

**5 марта 2012**
**Долговой рынок**
**Комментарий к отчетности ТНК-ВР по МСФО за 2011 год**

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-) является вертикально интегрированной компанией, имеющей добывающие, перерабатывающие и сбытовые предприятия в России и Украине;
- ТНК-ВР входит в десятку крупнейших нефтяных компаний в мире по объемам добычи нефти;
- ТНК-ВР, образованная в 2003 году в результате слияния нефтяных и газовых активов ВР и ААР (Альфа, Аксес/Ренова), которые владеют компанией ТНК-ВР на паритетной основе;
- Выручка ТНК-ВР по итогам 2011 года выросла на треть, достигнув значения \$60 млрд;
- Показатель EBITDA за прошлый год составил \$14,6 млрд;
- Чистая прибыль за 2011 год составила \$9 млрд, что более чем в 1,5 раза выше уровня 2010 года;
- Компания имеет низкую долговую нагрузку: по итогам 2011 года значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА составило 0,55, Чистый долг/ЕБИТДА 0,47.

**Кредитный профиль**

Долговая нагрузка ТНК-ВР остается на одном из самых низких уровней в нефтегазовой отрасли России, ниже только у Лукойла. Рост финансового долга ТНК-ВР за прошлый год составил около 13% - до \$8 млрд. Временная структура долга сохраняется на комфортном уровне: доля долгосрочного долга составляет 87,5%.

Структура долга предусматривает погашение порядка \$1 млрд в текущем году (\$500 млн - еврооблигации, \$444 млн - банковские кредиты).

По итогам 2011 года значение показателя Финансовый долг/ЕБИТДА у ТНК-ВР составил 0,55, у Лукойла - 0,49, показатель Чистый долг/ЕБИТДА ТНК-ВР - 0,43, Лукойл - 0,34.

**Финансовые результаты (млн долл.)**

	2 010	2011
Выручка	44 646	60 199
ЕБИТДА	10 391	14 601
Финансовый долг	7 129	8 047
Чистый долг	5 285	6 883

**Основные коэффициенты**

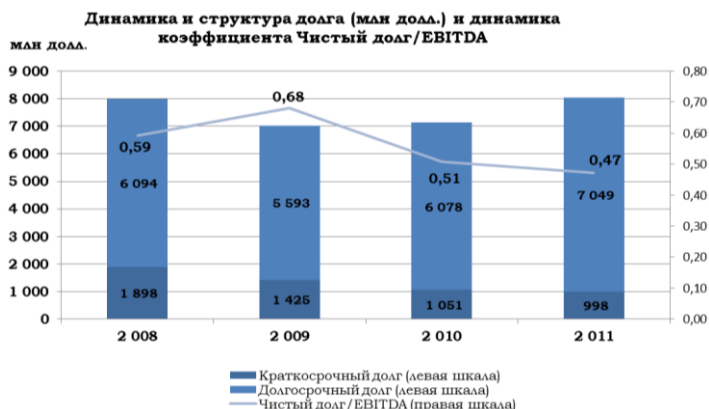
	2010	2011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,15	0,12
Чистый долг/ЕБИТДА	0,51	0,47
Рентабельность по ЕБИТДА, %	23,3%	24,3%

**Кредитный рейтинг**

Moody's	S&P	Fitch
Ваа2	ВВВ-	ВВВ-

**Еврооблигации**

Выпуск	Доходность, %	Цена, %
ТНК-ВР, 2012	-	100,29%
ТНК-ВР, 2013	1,00%	106,56%
ТНК-ВР, 2015 (LPN)	3,35%	107,97%
ТНК-ВР, 2016	3,90%	114,48%
ТНК-ВР, 2017	4,10%	111,55%
ТНК-ВР, 2018	4,42%	118,31%
ТНК-ВР, 2020 (LPN)	4,88%	115,78%



Источник: данные компании, расчеты UFS



Капитальные затраты в 2011 году составили \$4,6 млрд, что существенно ниже уровня ЧДП (\$10,5 млрд). Таким образом, свободный денежный поток ТНК-ВР остается на высоком уровне, \$5,9 млрд соответственно.

Ликвидность компании мы оцениваем как высокую. Объем денежных средств на конец прошлого года составил \$1,2 млрд.

На 2012 год инвестиционная программа ТНК-ВР оценивается примерно в \$6 млрд, что почти на треть выше инвестпрограммы прошлого года. Средства планируется направить в разведку и добычу. Половину сумму планируется направить на проекты в Западной Сибири, \$700-800 млн – на зарубежные проекты (Вьетнам и Венесуэла). Остальные средства пойдут на следующие проекты: Уват, Верхнечонск, Каменное месторождение в Нягани и Ямал.

