

## СТАБИЛЬНО ВЫСОКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

### Отчетность за 4 кв. и 2011 г. по US GAAP

**Добыча постепенно растет.** Вчера TNK-BP International Ltd. опубликовала операционные показатели и сокращенную финансовую отчетность по US GAAP за 4 кв. и весь 2011 г., которые почти совпали с нашими прогнозами. Компания поддерживает рост добычи – среднесуточная добыча углеводородов с учетом дочерних предприятий за 2011 г. поднялась на 2% до 1 781 тыс. барр. н.э./сутки. В то же время в отчетном квартале добыча нефти выросла на 1%, увеличившись на 2% год к году до 144 млн барр., а по итогам года – на 1% до 564 млн барр. Росту показателя способствует как замедление падения добычи на старых месторождениях Западной Сибири (благодаря внедрению современных технологий), так и увеличение производства на новых (Уватский проект и Верхнечонское месторождение), добыча на которых за квартал выросла на 11% до 23 млн барр., тогда как за весь 2011 г. ее объем возрос на 58% до 77,3 млн барр. Высокие темпы прироста добычи были достигнуты в том числе за счет производства газа, который играет все большую роль в бизнесе компании. Так, в 4 кв. 2011 г. добыча газа увеличилась на 15% за квартал до 3,9 млрд куб. м., а итоговый показатель за 2011 г. составил 14,3 млрд куб. м (+13% по сравнению с 2010 г.). В ближайшие годы добыча TNK-BP International будет расти довольно скромными темпами – на 1–2% в год, а ускорение ожидается после 2016 г., когда будут введены в эксплуатацию месторождения Ямала, способные добавить к суточной добыче на горизонте 2020 г. порядка 500 тыс. барр. н.э./сутки. Кроме того, импульс к росту добычи придадут зарубежные проекты компании в Венесуэле и Вьетнаме. Для нефтепереработки последний квартал 2011 г. оказался ожидаемо слабым в связи со снижением производства на Рязанском и Саратовском НПЗ по причине проведения ремонтных работ. В октябре–декабре объемы переработки компании упали на 8% за квартал и на 10% год к году до 64 млн барр. Тем не менее по итогам всего года показатель повысился на 2% до 273 млн барр., а доля светлых продуктов составила около 55%.

**Выручка выросла благодаря добыче.** Выручка компании в отчетном квартале увеличилась на 3% за квартал и на 26% год к году до 15,7 млрд долл., в то время как годовая выручка поднялась на 35% до 60,2 млрд долл. Снижение продаж нефтепродуктов на 5% квартал к кварталу компания компенсировала 9-процентным ростом доходов от продажи нефти. При этом в сегменте нефтепродуктов наибольшее снижение зафиксировано в поставках в страны СНГ и на внутренний рынок, тогда как экспорт в дальнее зарубежье продемонстрировал относительно большую устойчивость. Высвободившиеся в связи со снижением переработки объемы нефти компания направила на экспорт, выручка от которого поднялась в 4 кв. 2011 г. на 11% за квартал до 6,9 млрд долл. Положительная динамика продаж год к году за отчетные периоды в основном объясняется ростом цен на углеводороды и нефтепродукты, а также увеличением производства. В текущем году мы ожидаем некоторого замедления роста выручки на фоне стабилизации цен на углеводороды.

**Операционная эффективность восстанавливается.** EBITDA за 4 кв. 2011 г. выросла на 7%, увеличившись на 14% год к году до 3,5 млрд долл., а по итогам всего года показатель вырос на 39% до 14,1 млрд долл. На этом фоне рентабельность по EBITDA за отчетный квартал поднялась до 23% с 22%, а итоговое значение за 2011 г. составило 23% против 22% в 2010 г. Рост операционной эффективности был достигнут за счет нескольких факторов. Снижение экспортных пошлин на нефть при их повышении на нефтепродукты оказало скорее благотворный эффект на TNK-BP, так как экспорт

### Обращающиеся выпуски

TMENRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
TNK BP '12	500	6,13	20 мар 12	1,78
TNK BP '13	600	7,50	13 мар 13	1,88
TNK BP '15	500	6,25	2 фев 15	3,76
TNK BP '16	1 000	7,50	18 июл 16	4,30
TNK BP '17	800	6,63	20 мар 17	4,44
TNK BP '18	1 100	7,88	13 мар 18	4,79
TNK BP '20	500	7,25	2 фев 20	5,21

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Основные финансовые показатели TNK-BP International Ltd.

