

НЕПЛОХАЯ ОТЧЕТНОСТЬ, ТРАНСНЕФТЬ 03 ПРИВЛЕКАТЕЛЕН

Результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

Выручка за квартал почти не изменилась. Результаты Транснефти за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО не преподнесли сюрпризов. На фоне снижения цен на углеводороды в отчетном квартале соответственно уменьшились и продажи нефти в Китай по долгосрочным контрактам (закупается у Роснефти) – на 8% за квартал до 18,7 млрд руб., что, впрочем, было компенсировано ростом выручки от прокачки нефти на 2% за квартал до 113,9 млрд руб. Как следствие, по отношению к предыдущему кварталу выручка увеличилась всего на 1% до 148,7 млрд руб. Однако при сопоставлении с уровнями соответствующих периодов 2010 г. рост оказался более значительным: на 31% за квартал и на 38% за 9 месяцев, что объясняется как увеличением объемов прокачки нефти, так и повышением тарифов. Дополнительным катализатором стало резкое увеличение продаж нефти в Китай по долгосрочным контрактам за 9 мес. 2011 г. до 64,3 млрд руб. – более чем в 11 раз год к году.

Незначительное повышение рентабельности. Благодаря некоторому снижению доли низкомаржинального бизнеса в сфере торговли нефтью, операционная эффективность компании повышается второй квартал подряд, но все же уступает показателям соответствующих периодов прошлого года. Так, EBITDA Транснефти за 3 кв. 2011 г. поднялась на 2% и на 30% год к году до 76,5 млрд руб., а в январе–сентябре она выросла на 32% год к году до 221,9 млрд руб. На этом фоне рентабельность по EBITDA в 3 кв. 2011 г. поднялась до 51,5% по сравнению с 50,8% кварталом ранее, однако снизилась за 9 мес. 2011 г. до 49,8% против 52,4% в соответствующем периоде 2010 г. Согласно нашему прогнозу, в ближайшем будущем рентабельность по EBITDA компании может опуститься примерно до 48%. Чистая прибыль за отчетный квартал сократилась на 45% и упала на 25% год к году до 24,6 млрд руб. из-за крупных убытков от курсовых разниц, в то время как за 9 мес. 2011 г. она увеличилась на 76% год к году до 155,4 млрд руб.

Долговая нагрузка немного увеличилась, несмотря на повышение рентабельности. Ситуация с денежными потоками

несколько улучшилась: в июле–сентябре денежный поток от операционной деятельности вырос на 46% за квартал и на 58% год к году до 40,2 млрд руб. Однако на фоне увеличения объемов работ и расходов на оплату поставщикам операционный поток за 9 мес. 2011 г. опустился на 21% год к году до 164 млрд руб. Свободный денежный поток остается отрицательным – за 9 мес. 2011 г. его значение составило минус 56,9 млрд руб. против минус 23 млрд руб. за 9 мес. 2010 г. На этом фоне продолжает таять солидный запас денежных средств от китайских кредитов: за июль–сентябрь денежные средства на балансе уменьшились на 22% до 138 млрд руб. (–51% к началу года). Однако отрицательная динамика показателя, по-видимому, объясняется не только расходом средств на инвестиционную программу, но и резким ростом прочих финансовых активов – объем купленных Транснефтью векселей с начала года увеличился более чем втрое, при этом из отчетности нельзя судить о ликвидности и надежности этих средств, как следствие, они не могут быть включены в разряд денежных средств. Долг компании продолжает расти: за отчетный квартал он поднялся на 9% до 600,3 млрд руб., в основном за счет наращивания долгосрочных обязательств, что привело к незначительному удлинению структуры долга – доля коротких обязательств находится на весьма низком уровне и составляет около 9%. Чистый

Обращающиеся выпуски Транснефти

| Выпуск | Купон, % | Оф/Лог | Валюта | Дох-ть, % |
|---------------|----------|------------|--------|-----------|
| Транснефть 01 | 10,00 | 20.05.2015 | RUB | - |
| Транснефть 02 | 9,50 | 08.10.2015 | RUB | - |
| Транснефть 03 | 10,15 | 25.03.2015 | RUB | - |
| Transneft '12 | 6,10 | 27.06.2012 | USD | 1,67 |
| Transneft '12 | 5,38 | 27.06.2012 | EUR | 2,96 |
| Transneft '13 | 7,70 | 07.08.2013 | USD | 2,92 |
| Transneft '14 | 5,67 | 05.03.2014 | USD | 3,71 |
| Transneft '18 | 8,70 | 07.08.2018 | USD | 4,90 |