По итогам 2011 года, ТНК-ВР занимает третье место по объему добычи нефти после Роснефти (114,5 млн тонн) и Лукойла (90,7 млн тонн). В прошлом году объем добычи нефти ТНК-ВР составил 87 млн тонн, что на 2% выше объемов добычи в 2010 году. На долю ТНК-ВР приходится 14% объемов добычи нефти в России. Всего в 2011 году в России было добыто 511,4 млн тонн нефти. Россия по-прежнему остается на первом месте в мире по объему добычи нефти.

По итогам прошлого года в России было добыто 670,5 млрд кубометров газа. По добыче газа в мире Россия уступает только США. Увеличение объемов добычи газа ТНК-ВР за прошлый год составило 9,3% - до 14,1 млрд кубометров. Природный газ добывается в месторождениях Роспана (3,3 млрд кубометров). Западная Сибирь обеспечивает свыше 80% получаемого попутного газа.

ФАС (Федеральная антимонопольная служба) наложила на ТНК-ВР штраф на сумму 1,4 млрд рублей за создание дискриминационных условий на оптовом рынке автомобильного бензина. Кроме того, компания установила монополично высокие цены во II-III кварталах прошлого года. Учитывая объем штрафа, у компании не возникнет проблем с его уплатой.

С учетом всего вышеизложенного, мы оцениваем финансовый риск эмитента как невысокий.

### Финансовые результаты

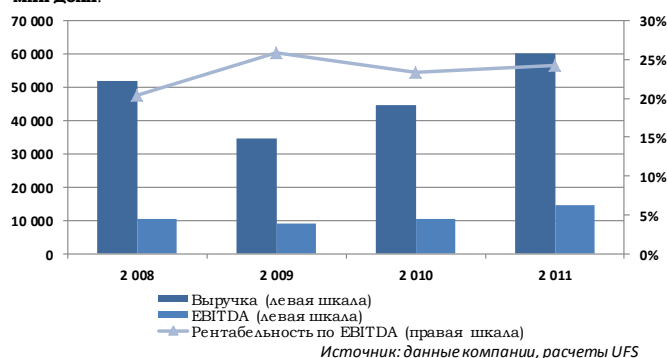
Финансовые результаты компании ТНК-ВР по итогам прошлого года выглядят весьма сильно. По итогам прошлого года компании удалось увеличить выручку на треть (до \$60,2 млрд) за счет высоких нефтяных цен. Значение чистой прибыли выросло на 55% и составило \$9,7 млрд. Так, цена нефти марки Urals за прошлый год выросла на 16%.

Негативное влияние фактора снижения добычи нефти на старых месторождениях Западной Сибири покрывалось ростом добычи нефти на новых участках Верхнечонского и Уватских месторождений.

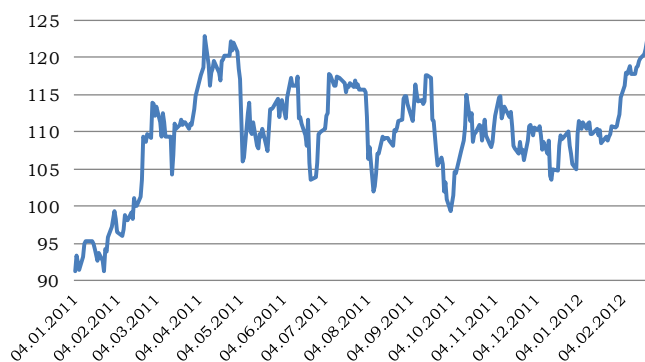
Добыча нефти в месторождениях Западной Сибири уже несколько лет подряд демонстрируют снижение довольно быстрыми темпами. По итогам 2011 года добыча нефти в этом регионе снизилась на 5,1% - до 319 млн баррелей (против 336 млн баррелей в 2010 году).

Что касается добычи нефти на недавно запущенных участках Верхнечонского месторождения и Уватских месторождений, то рост добычи в 2011 году составил почти 60%.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA  
млн долл.



Цена нефти Urals, \$ за баррель



Источник: Bloomberg, анализ UFS



Темп роста операционной прибыли ТНК-ВР за прошлый год составил 45% - до \$12 млрд (около \$8,3 млрд за 2010 год). Такие темпы роста операционной прибыли обеспечили высокий уровень чистого денежного потока от операционной деятельности (\$10,5 млрд).

