

СНИЖЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Финансовые результаты I полугодия 2010 г. по US GAAP

Выручка растет, а рентабельность снижается. В четверг Татнефть опубликовала довольно слабую отчетность за II квартал и I полугодие 2010 г. по US GAAP. Выручка компании за полугодие увеличилась на 30,9% (здесь и далее показатели сравниваются с уровнями годичной давности) до 214,6 млрд руб., в основном благодаря выросшим ценам на нефть. Средние котировки марки Urals в I полугодии 2010 г. поднялись на 49,5% год к году до 76,1 долл./барр., а объемы добычи нефти и газа эмитентом за этот период остались практически на тех же уровнях, что и год назад. Несмотря на благоприятную ситуацию с ценами на энергоносители, из-за опережающего роста расходов EBITDA Татнефти снизилась на 33,1% до 30 млрд руб. Это обусловлено тем, что в структуре продаж экспорт нефти занимает около 60%, и поэтому сильное давление на рентабельность оказывали существенно увеличившиеся выплаты экспортных пошлин и налога на добычу полезных ископаемых (+78,6% до 101 млрд руб.). Также значительно повысились тарифы на транспортировку нефти через систему магистральных трубопроводов Транснефти (+17,3% до 8 млрд руб.). Крупной строкой расходов являются закупки компанией нефти и нефтепродуктов – в I полугодии их объем вырос на 67,9% до 27 млрд руб., что объясняется как увеличением физических объемов, так и ростом цен. Чистая рентабельность упала до 13,9% в I полугодии 2010 г. с 27,1% в том же периоде 2009 г. – основной причиной стали крупные убытки от курсовых разниц, поскольку большая часть кредитного портфеля эмитента номинирована в валюте.

Ключевые финансовые показатели ОАО "Татнефть"

Отчетность за I полугодие 2010 г. по US GAAP, млрд. руб.

	I п/г 09	2009	I п/г 10	Изм. I п/г 10 / I п/г 09	Изм. I п/г 10 / 2009
Выручка	164	381	215	30,9	
Стоимость приобретенной нефти	(16)	(38)	(27)	67,9	
Транспортные расходы	(7)	(14)	(8)	17,3	
Налоги, кроме налога на прибыль	(57)	154	(101)	78,6	
EBITDA	44	83	30	(33,1)	
Убыток по курсовым разницам	(1)	(1)	(4)	561,5	
Чистая прибыль	30	54	16	(46,6)	
Денежные средства		13	24		84,4
Краткосрочные кредиты		71	22		(69,5)
Итого текущие обязательства		111	76		(31,7)
Долгосрочные кредиты		17	88		429,9
Итого долговые обязательства		71	147		106,4
Итого акционерный капитал		314	317		1,2
Активы		496	540		9,0
Финансовые долг, в т.ч.		88	110		24,8
Долгосрочные кредиты		17	88		429,9
Краткосрочные кредиты		71	22		(69,5)
Чистый долг		75	86		14,6
EBITDA, %	27,1	21,8	13,9		
Чистая прибыль, %	18,1	14,3	7,4		
ФД / EBITDA		1,1	1,8		
ЧД / EBITDA		0,9	1,4		
Краткоср-е обяза-ва / ФД		0,8	0,2		
ФД / Активы		0,2	0,2		

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Хотя долг растет, улучшается его структура. Кроме снижения операционной эффективности следует отметить увеличение долговой нагрузки Татнефти. Потребности компании в финансировании остаются высокими из-за инвестиционных расходов на строительство Нижнекамского нефтекомплекса. Учитывая, что денежный поток от основной деятельности уменьшился до 28,4 млрд руб., а объем капитальных вложений составил 39,4 млрд руб., компании пришлось увеличить программу заимствований. В результате за отчетное полугодие финансовый долг Татнефти вырос на 24,8% до 110 млрд руб., а отношение финансового долга к EBITDA увеличилось с 1,1 на конец 2009 г.

до 1,8 в конце I полугодия 2010 г. В то же время благодаря выросшему объему денежных средств на счетах отношение Чистый долг/ЕБИТДА за тот же период увеличилось не так сильно – с 0,9 до 1,4. Также заслуживает внимания значительное улучшение структуры долга. Как мы уже отмечали 21 сентября 2010 г. в комментарии к первичному размещению Татнефть БО-1, компания летом текущего года рефинансировала крупный синдицированный кредит объемом 2 млрд долл. новым займом из трех траншей сроками три, пять и семь лет. Благодаря этому доля коротких долгов значительно снизилась и по итогам полугодия составила 20% от объема финансового долга, что представляется нам вполне комфортным уровнем. Кроме того, уже после отчетной даты компании удалось договориться о снижении ставок по другому синдицированному кредиту, что говорит о хорошем отношении банков к Татнефти. По итогам года долговая нагрузка может остаться на высоком уровне, так как в отчетности будет учитываться размещенный в сентябре дебютный выпуск биржевых облигаций, а потенциала существенного повышения рентабельности пока не видно. Но в целом, несмотря на некоторое ухудшение отдельных показателей, поводов для беспокойства нет, поскольку кредитное качество эмитента остается достаточно высоким – отношение финансового долга к активам по итогам отчетного периода составило всего 20%.

Перспектив роста мы не видим. По нашему мнению, выпуск Татнефть БО-1, торгующийся в последние дни на уровне 7,2% с дюрацией около 2,68 года, сейчас перекуплен. Среди облигаций с аналогичными сроками сейчас гораздо привлекательнее выглядят выпуски Газпром нефти (BBB/Ваа3/BBB) и ЛУКОЙЛа (BBB-/Ваа2/BBB-), которые обладают более высокими рейтингами и отличаются гораздо лучшим финансовым состоянием. К примеру, Лукойл 04 с чуть более длинной дюрацией торгуется немного выше 7%. На этом же уровне находятся и чуть более короткие биржевые облигации Газпром нефти серий 05 и 06. Мы считаем, что текущая премия в 20 б.п. слишком мала для Татнефти. Справедливой компенсацией разницы в кредитном качестве, на наш взгляд, была бы премия в размере 50 б.п. Слабая отчетность за I полугодие и ожидания сохранения высокой долговой нагрузки ограничивают потенциал роста котировок единственного выпуска эмитента.

Сравнение ключевых финансовых показателей

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	Период	Выручка	ЕБИТДА	ЕБИТДА, %	Фин. долг	ФД / ЕБИТДА	ЧД/ЕБИТДА
Татнефть		381	83	21,8	88	1,1	0,9
Газпром нефть	2009	768	190	24,7	147	0,8	0,6
Лукойл		2 576	428	16,6	342	0,8	0,6
Татнефть		215	30	13,9	110	1,8	1,4
Газпром нефть	I п/г10	460	94	20,5	133	0,7	0,5
Лукойл		1 495	223	14,9	305	0,7	0,4

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

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 Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал 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