

НЕПЛОХАЯ ОТЧЕТНОСТЬ, ТРАНСНЕФТЬ ОЗ ПРИВЛЕКАТЕЛЕН

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по МСФО

Хорошие результаты в рамках ожиданий. Вчера Транснефть отчиталась по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. В целом результаты компании не преподнесли сюрпризов. Выручка в отчетном квартале оказалась близка к уровню 1 кв., снизившись на 1% до 147,3 млрд руб., так как во 2 квартале тарифы не индексировались, а объемы торговли нефтью, которую компания закупает у Роснефти и продает по долгосрочному контракту в Китай, сократились. Однако по отношению к уровням годичной давности года выручка росла быстрее – на 40% год к году во 2 кв. 2011 г. и на 42% год к году до 296,5 млрд руб. в 1 п/г, что, в свою очередь, объясняется как раз повышением тарифов в январе 2011 г. (на начало года средний тариф был выше показателя годичной давности на 13,8%) и увеличением продаж нефти (24,6 млрд руб. в 1 п/г 2011 г. против 3,7 млрд руб. в 1 п/г 2010 г.).

Торговля нефтью оказывает давление на рентабельность. EBITDA в отчетном квартале выросла на 6% за квартал и на 45% год к году до 74,8 млрд руб., в то время как полугодовой показатель поднялся на 33% с уровня 2 п/г 2010 г. до 145,4 млрд руб. Основное давление на операционную эффективность оказывают такие статьи как себестоимость проданной нефти, расходы на оплату труда и электроэнергию. И если две последних статьи во 2 кв. увеличивались гораздо медленнее выручки, что на фоне сокращения объемов продаваемой нефти привело к росту рентабельности по EBITDA до 51% с 47% в 1 кв. 2011 г., то по итогам 1 п/г 2011 г. показатель снизился до 49% с 53% в 1 п/г 2010 г. во многом благодаря увеличению низкомаржинальных продаж нефти в Китай. Чистая прибыль в отчетном квартале увеличилась на 47% за квартал и на 120% год к году, а по итогам января–июня выросла на 136% до 130,5 млрд руб. Столь существенная разница по отношению к 1 кв. 2011 г. и уровням прошлого года объясняется разовой прибылью в объеме 29 млрд руб., полученной в 1 кв. 2011 г. от продажи Приморского торгового порта Новороссийскому морскому торговому порту.

Долговая нагрузка снижается. Слабым местом компании в отчетном периоде, на наш взгляд, стали денежные потоки. На фоне снижения операционного денежного потока на 33% за квартал и на 61% год к году благодаря резкому увеличению оборотного капитала, свободный денежный поток во 2 кв. 2011 г. достиг минус 40,2 млрд руб., в связи с чем полугодовой показатель составил минус 48 млрд руб., что в полтора раза превышает его значение за весь 2010 г. Поскольку во 2 кв. 2011 г. компания не привлекала внешнего финансирования и обходилась собственными ресурсами, объем денежных средств на балансе снизился за апрель–июнь на 38% до 176,5 млрд руб. Долговая нагрузка находится на вполне комфортных уровнях. Благодаря снижению долга за 2 кв. 2011 г. на 1% до 551,3 млрд руб. и росту рентабельности отношение Долг/EBITDA по итогам полугодия опустилось до уровня 2,0 по сравнению с 2,2 в 1 кв. 2011 г. В тоже время значение коэффициента Чистый долг/EBITDA поднялось до 1,4 с 1,2 в 1 кв. 2011 г. Подушка ликвидности объемом 176 млрд руб. с запасом покрывает краткосрочный долг в размере 52,7 млрд руб. С другой стороны, учитывая темпы роста инвестиций и отрицательный свободный денежный поток компании, к концу следующего года ей, возможно, придется вновь привлекать внешнее финансирование.