Источники: Bloomberg

Основные финансовые показатели Транснефти

| МСФО, млрд руб. | 2011 г. | | |
|------------------------------|---------|-------|-----------|
| | 2009 | 2010 | 9 мес. 11 |
| Выручка | 351 | 448 | 445 |
| ЕБИТДА | 216 | 239 | 222 |
| Чистая прибыль | 122 | 125 | 155 |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 62 | 54 | 50 |
| Чистая рентабельность, % | 35 | 28 | 35 |
| Операционный ден. поток | 164 | 194 | 109 |
| Капитальные инвестиции | (203) | (225) | (166) |
| Основные средства | 997 | 1 214 | 1 320 |
| Денежные средства | 284 | 284 | 138 |
| Долгосрочные займы | 542 | 573 | 548 |
| Краткосрочные займы | 11 | 11 | 52 |
| Собственный капитал | 681 | 806 | 961 |
| Активы | 1 420 | 1 652 | 1 799 |
| Фин. долг, в т.ч.: | 553 | 584 | 600 |
| краткосрочные займы | 11 | 11 | 52 |
| долгосрочные займы | 542 | 573 | 548 |
| Чистый долг | 270 | 300 | 462 |
| Краткосрочные займы / ФД | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Фин. долг / ЕБИТДА | 2,6 | 2,4 | 2,1 |
| Чистый долг / ЕБИТДА | 1,2 | 1,3 | 1,6 |
| ЕБИТДА / Проценты к уплате | 12,7 | 3,7 | 13,5 |
| Собственный капитал / Активы | 0,5 | 0,5 | 0,5 |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

долг рос несколько быстрее – в 3 кв. 2011 г. показатель повысился на 23% за квартал до 462,3 млрд руб. Таким образом, долговая нагрузка на компанию продолжает постепенно увеличиваться – отношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 9 мес. 2011 г. поднялось до 1,6, хотя в 1 п/г текущего года оно составляло около 1,4.

Облигации малоинтересны. Компания в очередной раз подтвердила свое высокое кредитное качество. Долговая нагрузка Транснефти растет невысокими темпами и остается на комфортных уровнях. Учитывая, что из крупных проектов у компании остались ВСТО и Заполярье-Пурпе (реализация начнется в ближайшее время), существенного роста капложений не предполагается. Ожидающийся рост операционных показателей и индексация тарифов позволят в ближайшие годы вывести свободный денежный поток в положительную зону. В краткосрочной перспективе мы оцениваем риски эмитента как низкие, поскольку объем денежных средств на балансе с лихвой покрывает краткосрочные обязательства. Более того, в пользу эмитента говорит и практически безусловная, на наш взгляд, поддержка со стороны государства. Сейчас в обращении находится три локальных выпуска Транснефти, из них более-менее приемлемой ликвидностью обладает лишь Транснефть 03 с плавающим купоном, предлагающий премию к ставке прямого РЕПО Банка России на один год в размере 240 б.п. При цене около 110,5% от номинала выпуск предлагает купон в размере 10,15% до сентября 2012 г. Еврооблигации эмитента, на наш взгляд, в текущих условиях малоинтересны, так как торгуются с существенными дисконтами к сопоставимым бумагам Газпрома, и потенциала роста котировок у евробондов Транснефти мы не видим. С нашей точки зрения, эти бумаги могут быть интересны только тем инвесторам, которые ищут квазисуверенный риск и хотят диверсифицировать риск Газпрома.

Небольшое увеличение долговой нагрузки, несмотря на повышение рентабельности

Ключевые финансовые показатели Транснефти, МСФО, 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 | 114 | 322 | 448 | 147 | 149 | 445 | 1 | 31 | 38 |
| ЕБИТДА | 59 | 169 | 239 | 75 | 77 | 222 | 2 | 30 | 32 |
| Чистая прибыль | 33 | 88 | 125 | 45 | 25 | 155 | (45) | (25) | 76 |
| Рентабельность по ЕБИТДА, % | 52 | 52 | 54 | 51 | 51 | 50 | | | |
| Чистая прибыль, % | 29 | 27 | 28 | 31 | 17 | 35 | | | |
| Опер. ден. поток | 25 | 138 | 194 | 28 | 40 | 109 | 46 | 58 | (21) |
| Капложения | (56) | (161) | (225) | (68) | (49) | (166) | (28) | (12) | 3 |
| Основные средства | | 1 157 | 1 214 | 1 273 | | 1 320 | 4 | | |
| Денежные средства | | 245 | 284 | 177 | | 138 | (22) | | |
| Долгосрочные займы | | 542 | 573 | 499 | | 548 | 10 | | |
| Краткосрочные займы | | 7 | 11 | 53 | | 52 | (0) | | |
| Собственный капитал | | 770 | 806 | 936 | | 961 | 3 | | |
| Активы | | 1 555 | 1 652 | 1 729 | | 1 799 | 4 | | |
| Долг, в т.ч.: | | 549 | 584 | 551 | | 600 | 9 | | |
| краткосрочные займы | | 7 | 11 | 53 | | 52 | (0) | | |
| долгосрочные займы | | 542 | 573 | 499 | | 548 | 10 | | |
| Чистый долг | | 305 | 300 | 375 | | 462 | 23 | | |
| Краткосрочные займы / Долг | | 0,0 | 0,0 | | | 0,1 | | | |
| Долг / ЕБИТДА | | 2,4 | 2,4 | | | 2,1 | | | |
| Чистый долг / ЕБИТДА | | 1,4 | 1,3 | | | 1,6 | | | |
| ЕБИТДА / Проценты к уплате | 10,3 | 12,1 | 3,7 | 13,2 | 13,7 | 13,5 | | | |
| 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
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