

РЕЗУЛЬТАТЫ ХОРОШИЕ, НО ВЛИЯНИЯ НА ОБЛИГАЦИИ НЕ ОЖИДАЕТСЯ

Отчетность за 4 кв. и 2011 г. по МСФО

Трейдинговый бизнес обеспечил значительное увеличение выручки...

Вчера Транснефть опубликовала результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО. Компания продолжает наращивать масштабы деятельности, причем как в относительно новом для себя сегменте торговли нефтью, так и на традиционном рынке транспортировки нефти и нефтепродуктов. Выручка от традиционного бизнеса возросла в 4 кв. 2011 г. на 7% квартал к кварталу до 121 млрд руб., что связано как индексацией тарифов, так и с увеличением объемов прокачки углеводородов через систему Транснефти. Результаты трейдингового бизнеса были более впечатляющими – выручка повысилась почти в четыре раза квартал к кварталу до 88 млрд руб. за счет увеличения поставок в Китай. В итоге за октябрь–декабрь суммарная выручка возросла на 51% квартал к кварталу и на 79% год к году до 225 млрд руб., а по итогам всего 2011 г. – на 50% до 670 млрд руб. В текущем году темпы роста выручки могут быть несколько скромнее, учитывая заявления менеджмента о том, что тарифы на транспортировку индексироваться не будут. о том, что индексаций тарифов на прокачку не будет.

...и одновременно привел к снижению рентабельности. Консолидированная EBITDA Транснефти снизилась на 9% квартал к кварталу и на 2% год к году, а рентабельность по EBITDA составила 31% против 52% в 3 кв. 2011 г. и 57% в 4 кв. 2010 г. По итогам всего 2011 г. EBITDA оказалась равной 291 млрд руб., что на 22% больше чем в 2010 г., а рентабельность по EBITDA составила 43%. Основной причиной снижения рентабельности стало резкое увеличение объема продажи нефти и, соответственно, доли низкомаржинального трейдингового бизнеса. Так, по итогам 2011 г. нефти было продано на 152 млрд руб., а ее себестоимость равнялась примерно 143 млрд руб. Если не учитывать трейдинг, то операционная эффективность компании оказывается на достаточно высоком уровне 55%. Повышению эффективности традиционного бизнеса способствовало замедление роста расходов на материалы, электроэнергию и транспортировку углеводородов ж/д транспортом.

Свободный денежный поток все еще отрицательный. Операционный денежный поток в 2011 г. оказался на 12% ниже, чем в предыдущем, и составил 172 млрд руб. Основные причины – рост оборотного капитала и налога на прибыль, а также резкое снижение возврата НДС. Несмотря на некоторое сокращение капвложений (на 7% по итогам 2011 г. до 210 млрд руб.), масштабы инвестиционной программы все еще превышают объем притока денежных средств, поэтому по итогам 2011 г. свободный денежный поток остался в отрицательной зоне – минус 38 млрд руб. При незначительных денежных потоках от финансовой деятельности это сказалось в виде сокращения денежных средств на балансе практически вдвое до 146 млрд долл. По словам руководства

Обращающиеся выпуски

TNEFT (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Transneft '12 EUR	700 €	5,38	27 июн 12	1,32
Transneft '12 USD	500 \$	6,10	27 июн 12	1,70
Transneft '13	600 \$	7,70	7 авг 13	2,04
Transneft '14	1300 \$	5,67	5 мар 14	2,57
Transneft '18	1050 \$	8,70	7 авг 18	4,49
Транснефть-1	35 000 R	10,00	20 май 15	8,24
Транснефть-3	65 000 R	10,15	26 сен 15	7,35
Транснефть-2	35 000 R	9,75	8 окт 15	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты Транснефти

МСФО, млрд руб.			
	2009	2010	2011
Выручка	351	448	670
EBITDA	216	239	291
Чистая прибыль	122	125	191
EBITDA, %	62	54	43
Чистая прибыль, %	35	28	29
Операционный денежный поток	164	194	172
Капитальные инвестиции	(203)	(225)	(210)
Основные средства	997	1 214	1 344
Денежные средства	284	284	146
Собственный капитал	681	806	997
Активы	1 420	1 652	1 858
Долг, в т.ч.:	553	584	605
краткосрочные займы	11	11	53
долгосрочные займы	542	573	552
Чистый долг	270	300	460
Краткосрочные займы / Долг	0,0	0,0	0,1
Долг / EBITDA	2,6	2,4	2,1
Чистый долг / EBITDA	1,2	1,3	1,6
EBITDA / Проценты к уплате	12,7	11,5	13,1
Собственный капитал / Активы	0,5	0,5	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Транснефти, по мере завершения основных инвестиционных проектов (БТС, Пурпе-Самотлор) объемы капвложений будут снижаться. Уже по результатам 2012 г. компания ожидает выхода свободного денежного потока в небольшой плюс.