US GAAP, млрд долл.

	2009	2010	2011
Выручка	34,8	44,6	60,2
EBITDA	8,6	10,2	14,1
Чистая прибыль	5,3	6,3	9,7
Рентабельность EBITDA, %	24,8	22,7	23,4
Чистая рентабельность, %	15,2	14,0	16,2
Опер. ден. поток	6,6	9,7	10,5
Капитальные инвестиции	(2,5)	(3,5)	(4,7)
Основные средства	17,8	19,7	
Денежные средства	0,9	1,8	
Долгосрочные займы	5,6	6,1	
Краткосрочные займы	1,4	1,1	
Собственный капитал	16,4	18,9	
Активы	29,4	33,1	
Долг, в т.ч.:	7,0	7,1	8,0
краткосрочные займы	1,4	1,1	
долгосрочные займы	5,6	6,1	
Чистый долг	6,0	4,7	6,7
Краткосрочные займы / Долг	0,2	0,1	
Долг / EBITDA	0,8	0,7	0,6
Чистый долг / EBITDA	0,7	0,5	0,5
EBITDA / Проценты к уплате	33,1	42,1	58,2
Капитал / Активы	0,6	0,6	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

нефти значительно превосходит долю нефтепродуктов в структуре продаж компании. Также TNK-BP хорошо контролирует расходы, о чем свидетельствует снижение темпов роста транспортных издержек и операционных расходов. Однако стоит отметить, что позитивный эффект от последнего фактора был нивелирован опережающим ростом расходов на закупку нефти.

**Денежного потока пока хватает на капзатраты.** Компания генерирует достаточно стабильный денежный поток, который с лихвой покрывает капзатраты и даже позволяет TNK-BP поддерживать внушительный свободный денежный поток (1,9 млрд долл. в 4 кв. и 6,3 млрд долл. по итогам всего 2011 г.). Однако в связи с высокими дивидендными выплатами совокупный денежный поток вышел в отрицательную зону, что не только привело к сокращению объема денежных средств на балансе компании, но и стало причиной увеличения долга. Вчера руководство компании повысило прогнозы по капвложениям в текущем году до 5,5 млрд долл. Их львиная доля (порядка 4,5 млрд долл.) будет направлена в добычу (как на поддержание добычи на старых месторождениях, так и на развитие новых), а также на подготовку перспективных проектов на Ямале., еще 1 млрд долл. предполагается вложить в дальнейшую модернизацию НПЗ компании. Учитывая значительные объемы свободного денежного потока и относительно невысокое отношение инвестиций к EBITDA (около 33%), у компании, на наш взгляд, не должно возникнуть серьезных трудностей с выполнением инвестпрограммы. Однако дивидендная политика TNK-BP вызывает опасения: в случае сохранения высоких дивидендных выплат, компании, возможно, придется финансировать инвестиции дополнительными займами.

**Долговая нагрузка.** Долг TNK-BP в отчетном квартале незначительно вырос до 8 млрд долл., в то время как за весь год он поднялся на 13%. При этом компания традиционно отличается одними из самых низких коэффициентов долговой нагрузки в отрасли – отношение Долг/EBITDA на конец прошлого года составило 0,6 (0,6 за 9 мес. 2011 г. и 0,7 в 2010 г.). Структура долга стала еще более комфортной – доля краткосрочных обязательств опустилась до 12%. В текущем году компании предстоит погасить порядка 1 млрд долл., а в 2013–2014 гг. – чуть более 1,2 млрд долл. ежегодно. По нашей оценке, даже с учетом увеличенной инвестиционной программы долговая нагрузка не должна существенно вырасти и превысить уровень 0,7 на конец текущего года.

### Восстановление рентабельности и стабилизация долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели TNK-BP International по US GAAP за 4 кв. и 2011 г., млрд долл.

