомним, что кредит от Банка развития Китая имеет плавающую ставку, привязанную к LIBOR, срок погашения обязательства – 20 лет (погашение начинается с пятого года действия кредитного договора и осуществляется равными долями). Следует отметить, что Транснефть зарегистрировала семь выпусков биржевых облигаций общим объемом 119 млрд руб., поступления от размещения которых предполагает направить на финансирование проекта по строительству ВСТО-2. Мы не исключаем, что часть бумаг может быть предложена рынку в нынешнем году.

### Финансовые результаты Транснефти, МСФО, млн руб.

	2008	2009	I кв. 2010	I кв. 2009	Изм. за год, %
Выручка	274 977	351 051	102 785	85 190	20,7
ЕБИТДА	160 798	216 419	58 096	56 150	3,5
Чистая прибыль	72 067	121 867	34 834	19 208	81,4
Операц. ден. поток	119 657	163 776	41 864	37 269	12,3
Капвложения	(130 021)	(203 273)	(41 407)	(35 100)	18,0
Свободный ден. поток	(10 364)	(39 497)	457	2 169	(78,9)
					Изм. за кв., %
Совокупный долг	255 737	553 288	540 906	-	(2,2)
Краткосрочный долг	64 140	11 336	12 499	-	10,3
Денежные средства	60 565	283 658	261 266	-	(7,9)
Чистый долг	195 172	269 630	279 640	-	3,7
Собственный капитал	559 897	681 396	716 230	-	5,1
Активы	963 129	1 419 747	1 472 775	-	3,7
Рентаб. по EBITDA, %	58,5	61,6	56,5	65,9	
EBITDA/Проц. расх	15,8	12,7	14,3	13,4	
Долг/EBITDA*	1,6	2,6	2,5	-	
Чистый долг/EBITDA*	1,2	1,2	1,3	-	
Долг/Собств. капитал	0,5	0,8	0,8	-	

\* EBITDA рассчитана за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Свободный денежный поток вышел в положительную зону, однако это временное явление.** По итогам I квартала 2010 Транснефть получила положительный свободный поток в размере 457 млн руб. против отрицательного значения показателя на уровне 18 млрд руб. в IV квартале 2009 г. В то же время значительный объем капитальных затрат, по нашему мнению, продолжит оказывать давление на денежные потоки Транснефти в последующие отчетные периоды. Напомним, что, согласно годовой отчетности, свободный денежный поток эмитента остается отрицательным с 2006 г. и, как нам сообщили представители Транснефти, показатель по итогам 2010 г. также будет отрицательным. В настоящее время компания участвует в ряде весьма капиталоемких проектов (ВСТО, БТС-2), призванных диверсифицировать маршруты транспортировки нефти на экспорт. В 2010 г. объем капитальных затрат эмитента, по нашей оценке, основанной на ряде прогнозов менеджмента, почти не изменится по сравнению с 2009 г. и составит порядка 210 млрд руб. Половина этой суммы придется на реализуемый компанией проект по строительству ВСТО-2, общий объем инвестиций в который оценивается в 350 млрд руб.

**Прогноз «стабильный».** Структура долга эмитента представляется нам исключительно благоприятной (долгосрочные займы формируют около 98% общего долгового портфеля). По нашей оценке, с учетом привлечения последнего 1 млрд долл. из лимита по кредиту Банка развития Китая отношение долг/ЕБИТДА Транснефти на конец 2010 г. не превысит уровня 2,8. Возможное размещение биржевых рублевых облигаций может увеличить данный коэффициент. В целом мы продолжаем рассматривать Транснефть как исключительно надежного заемщика, отвечающего критериям присвоения рейтингов инвестиционного уровня. У нас нет сомнений, что правительство продолжит оказывать компании всестороннюю поддержку в реализации ее масштабных инвестиционных проектов как посредством как тарифного регулирования, так и помощи в привлечении финансирования.

**Евробонды Транснефти не представляют интереса на фоне кривой Газпрома.** Еврооблигации Транснефти традиционно торгуются с дисконтом в размере около 40–60 б.п. к кривой доходностей Газпрома (BBB/Vaa1/BBB), что мы объясняем в первую очередь меньшим предложением новых бумаг Транснефти и их более низкой ликвидностью. То же самое относится и к рынку CDS: пятилетние CDS на риск Транснефти сейчас котируются на уровне 235 б.п. против 287 б.п. за риск Газпрома. Делая выбор между еврооблигациями двух эмитентов, мы отдаем предпочтение более высокодоходным долговым обязательствам Газпрома. В то же время мы считаем, что для инвесторов с высоким «аппетитом» к российским корпоративным бумагам квазисуверенного статуса, облигации Транснефти – неплохая возможность диверсифицировать кредитный риск Газпрома.

## 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Аналитическое управление

#### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикина, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/

#### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. 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 2010