

## ВЫСОКОМУ КРЕДИТНОМУ КАЧЕСТВУ ПОКА НИЧТО НЕ УГРОЖАЕТ

### Отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО

**Добыча продолжает расти.** TNK-BP International Limited опубликовала операционные результаты за 1 кв. 2012 г., а также промежуточную финансовую отчетность, впервые по МСФО. Вследствие разницы в правилах учета по МСФО и US GAAP сравнение некоторых данных с прошлыми периодами непоказательно. Благодаря новым месторождениям, в первую очередь Уватскому и Верхне-чонскому, совокупная добыча углеводородов в отчетном квартале год к году ожидаемо выросла (+4%), однако относительно предыдущего квартала практически не изменилась. Теперь доля новых месторождений в совокупной добыче составляет 16% (против 11% в 1 кв. 2011 г.), и все более значительную роль начинают играть зарубежные проекты. В России же объемы добычи за квартал сократились на 1%. Вследствие сезонных факторов, а также ремонтных работ объемы нефтепереработки на российских НПЗ компании в отчетном квартале оказались на 4% ниже, чем год назад, и составили около 641 тыс. барр./сутки.

**И выручка, и EBITDA увеличились квартал к кварталу.** Консолидированная выручка TNK-BP International в отчетном квартале выросла на 3% по отношению к 4 кв. 2011 г. и на 16% год к году до 16,1 млрд долл. Рост в основном объясняется повышением цен на углеводороды, так как объемы поставок снизились квартал к кварталу. При этом в сегменте сырой нефти особенно сильно сократились экспортные продажи, а в сегменте нефтепродуктов, наоборот, продажи на внутреннем рынке. EBITDA в 1 кв. 2012 г. составила 3,6 млрд долл., что на 9% меньше, чем в 1 кв. 2011 г., и на 3% больше, в предыдущем квартале. Снижение год к году объясняется высокой базой 1 кв. 2011 г., обусловленной крупными разовыми доходами. Впрочем, эффект базы был частично компенсирован ростом цен на нефть и усилением контроля над операционными и транспортными расходами. Рост EBITDA квартал к кварталу также связан с жестким контролем над расходами – операционными и коммерческими. В то же время негативное давление на операционную эффективность оказывают закупки нефти и нефтепродуктов, продолжающие расти опережающими темпами. На этом фоне рентабельность по EBITDA составила 23%, что в целом на уровне 4 кв. 2011 г. и ниже, чем 28% в 1 кв. 2011 г., которые, как мы уже упоминали, объясняются разовыми статьями.

**Значительные денежные потоки позволяют поддерживать низкую долговую нагрузку.** Контроль за оборотным капиталом позволил компании в январе–марте увеличить операционный денежный поток на 34% квартал к кварталу и на 47% год к году до 3,4 млрд долл. В сочетании с более медленным ростом капвложений, составивших 1,4 млрд долл. (+19% квартал к кварталу; +20% год к году), это обеспечило увеличение свободного денежного потока до 2 млрд долл. Полученные средства были направлены на дивиденды и выплаты по обязательствам, в результате долг TNK-BP International за первые три месяца 2012 г. сократился на 9% до 7,4 млрд долл. При этом несколько увеличилась (до 15%) доля краткосрочных заимствований: основные погашения компании предстоят в ближайшие годы (порядка 1,6 млрд долл. в 2013 г. и 1,5 млрд долл. в 2014 г.). На этом фоне руководство TNK-BP International заявило о возможном размещении новых выпусков еврооблигаций. Уровень долговой нагрузки у компании – один из самых низких в отрасли, отношение Долг/EBITDA по итогам 1 кв. 2012 г. составило 0,5 против 0,6 в 2011 г.

