

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА СТАБИЛЬНО НИЗКАЯ, ОБЛИГАЦИИ НЕИНТЕРЕСНЫ

Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP

Добыча нефти стабильна, растет переработка. Вчера Татнефть представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., которые оказались несколько лучше, чем мы ожидали. Достаточно неплохо выглядят операционные показатели – несмотря на высокую выработанность месторождений, Татнефти удается поддерживать уровень нефтедобычи. Так, по итогам отчетного квартала добыча нефти выросла на 1% квартал к кварталу до 6,6 млн т, а год к году не изменилась. В то же время продажи нефти упали на 8% квартал к кварталу до 20,4 млн т, что можно объяснить как сокращением экспортных продаж, так и ростом потребности в нефти собственных нефтеперерабатывающих мощностей. За счет начала тестовой переработки на ТАНЕКО собственная нефтепереработка Татнефти в 3 кв. выросла более чем вдвое квартал к кварталу примерно до 400 тыс. т, а по итогам 9 мес. 2011 г. – на 450% до 755 тыс. т. При этом высокие темпы роста продаж нефтепродуктов (+34% за квартал) могут свидетельствовать о расширении трейдингового бизнеса компании и, соответственно, об увеличении закупок нефтепродуктов. Консолидированная выручка Татнефти в отчетном квартале снизилась на 5% до 153,8 млрд руб., что стало следствием резкого снижения цен на нефть на мировых рынках, зависимость от которых у Татнефти очень высока, поскольку экспорт сырой нефти составляет 60% ее выручки.

Рентабельность продолжает снижаться на фоне роста объемов трейдинга. Основными факторами, влияющими на операционную эффективность, остаются операционные расходы и закупки нефти и нефтепродуктов. На фоне роста трейдинговой активности Татнефть потратила на приобретение на нефти и нефтепродуктов на 6% больше, чем в предыдущем квартале, соответственно выросли расходы на транспортировку (13% квартал к кварталу). Как результат, EBITDA упала на 11% квартал к кварталу, но выросла на 8% год к году, составив 22 млрд руб., а рентабельность по EBITDA снизилась до 14%, минимального уровня в текущем году. Чистая прибыль в отчетном квартале сократилась на 60% квартал к кварталу до 6,3 млрд руб., что стало следствием крупного убытка от курсовых разниц в размере 6,9 млрд руб., который, в свою очередь, был вызван резким ослаблением рубля. По тем же причинам чистая рентабельность составила лишь 4% – один из самых низких показателей в истории компании. Мы полагаем, что Татнефть может выиграть от введения налоговой схемы 60/66, так как это должно привести к росту цен нетбэк на сырую нефть, продажа которой формирует 78% выручки компании.

Денежные потоки растут, долговая нагрузка стабильна. Операционный денежный поток Татнефти за июль–сентябрь вырос на 13% квартал к кварталу до 23,9 млрд руб., что на фоне снижения капвложений на 15% квартал к кварталу позволило свободному денежному потоку увеличиться почти вдвое по сравнению со 2 кв. текущего года и достигнуть 10,7 млрд руб. Долг компании вырос на 14% за 3 кв. 2011 г., причиной чего, как мы понимаем, стала переоценка валютной части задолженности в связи с резким ослаблением рубля в отчетном периоде. Соответственно, отношение Чистый долг/EBITDA немного повысилось – до 0,9 с 0,8 в 1 п/г 2011 г., – но все еще остается вблизи минимальных для компа-

Обращающиеся выпуски Татнефти

	Купон, %	Оф./Пог.	Валюта	Доходн., %
Татнефть БО-01	7,50	20.09.13	РУБ	-

Источники: Bloomberg

Динамика финансовых показателей

US GAAP, млрд руб.	2009	2010	1 п/г 11
Выручка	381	468	294
ЕБИТДА	82	76	55
Чистая прибыль	57	51	41
Рентабельность по ЕБИТДА, %	22	16	19
Чистая рентабельность, %	0	0	0
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 / ФД	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	130,8	157,8	120,0
Собств. капитал / Активы	0,6	0,6	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

нии значений. Достаточно рискованна, на наш взгляд, временная структура долга – доля краткосрочных обязательств близка к 50%, в ближайший год компании предстоит погасить или рефинансировать бумаги на сумму свыше 80 млрд руб. Это, учитывая реализацию проекта ТАНЕКО, существенные потребности в финансировании, а также высокую волатильность на рынках капитала, может вызвать рост стоимости долга.

Единственный выпуск неинтересен. В целом отчетность Татнефти подтвердила высокое кредитное качество компании, ее способность генерировать положительный свободный денежный поток и удерживать долговую нагрузку на приемлемом уровне. Единственный локальный выпуск эмитента, Татнефть БО-1 с погашением в сентябре 2013 г., низколиквиден и не представляет интереса.

Рентабельность снижается, долговая нагрузка стабильно низкая

Финансовые показатели Татнефти за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP, млрд руб.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %
Выручка	124	338	468	162	154	448	(5)	24	32
ЕБИТДА	20	54	76	25	22	77	(11)	8	41
Чистая прибыль	16	34	51	16	6	47	(59)	(60)	38
Рентабельность по ЕБИТДА, %	17	16	16	15	14	17			
Чистая рентабельность, %	0	0	0	0	0	0			
Операционный денежный поток	15	43	56	21	24	68	13	60	56
Капитальные инвестиции	(20)	(60)	(78)	(16)	(13)	(42)	(15)	(35)	(30)
Основные средства		376	394	412		422	2		
Денежные средства		21	8	14		16	13		
Долгосрочные займы		84	75	52		60	15		
Краткосрочные займы		31	34	37		42	13		
Собственный капитал		333	351	379		387	2		
Активы		559	567	590		601	2		
Долг		115	109	90		102	14		
Чистый долг		94	101	75		86	14		
Краткосрочные займы / Долг		0,3	0,3	0,4		0,4			
Долг / ЕБИТДА		1,7	1,4	-		1,0			
Чистый долг / ЕБИТДА		1,4	1,3	-		0,9			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	158	158	158	115	115	119			
Собств. капитал / Активы		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
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, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

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