Показатель EBITDA за 2011 год вырос на 41% и достиг рекордного уровня в \$14,6 млрд. Для сравнения, по итогам 2010 года EBITDA компании составила только \$10,2 млрд.

Рентабельность по EBITDA по итогам 2011 года составила 24%, что практически соответствует уровню 2010 года (25%).

В целом за весь год рост финансовых показателей компании был обусловлен повышением стоимости мировых цен на энергоресурсы и сохраняющимися высокими темпами добычи нефти.

### **Долговые обязательства компании**

В настоящее время на рублевом долговом рынке бумаг ТНК-ВР нет, а на рынке еврооблигаций обращается 7 выпусков совокупным объемом \$5 млрд. Одни из займов объемом \$500 млн погашается в конце марта текущего года.

Наиболее близким конкурентом ТНК-ВР является Лукойл. Обе компании имеют одинаковые кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств Moody's Baa2, S&P BBB- и Fitch BBB-. По объему бизнеса ТНК-ВР уступает Лукойлу примерно в 2 раза, зато показатели чистой прибыли у обеих компаний сопоставимы. Кроме того, по итогам 2011 года темп роста выручки ТНК-ВР (+35%) гораздо выше Лукойла (+27%).

Что касается финансовой нагрузки, то у ТНК-ВР она несколько выше, чем у Лукойла. Так, соотношение Финансовый долг/EBITDA у ТНК-ВР составляет 0,55, у Лукойла 0,49, а значение Чистый долг/EBITDA ТНК-ВР составляет 0,47 против 0,34 у Лукойла.

С начала года котировки на рынке евробондов преимущественно росли. Так вслед за рынком и большинство выпусков ТНК-ВР продемонстрировали рост. Если в конце прошлого года спред между евробондами ТНК-ВР и Лукойла составлял около 50 б.п., то в настоящее время на длинной кривой ТНК-ВР-20 торгуются даже с дисконтом к Лукойлу-20 порядка 20 б.п. На коротком отрезке кривой выпуски евробондов ТНК-ВР торгуются на своей кривой вблизи своих справедливых уровней. Таким образом, в настоящее время интересных торговых идей среди евробондов ТНК-ВР нет.

	<b>ТНК-ВР</b>	<b>Лукойл</b>
<b>Выручка</b>	60 199	133 650
<b>Чистая прибыль</b>	9 728	9 826
<b>ЕБИТДА</b>	14 601	18 606
<b>Активы</b>	37 072	91 192
<b>Финансовый долг</b>	8 047	9 092
<i>Краткосрочный долг</i>	998	1 792
<i>Долгосрочный долг</i>	7 049	7 300
<b>Денежные средства</b>	1 164	2 753
<b>Чистый долг</b>	6 883	6 339
<b>ЧДП от операционной деятельности</b>	10 525	15 514
<b>Финансовый долг/EBITDA</b>	0,55	0,49
<b>Чистый долг/EBITDA</b>	0,47	0,34

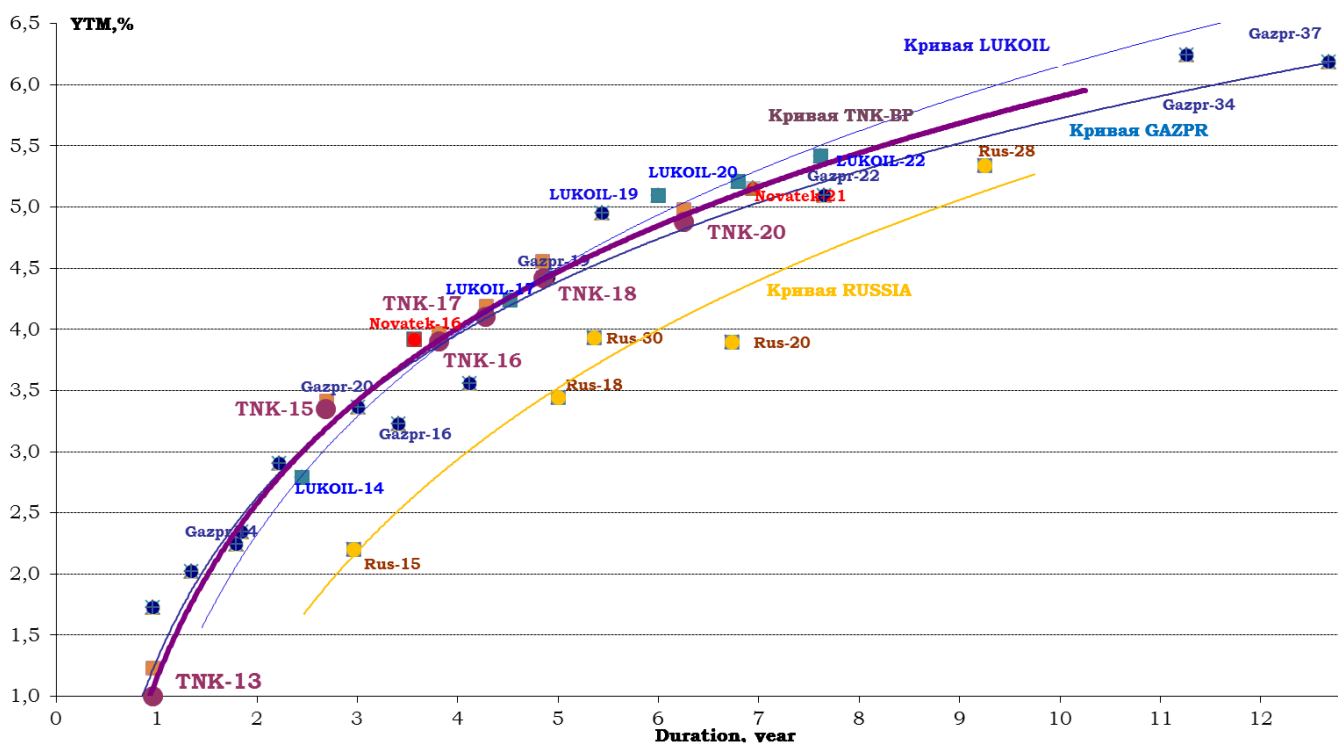
Источник: данные компаний по МСФО за 2011 год, расчеты UFS