#### Обращающиеся выпуски

TMENRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
TNK BP '13	600 \$	7,50	13 мар 13	1,71
TNK BP '15	500 \$	6,25	2 фев 15	3,32
TNK BP '16	1000 \$	7,50	18 июл 16	4,13
TNK BP '17	800 \$	6,63	20 мар 17	4,13
TNK BP '18	1100 \$	7,88	13 мар 18	4,50
TNK BP '20	500 \$	7,25	2 фев 20	4,76

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Основные финансовые показатели

TNK-BP International по 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
Рентаб. по EBITDA, %	24,8	22,7	23,4
Чистая рентаб., %	15,2	14,0	16,2
Опер. ден. поток	6,6	9,7	10,5
Капвложения	(2,5)	(3,5)	(4,6)
		6,2	5,9
Основные средства	17,8	19,7	22,7
Денежные средства	0,9	1,8	1,2
Дебит. задолженность	4,0	3,5	5,3
Кредит. задолженность	1,7	2,0	2,3
Собственный капитал	16,4	18,9	20,8
Активы	29,4	33,1	37,1
Долг, в т.ч.:	7,0	7,1	8,0
краткосрочные займы	1,4	1,1	1,0
долгосрочные займы	5,6	6,1	7,0
Чистый долг	6,0	4,7	6,3
Краткосрочные займы/Долг	0,2	0,1	0,1
Долг/EBITDA	0,8	0,7	0,6
Чистый долг/EBITDA	0,7	0,5	0,4
EBITDA/Проценты к уплате	33,1	42,1	58,2
Капитал/Активы	0,6	0,6	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Из бондов интерес может представлять TMENRU'16.** Больших сюрпризов отчетность компании не принесла: рентабельность по EBITDA достаточно стабильна, а долговая нагрузка низкая. Однако, учитывая предстоящие вложения в освоение российских месторождений на Ямале, а также в реализацию зарубежных проектов, дальнейшего снижения долговой нагрузки ждать не стоит. По нашим оценкам, в ближайший пару лет рентабельность компании немного упадет – до 22–23%, а отношение Долг/EBITDA будет находиться на уровне 0,7–0,8. Сейчас в обращении находятся шесть выпусков еврооблигаций эмитента, и, на наш взгляд, интерес может представлять только TMENRU'16, спреда которого чуть шире, чем у остальных выпусков, – на 10–15 б.п.

### Высокому кредитному качеству пока ничто не угрожает

Ключевые финансовые показатели TNK-BP International по МСФО за 1 кв. 2012 г., млрд долл.

	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	1 кв.12/ 4 кв.11, %	1 кв.12/ 1 кв.11, %
Выручка	45	14	16	60	16	2	16
ЕБИТДА	10	4	4	14	4	3	(5)
Чистая прибыль	6	3	2	10	2	2	(6)
Рентаб. по EBITDA, %	23	28	23	23	23		
Чистая рентаб., %	14	19	15	16	15		
Опер. ден. поток	10	2	3	11	3	34	47
Капвложения	(4)	(1)	(1)	(5)	(1)	19	20
Основные средства	20	20		23	24	4	
Денежные средства	2	3		1	1	(37)	
Дебит. задолженность	3	4		5	5	4	
Кредит. задолженность	2	2		2	4	68	
Собственный капитал	19	21		21	21	-	
Активы	33	36		37	38	3	
Долг, в т.ч.:	7	7		8	7	(8)	
краткосрочные займы	1	2		1	1	8	
долгосрочные займы	6	5		7	6	(11)	
Чистый долг	5	4		6	7	5	
Краткосрочные займы/Долг	0,1	0,2		0,1	0,1		
Долг/EBITDA	0,7	0,6		0,6	0,5		
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,4		0,4	0,5		
EBITDA/Проценты к уплате	42	59	79	58	40		
Капитал/Активы	0,6	0,6		0,6	0,5		

Источники: данные 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	Чист. долг/ ЕВITDA	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 страны</b>											
	Chevron		159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6
	СолосФиллипс		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 страны</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 страны</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
	СолосФиллипс	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 страны</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	
2011	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/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	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-	5 974	5 047	84,5	1 000	2,4	2 966	0,6	0,5	1,2	0,6
	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	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	2,0
	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			3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	1,7	1,7
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  
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 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 2012