

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПРОДОЛЖАЕТ СНИЖАТЬСЯ, НО ОБЛИГАЦИИ НЕИНТЕРЕСНЫ

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

Добыча нефти стабильна. Вчера Татнефть отчиталась по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., при этом результаты за квартал оказались несколько хуже наших ожиданий. Несмотря на довольно высокую степень истощенности месторождений, компании удается поддерживать добычу: по итогам квартала она даже немного выросла – на 1% до 6,5 млн т, практически не изменившись по сравнению с уровнем годичной давности, по итогам полугодия также зафиксировано ее увеличение на 1% до 12 млн т. Благодаря повышению цен на углеводороды выручка в отчетном периоде, как и ожидалось, росла опережающими темпами по сравнению с добычей, увеличившись на 23% за квартал и на 48% год к году до 162,3 млрд руб.

Снижение операционной эффективности. Одними из ключевых статей с точки зрения влияния на рентабельность Татнефти традиционно являются операционные расходы, затраты на покупку нефти и нефтепродуктов, и особенно налоги, кроме налога на прибыль. Если первые две статьи в отчетном квартале росли относительно скромными темпами (+23% и +16% за квартал соответственно), то последняя увеличилась намного сильнее. Выплаты по экспортным пошлинам, НДС и другим налогам, кроме налога на прибыль, выросли во 2 кв. 2011 г. на 44% за квартал и на 66% год к году до 86 млрд руб., а в 1 п/г указанные выплаты повысились на 44% год к году до 145 млрд руб. На этом фоне EBITDA Татнефти в апреле–июне опустилась на 18% относительно предыдущего квартала, однако выросла по сравнению с соответствующим периодом 2010 г. на 64% до 24,7 млрд руб., тогда как по итогам полугодия показатель повысился на 62% до 54,8 млрд руб. Рентабельность по EBITDA в отчетном квартале снизилась по сравнению с 1 кв. до 15% с 23%, а по итогам полугодия она составила 19% (16% в 1 п/г 2010 г.). Чистая прибыль в отчетном квартале снизилась на 37% относительно уровня годичной давности до 15,7 млрд руб., что в основном объясняется уменьшением доходов от курсовых разниц и снижением прочих доходов по сравнению с 1 кв. 2011 г. По отношению ко 2 кв. 2010 г. чистая прибыль выросла в три раза, а в 1 п/г она увеличилась на 124% год к году до 40,7 млрд руб. При этом чистая рентабельность в апреле–июне составила 10% против 19% кварталом ранее.

Существенного роста налоговой нагрузки не ожидается. На данном этапе благодаря вступлению в силу налоговой схемы «60/66» потери Татнефти окажутся одними из самых низких в отрасли в силу высокой доли нефти в структуре продаж и экспорта, так как уровень отсечения в экспортной пошлине снизился с 65% до 60%. Однако в ближайшем будущем ситуация изменится с введением первой очереди НПЗ «Танеко», учитывая, что на первом этапе НПЗ будет производить по большей части темные нефтепродукты, экспортная пошлина на которые поднялась с 47% от нефтяной до 66%. Однако, по информации СМИ, Минфин собирается компенсировать выпадающие доходы компании льготами по НДС в объеме 38–56 млрд руб. ежегодно в период с 2012 по 2014 гг.

Денежные потоки в отчетном квартале разочаровали. Операционный денежный поток снизился во 2 кв. 2011 г. на 6% за квартал до 21,2 млрд руб., что при росте капвложений на 20% за тот же период до 16 млрд руб. привело к 40-процентному уменьшению свободного денежного потока. В то же время, несмотря на то, что отток средств по финансовой деятельности продолжается уже второй квартал кряду (минус 5,8 млрд руб. во 2 кв. 2011 г.), в апреле–июне компания увеличила денежные средства на балансе на 35% за квартал до 14,4 млрд руб.

Обращающиеся выпуски Татнефти

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть, %
Татнефть БО-01	7,50	20.09.2013	РУБ	8,55

Динамика финансовых показателей Татнефти

US GAAP, млрд руб.	2009	2010	1 п/г 11
Выручка	381	468	294
ЕБИТДА	82	76	55
Чистая прибыль	57	51	41
Рентабельность ЕБИТДА, %	22	16	19
Чистая рентабельность, %	15	11	14
Операционный ден. поток	67	56	44
Капитальные инвестиции	(89)	(78)	(29)
Основные средства	325	394	412
Денежные средства	13	8	14
Дебиторская задолженность	44	53	51
Долгосрочные займы	17	75	52
Краткосрочные займы	71	34	37
кредиторская задолженность	28	31	27
Собственный капитал	314	351	379
Активы	496	567	590
Долг	88	109	90
Чистый долг	75	101	75
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,8	0,3	0,4
Долг / ЕБИТДА	1,1	1,4	0,9
Чистый долг / ЕБИТДА	0,9	1,3	0,8
ЕБИТДА / Проценты к уплате	131	158	120
Собств. капитал / Активы	0,6	0,6	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка снижается, но ее структура внушает опасения. Долг Татнефти за 2 кв. 2011 г. снизился на 7% за квартал до 89,8 млрд. долл. Однако доля коротких обязательств продолжает расти и на конец июня достигла 42%, что в условиях практически полного отсутствия сделок на публичных рынках капитала может представлять для компании потенциальную проблему. Отношение Долг/ЕБИТДА продолжает снижаться: по итогам полугодия его значение опустилось ниже единицы и составило 0,9. Примечательно, что остатка денежных средств на балансе компании явно не достаточно для покрытия короткой части обязательств, при этом потребности в капвложениях остаются высокими ввиду строительства НПЗ «Танеко». В этой связи, по нашей оценке, компании в ближайшем будущем вновь придется привлекать внешнее финансирование.

Единственный выпуск неинтересен. Единственный короткий локальный выпуск эмитента, Татнефть БО-1, с погашением в сентябре 2013 г. низколиквиден и не представляет интереса для покупки.

Долговая нагрузка продолжает снижаться

Ключевые финансовые показатели Татнефти за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP, 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	109	215	468	132	162	294	23	48	37
ЕБИТДА	15	34	76	30	25	55	(18)	63	62
Чистая прибыль	5	18	51	25	16	41	(37)	202	124
Рентабельность ЕБИТДА, %	14	16	16	23	15	19			
Чистая рентабельность, %	5	8	11	19	10	14			
Операционный ден. поток	15	28	56	23	21	44	(6)	40	54
Капитальные инвестиции	(21)	(39)	(78)	(13)	(16)	(29)	20	(27)	(27)
Основные средства		360	394	404		412	2		
Денежные средства		24	8	11		14	35		
Долгосрочные займы		88	75	62		52	(15)		
Краткосрочные займы		22	34	34		37	9		
Собственный капитал		317	351	375		379	1		
Активы		540	567	583		590	1		
Долг		110	109	96		90	(7)		
Чистый долг		86	101	86		75	(12)		
Краткосрочные займы / Финансовый долг		0,2	0,3	0,4		0,4			
Долг / ЕБИТДА		1,5	1,4	1,1		0,9			
Чистый долг / ЕБИТДА		1,2	1,3	1,0		0,8			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	154	158	158	125	115	120			
Собств. капитал / Активы		0,6	0,6	0,6		0,6			

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 Мырсыкова, 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, hallt@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