



УМЕРЕННО ПОЗИТИВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ЕВРООБЛИГАЦИИ ОЦЕНЕНЫ СПРАВЕДЛИВО

TNK-BP International Limited отчиталась по US GAAP за девять месяцев 2010 г.

Рост выручки при ожидаемом снижении рентабельности. Вчера компания опубликовала промежуточные неаудированные финансовые результаты девяти месяцев 2010 г. по US GAAP. Выручка возросла на 29,9% по сравнению с тем же периодом прошлого года и составила 32,1 млрд. долл. Основной вклад в увеличение доходов внесли выросшие более чем на 30% цены на нефть, при том что добыча жидких углеводородов и газа увеличилась на 3,4%. Следует отметить активизацию работы компании в газовом сегменте – в отчетном периоде объем добычи газа вырос на 6,7% до 208 тыс. барр. н. э./сут. В связи с подписанием соглашения о подключении месторождения Роспан к газотранспортной системе Газпрома можно надеяться и на дальнейший рост доли газа в выручке. Существенное повышение цен на нефть обусловило опережающие темпы роста экспортных пошлин и налогов – 54% год к году. Из-за этого EBITDA увеличилась лишь на 12,1% до 7,2 млрд долл., а рентабельность по EBITDA, как следствие, снизилась с 26,07% до 22,50%. В то же время компания смогла удержать под контролем операционные расходы – в отчетном периоде они выросли на 18%, из которых 8% составила инфляция. Оптимизация маршрутов транспортировки позволила избежать стремительного роста транспортных расходов – они увеличились всего на 17,6% год к году.

Высокое кредитное качество

Отчетность TNK-BP International Limited по US GAAP, млрд долл.

	2008	9M2009	2009	9M2010	9M2010 / 9M2009	9M2010 / 2009
Выручка	51,9	24,7	34,8	32,1	29,9	
ЕБИТДА	10,1	6,5	8,8	7,2	12,1	
Проценты к уплате	(0,5)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	0,5	
Чистая прибыль	5,6	3,9	5,3	4,2	7,6	
ЕБИТДА, %	19,49	26,07	25,25	22,50		
Чистая прибыль, %	10,88	15,75	15,16	13,04		
Операционный денежный поток	8,61	4,62	6,58	6,94	50,3	
Капитальные инвестиции	(3,92)	(1,73)	(2,52)	(2,69)	55,1	
Основные средства	17,2		17,8	19,2		7,7
Денежные средства	1,7		0,9	1,9		115,2
Дебиторская задолженность	3,6		4,0	3,2		(19,2)
Долгосрочные займы	6,1		5,6	5,3		(4,7)
Краткосрочные займы	1,9		1,4	1,0		(30,5)
кредиторская задолженность	1,6		1,7	1,8		7,2
Собственный капитал	14,8		16,4	18,6		13,1
Активы	28,7		29,4	31,3		6,5
Фин. долг, в т. ч.:	8,0		7,0	6,3		(10,0)
краткосрочные займы	1,9		1,4	1,0		(30,5)
долгосрочные займы	6,1		5,6	5,3		(4,7)
Чистый долг	6,2		6,1	4,4		(28,1)
Краткосрочные займы / ФД	0,24		0,20	0,16		
Фин. Долг / ЕБИТДА	0,79		0,80	0,66		
Чистый долг / ЕБИТДА	0,62		0,70	0,46		
ЕБИТДА / Проценты к уплате	20,22		33,62	39,09		
Собственный капитал / Активы	0,52		0,56	0,59		

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Комфортный уровень долговой нагрузки. На конец III квартала текущего года совокупный долг компании уменьшился на 10% до 6,3 млрд долл. Поэтому, несмотря на снижение операционной рентабельности, отношение Совокупный долг / EBITDA снизилось примерно до 0,7. Чистый долг благодаря более чем двукратному росту денежных средств на счетах сократился более существенно – на 28,1% до 4,4 млрд долл., а отношение Чистый долг / EBITDA снизилось с 0,7 на конец 2009 г. до 0,46 по итогам девяти месяцев 2010 г. Компания продолжает политику «удлинения» своих обязательств: если по итогам 2008 г. доля краткосрочных займов составила 24%, а в 2009 г. – 20%, то на конец сентября 2010 г. – лишь 16%. При этом сроки погашения долгосрочных обязательств достаточно равномерно распределены в течение ближайших 10 лет. Проблем с обслуживанием долга у компании нет – коэффициент EBITDA / Процентные расходы находится на весьма комфортном уровне – около 39,1.

Покупка активов BP не представляет угрозы. Анонсированное приобретение эмитентом активов материнской компании BP во Вьетнаме и Венесуэле на общую сумму 1,8 млрд долл. не должно привести к существенному увеличению долговой нагрузки. По заявлениям руководства компании, сделка будет профинансирована без привлечения внешних заимствований. На наш взгляд, это вполне реально, учитывая, что объем денежных средств на конец отчетного периода составлял 1,9 млрд долл. Трехлетний кредит на сумму 2 млрд долл., привлеченный в октябре по довольно привлекательной ставке LIBOR+1,75 п.п., также едва ли окажет заметное негативное влияние на кредитные метрики компании. По нашим расчетам, если бы он был взят до отчетной даты, то увеличил бы отношение Совокупный долг / EBITDA совсем незначительно – с 0,7 до 0,9. К тому же большая часть кредита, скорее всего, пойдет на рефинансирование краткосрочных займов – в следующем году компания должна погасить обязательства в объеме около 1 млрд долл.

Перспектив пока не видно. На наш взгляд, евробонды эмитента, торгующиеся с премией около 20–25 б.п. к кривой долларовых еврооблигаций Газпрома, оценены вполне справедливо, и мы не видим существенного потенциала снижения доходности. Нам более интересны длинные евробонды ЛУКОЙЛа, Lukoil'19 и Lukoil'22, которые, по нашему мнению, имеют больше шансов на сужение спредов к кривой Газпрома.

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@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

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
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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 2010