Долговая нагрузка стабильная. Долговая нагрузка Транснефти находится на приемлемом уровне. Совокупный долг за год вырос на 4% до 605 млрд долл., при этом его структура выглядит достаточно комфортной. Благодаря длинному кредиту от китайских банков доля краткосрочных обязательств составляет всего 9%. С другой стороны, из-за отрицательного свободного денежного потока чистый долг составил 460 млрд руб., что на 53% выше, чем в 2010 г. Соответственно, коэффициент Долг/ЕБИТДА по итогам 2011 г. снизился до 2,5, а Чистый долг/ЕБИТДА – поднялся до 1,6.

Облигации малоинтересны. Транснефть в очередной раз подтвердила свое высокое кредитное качество. Мы полагаем, что на фоне сокращения объема капвложений и роста денежных потоков компания сможет начать снижать долговую нагрузку. Между тем риски досрочного погашения еврооблигаций ввиду налоговых претензий, связанных с купонным доходом по еврооблигациям, сохраняются. Как заявило руководство компании, если решение будет принято не пользу эмитентов и держателей евробондов, то компания с большой степенью вероятности выкупит свои евробонды с рынка. Мы считаем такой вариант развития событий маловероятным – с нашим взглядом на проблему можно ознакомиться в специальном обзоре от 30 января. Однако, если выкуп будет осуществлен, это станет негативным событием для инвесторов – практически все бумаги Транснефти торгуются выше номинала. При этом, учитывая их низкую доходность, мы считаем их малопривлекательными. С нашей точки зрения, выпуски компании могут быть интересны лишь инвесторам, желающим приобрести квазисуверенный риск, диверсифицировав, к примеру, риск Газпрома, по отношению к бумагам которого облигации Транснефти оценены со значительным дисконтом.

Предыдущие публикации по теме:

30 января 2012 г. Стратегия – Налоговый маневр. Государство ищет источники пополнения бюджета в самых неожиданных местах

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120130_FI_Strategy_Taxes.pdf?docid=12314&lang=ru

Снижение рентабельности из-за роста доли трейдинга, стабилизация долговой нагрузки

Ключевые показатели Транснефти по МСФО за 4 кв. и 2011 г., млрд руб.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	2011	4 кв.11/ 3 кв.11, %	4 кв.11/ 4 кв.10, %	2011/ 2010, %
Выручка	126	448	149	225	670	51	79	50
ЕБИТДА	71	239	77	69	291	(9)	(2)	22
Чистая прибыль	37	125	25	36	191	45	(4)	52
ЕБИТДА, %	56	54	51	31	43			
Чистая прибыль, %	30	28	17	16	29			
Операционный денежный поток	57	194	40	62	172	55	10	(12)
Капитальные инвестиции	(64)	(225)	(49)	(43)	(210)	(12)	(32)	(7)
Основные средства		1 214			1 344			11
Денежные средства		284			146			(49)
Собственный капитал		806			997			24
Активы		1 652			1 858			13
Долг, в т.ч.:		584			605			4
краткосрочные займы		11			53			401
долгосрочные займы		573			552			(4)
Чистый долг		300			460			53
Краткосрочные займы / Долг		0,0			0,1			
Долг / ЕБИТДА		2,4			2,1			
Чистый долг / ЕБИТДА		1,3			1,6			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	10,2	11,5	13,7	12,1	13,1			
Собственный капитал / Активы		0,5			0,5			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чистый Долг / ЕВITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
		94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6
		24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6
		68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7
		24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6
2009		11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5
		2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6
		1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6
		12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6
		6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7
	Развитые страны										
		159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6
		136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4
		275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5
	Развивающиеся страны										
		15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7
		16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4
		91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5
		118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7
		32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6
		86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7
		44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6
2010		15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6
		3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5
		13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5
		32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6
		86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7
	Развитые страны										
		17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
		297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4
		175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4
	Развивающиеся страны										
		27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
		27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
		21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4
		157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
		44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
		133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
		60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
2011		22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
		5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
		3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
		20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
		16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
		153 637	56 626	36,9	43 697	1,0	67 093	1,2	1,0	2,2	0,7
		37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	0,6
		123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	0,8
		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5
2012П		21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	0,6
		7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7
		3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	1,7	0,5
		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6
		14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	0,5

Источники: данные 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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, 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
Алексей Андреев, andreevae@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
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 2012