



СИЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ДЛИННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

Результаты 2 кв. и 1 п/г 2011 г.

Рост добычи и повышение цен снова обеспечили увеличение выручки. Вчера TNK-BP International представила операционные результаты и отдельные финансовые показатели за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP. Объемы добычи углеводородов за счет новых месторождений продолжают расти: суточный показатель добычи увеличился на 1,2% год к году и составил 1 765 тыс. барр. н.э. По прежнему основной вклад в рост добычи нефти вносят Уватское и Верхнечонское месторождения. В нефтепереработке повышение объемов оказалось более существенным: суточная переработка выросла на 11% относительно годичной давности до 761 тыс. барр. На фоне роста объема продаж и повышения цен на нефть (Urals подорожала на 42% год к году), выручка компании в отчетном периоде возросла на 41% год к году до 29,2 млрд долл. (в 1 кв. 2011 показатель вырос на 47% с уровня 1 кв. 2010 г. до 15,4 млрд долл.). Традиционно для компании рост выручки в основном был обеспечен увеличением показателей экспорта нефти и нефтепродуктов.

Продолжается рост выручки и EBITDA, долговая нагрузка стабилизировалась

Ключевые финансовые показатели TNK-BP International по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., млрд долл.

	II кв. 10	In/r 10	2 010	I кв. 11	II кв. 11	In/r 11	II кв.11/ I кв.11, %	II кв.11/ II кв.10, %	In/r 11/ I п/г 10
Выручка	11	21	45	14	15	29	11	47	41
ЕБИТДА	2	5	10	4	4	7	(10)	52	61
Чистая прибыль	1	3	6	2	2	5	(13)	58	71
Рентабельность ЕБИТДА, %		22	23	28	23	25			
Чистая рентабельность, %		13	14	17	14	15			
Операционный денежный поток	2	4	10	2	4	6	53	83	50
Капитальные инвестиции	(1)	(2)	(4)	(1)	(1)	(2)			
Фин. долг, в т.ч.:		7	7	7		7			(3)
Чистый долг		6	5	4		5			37
Краткосрочные займы / Фин. долг		0,1	0,1	0,2		0,2			
Фин. долг / ЕБИТДА		0,7	0,7	0,6		0,5			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,7	0,5	0,3		0,4			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рентабельность в ближайшей перспективе будет снижаться... Во 2 кв. 2011 г. ЕБИТДА TNK-BP International увеличилась на 52% год к году до 3,5 млрд долл., но снизилась на 10% по отношению к предыдущему кварталу. В итоге полугодовая ЕБИТДА поднялась на 61% относительно годичной давности и составила 7,4 млрд долл. Рентабельность по ЕБИТДА в 1 п/г 2011 г. повысилась до 25% по сравнению с 22% в 1 п/г 2010 г. Основной причиной повышения операционной эффективности год к году стало замедление роста операционных расходов и налоговой нагрузки (кроме налога на прибыль) на 25% и 38% соответственно. Однако до конца текущего года на фоне постепенного ослабления положительного эффекта временного лага по НДС рентабельность компании, как и в целом по отрасли, будет снижаться. К тому же негативное влияние на маржу эмитента в отчетном квартале оказала отмена льгот по экспортным пошлинам для Верхнечонского месторождения. Отрицательные последствия действий регулирующих органов в части ограничения роста цен на внутреннем рынке нефтепродуктов компания оценивает в 120 млн долл. за все полугодие. Операционный денежный поток, несмотря на снижение ЕБИТДА, увеличился на 53% за квартал и на 83% год к году до 3,6 млрд долл., что при замедлении роста капвложений (44% квартал к кварталу и на 23% год к году до 1,3 млрд долл.) позволило TNK-BP International увеличить свободный денежный поток на 59% квартал к кварталу и на 152% год к году до 2,3 млрд долл. По итогам 1 п/г 2011 г. свободный денежный поднялся на 70% до 3,7 млрд долл.

...а долговая нагрузка стабилизировалась. Несмотря на то, что величина долга TNK-BP International по-прежнему близка к максимальной – около 6,9 млрд долл. – благодаря повышению операционной эффективности долговая нагрузка компании остается достаточно низкой: отношение Долг/ЕБИТДА по итогам 1 п/г 2011 г. составило 0,5. Рост коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА до уровня 0,4 с 0,3 в 1 кв. 2011 г. объясняется резким снижением денежных остатков на балансе компании. Доля краткосрочных обязательств поднялась до 23% с 15% в 1 кв. 2011 г., однако в целом структура

долга остается вполне комфортной. На днях было объявлено, что компания планирует привлечь синдицированный кредит на сумму до 1,5 млрд долл., существенная часть которой, по-видимому, будет направлена на рефинансирование краткосрочной задолженности – до конца года компании предстоит погасить более 800 млн долл. Мы считаем, что компании вполне по силам профинансировать собственными силами значительную часть инвестпрограммы, в том числе приобретение активов за рубежом (Вьетнам, Бразилия), не прибегая к масштабным внешним заимствованиям, что подтверждается заявлением руководства компании, согласно которому до конца года TNK-BP International не планирует выходить на публичные рынки. Как следствие, мы не ожидаем от компании резкого наращивания долговой нагрузки в ближайшее время: по нашей оценке, коэффициент Долг/ЕБИТДА останется в пределах 0,5–0,7.

Длинные еврооблигации имеют потенциал снижения доходностей. Длинные бумаги эмитента – TNK-BP'17, '18 и '20 – торгуются практически на одном уровне с выпусками НОВАТЭКа (BBB-Вaa3/BBB-), который имеет не только более низкие рейтинги, но и меньшие масштабы бизнеса. А к еврооблигациям ЛУКОЙЛа (BBB-/Baa2/BBB) бумаги TNK-BP International предлагают премию порядка 20–30 б.п. На наш взгляд, это неоправданно много, учитывая то, что исторически они торговались к ним с более узкими спредами.

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

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@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

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@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

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 Чургов, chugrovss@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