	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	12,5	44,6	15,3	15,7	60,2	3	26	35
ЕБИТДА	3,1	10,2	3,3	3,5	14,1	7	14	39
Чистая прибыль	2,1	6,3	2,5	2,4	9,7	(5)	14	55
Рентабельность EBITDA, %	24,7	22,7	21,6	22,5	23,4			
Чистая рентабельность, %	16,6	14,0	16,3	15,1	16,2			
Операционный денежный поток	2,7	9,7	2,0	2,6	10,5	27	(7)	9
Капитальные инвестиции	(0,9)	(3,5)	(1,0)	(1,2)	(4,7)	19	38	33
Основные средства		19,7	21,1					
Денежные средства		1,8	2,4					
Долгосрочные займы		6,1	6,7					
Краткосрочные займы		1,1	1,1					
Собственный капитал		18,9	20,5					
Активы		33,1	37,1					
Долг, в т.ч.:		7,1	7,8		8,0	3		13
краткосрочные займы		1,1	1,1		1,0			
долгосрочные займы		6,1	6,7		7,0			
Чистый долг		4,7	5,4		6,7	25		44
Краткосрочные займы / Долг		0,1			0,1			
Долг / EBITDA		0,7			0,6			
Чистый долг / EBITDA		0,5			0,5			
EBITDA / Проценты к уплате	55	42	49	79	58			
Капитал / Активы		0,6						

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Привлекателен только TNK-BP'20.** Отчетность компании в очередной раз подтвердила, что кредитное качество TNK-BP – одно из самых высоких в отрасли, учитывая отсутствие рисков существенного роста долговой нагрузки. В обращении находится семь выпусков еврооблигаций компании, один из которых погашается уже во второй половине марта. За последнее время бумаги эмитента существенно подорожали в цене, и сейчас доходности большинства из них приблизились к уровням Газпрома, как следствие, эти выпуски утратили привлекательность. На наш взгляд, наибольший потенциал снижения доходностей наблюдается у TNK-BP'20, премия которого к кривой долларовых свопов составляет порядка 370 б.п., что как минимум на 10 б.п. больше, чем у остальных бумаг эмитента.

## 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	
2009	Газпром	94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6	
	Газпром нефть	24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6	
	ЛУКОЙЛ	68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7	
	ТНК-BP	24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6	
	Транснефть	11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5	
	НОВАТЭК	2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6	
	Alliance Oil	1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6	
	Татнефть	12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6	
	Башнефть	6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7	
	<b>Развитые рынки</b>											
	Chevron	159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6	
	CopocoPhillips	136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4	
	ExxonMobil	275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5	
<b>Развивающиеся рынки</b>												
	CNOOC	15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7	
	MOL	16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4	
	Petrobras	91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5	
2010	Газпром	118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7	
	Газпром нефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	ЛУКОЙЛ	86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	ТНК-BP	44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть	15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6	
	Новатэк	3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5	
	Alliance Oil	13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5	
	Татнефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	Башнефть	86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	<b>Развитые рынки</b>											
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	CopocoPhillips	A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4
	ExxonMobil	AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4
<b>Развивающиеся рынки</b>												
	CNOOC	AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
	MOL	BB+/NR/BBB-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
	Petrobras	BBB/A3/BBB	21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4
2011П	Газпром	BBB/Baa1/BBB	144 818	56 673	39,1	40 516	0,9	52 677	0,9	0,8	2,0	2,0
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	40 783	8 608	21,1	4 200	1,4	8 191	1,0	0,7	1,0	1,0
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	135 420	18 496	13,7	9 315	1,5	8 849	0,5	0,3	2,1	2,1
	ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	60 591	14 494	23,9	4 153	2,5	8 041	0,6	0,4	1,7	1,7
	Транснефть	BBB/Baa1/-	20 636	10 237	49,6	7 567	0,8	18 944	1,9	1,3	2,8	2,8
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	6 476	3 160	48,8	729	3,4	2 576	0,8	0,6	0,9	0,9
	Alliance Oil	B+/-/B	3 311	702	21,2	970	0,6	1 568	2,2	1,8	1,4	1,4
	Татнефть	WR/BA2/BB	21 986	3 885	17,7	1 910	1,2	4 777	1,2	0,9	2,2	2,2
	Башнефть	NR	16 723	3 499	20,9	1 048	2,6	3 913	1,1	0,9	1,3	1,3
	2012П	Газпром		153 637	56 841	37,0	43 697	1,0	66 553	1,2	1,0	2,1
Газпром нефть			37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	1,0
ЛУКОЙЛ			123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	2,0
ТНК-BP			56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 752	0,7	0,5	1,5	1,5
Транснефть			21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	2,6
Новатэк			7 499	3 353	44,7	298	9,7	2 338	0,7	0,3	1,3	1,3
Alliance Oil			3 412	1 147	33,6	343	2,4	1 922	1,7	1,0	2,2	2,2
Татнефть			21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	2,2
Башнефть			14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	1,5

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

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@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, grishchenkovan@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

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, 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, degtyarevwm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@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,

Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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

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