Обращающиеся выпуски Транснефти

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть, %
Транснефть 01	10,00	20.05.2015	RUB	-
Транснефть 02	9,50	08.10.2015	RUB	-
Транснефть 03	9,90	25.03.2015	RUB	-
Transneft '12	6,10	27.06.2012	USD	2,11
Transneft '12	5,38	27.06.2012	EUR	3,12
Transneft '13	7,70	07.08.2013	USD	2,88
Transneft '14	5,67	05.03.2014	USD	3,69
Transneft '18	8,70	07.08.2018	USD	4,69

Источники: Bloomberg

Ключевые показатели Транснефти

МСФО, млрд руб.	2010		
	2009	2010	1 п/г 11
Выручка	351	448	296
EBITDA	216	239	145
Чистая прибыль	122	125	131
Рентабельность EBITDA, %	62	54	49
Чистая рентабельность, %	35	28	44
Операционный ден. поток	164	194	69
Капитальные инвестиции	(203)	(225)	(117)
Основные средства	997	1214	1273
Денежные средства	284	284	177
Долгосрочные займы	542	573	499
Краткосрочные займы	11	11	53
Собственный капитал	681	806	936
Активы	1 420	1 652	1 729
Фин. долг, в т.ч.:	553	584	551
краткосрочные займы	11	11	53
долгосрочные займы	542	573	499
Чистый долг	270	300	375
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,0	0,0	0,1
Фин. долг / EBITDA	2,6	2,4	2,0
Чистый долг / EBITDA	1,2	1,3	1,4
EBITDA / Проценты к уплате	13	4	12
Собственный капитал / Активы	0,5	0,5	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Интересен рублевый выпуск Транснефть 03. В целом, несмотря на высокий уровень капвложений, отчетность подтвердила высокое кредитное качество эмитента. Риски неплатежеспособности компании представляются крайне низкими, особенно учитывая наличие единственного акционера в лице Российской Федерации и важность компании для российской экономики. На локальном рынке в обращении находится три выпуска компании, но ликвидностью обладает лишь Транснефть 03, ставка которого привязана к ставке 12-ти месячного РЕПО ЦБ РФ +240 б.п. Мы считаем эти облигации недооцененными, а более подробно с нашей оценкой выпуска можно ознакомиться в мартовском обзоре, основные идеи которого по-прежнему актуальны:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110315_FI_Transneft_Trade%20Idea.pdf?docid=10765&lang=ru

Еврооблигации эмитента, на наш взгляд, могут быть интересны только консервативным инвесторам, желающим диверсифицировать риск Газпрома, так как бумаги Транснефти исторически торгуются с дисконтами к выпускам газового концерна в размере около 20–30 б.п.

Стабилизация рентабельности и снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Транснефти по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., млрд руб.

	2 кв. 10	1 п/г 10	2010	1 кв. 11	2 кв. 11	1 п/г 11	2 кв. 11/ 1 кв. 11	2 кв. 11/ 2 кв. 10	1 п/г 11/ 1 п/г 10
Выручка	105	208	448	149	147	296	(1)	40	42
ЕБИТДА	52	110	239	71	75	145	6	45	33
Чистая прибыль	20	55	125	85	45	131	(47)	120	136
Рентабельность ЕБИТДА, %	49	53	54	47	51	49			
Чистая рентабельность, %	19	27	28	57	31	44			
Операционный денежный поток	71	113	194	41	28	69	(33)	(61)	(39)
Капитальные инвестиции	(64)	(105)	(225)	(49)	(68)	(117)	38	7	12
Основные средства			1 214	1 246		1 273	2		
Денежные средства			284	250		177	(29)		
Долгосрочные займы			573	545		499	(9)		
Краткосрочные займы			11	10		53	418		
Собственный капитал			806	892		936	5		
Активы			1 652	1 727		1 729	0		
Фин. долг, в т.ч.:			584	556		551	(1)		
краткосрочные займы			11	11		53	394		
долгосрочные займы			573	545		499	(9)		
Чистый долг			300	306		375	22		
Краткосрочные займы / Фин. долг			0,0	0,0		0,1			
Фин. долг / ЕБИТДА			2,4	2,2		2,0			
Чистый долг / ЕБИТДА			1,3	1,2		1,4			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	12	13	4	12	13	12			
Собственный капитал / Активы			0,5	0,5		0,5			

Источники: отчетность компании, 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

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@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

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, haltt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 oferty. 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 2011