Название евровыпусков	Объем эмиссии, млн долл.	Дата погашения	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая доходность, % годовых	Текущая цена, % от номинала
ТНК-ВР, 2012	500	20.03.2012	6,125%	-	100,29%
ТНК-ВР, 2013	600	13.03.2013	7,500%	1,00%	106,56%
ТНК-ВР, 2015 (LPN)	500	02.02.2015	6,250%	3,35%	107,97%
ТНК-ВР, 2016	1000	18.07.2016	7,500%	3,90%	114,48%
ТНК-ВР, 2017	800	20.03.2017	6,625%	4,10%	111,55%
ТНК-ВР, 2018	1100	13.03.2018	7,875%	4,42%	118,31%
ТНК-ВР, 2020 (LPN)	500	02.02.2020	7,250%	4,88%	115,78%

Источник: данные Cbonds, Bloomberg, расчеты UFS

### Еврооблигации нефтегазовых компаний и ТНК-ВР (на 5 марта 2012 года)



## Приложение

Показатели, млн долл.	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
Выручка	10 237	20 747	32 143	44 646	13 821	29 203	44 502	60 199
Операционная прибыль	1 849	3 669	5 644	8 264	3 374	6 233	8 996	12 001
Чистая прибыль	1 364	2 632	4 192	6 269	2 584	4 869	7 358	9 728
ЕБИТДА	2 286	4 671	7 233	10 391	3 943	7 412	10 987	14 601
Процентные расходы	70	137	185	241	65	130	197	242
ЧДП от операционной деятельности	1 973	3 929	6 941	9 682	2 333	5 941	7 964	10 525
Капитальные затраты	894	1 755	2 686	3 529	1 195	2 431	3 441	4 604
Свободный денежный поток	1 079	2 174	4 255	6 153	1 138	3 510	4 523	5 921
Активы	30 397	30 145	31 348	33 126	36 042	35 394	37 121	37 072
Финансовый долг	7 283	6 559	6 318	7 129	7 050	6 924	7 781	8 047
Краткосрочный долг	955	640	990	1 051	1 567	1 596	1 124	998
Долгосрочный долг	6 328	5 919	5 328	6 078	5 483	5 328	6 657	7 049
Денежные средства	1 473	527	1 915	1 844	2 586	1 050	2 396	1 164
Чистый долг	5 810	6 032	4 403	5 285	4 464	5 874	5 385	6 883

Показатели	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
<b>Коэффициенты</b>								
Финансовый долг/активы	0,24	0,22	0,20	0,22	0,20	0,20	0,21	0,22
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,13	0,10	0,16	0,15	0,22	0,23	0,14	0,12
Финансовый долг/ЕБИТДА	0,80	0,70	0,66	0,69	0,59	0,53	0,55	0,55
Чистый долг/ЕБИТДА	0,64	0,65	0,46	0,51	0,37	0,45	0,38	0,47
ЕБИТДА/проценты	32,66	34,09	39,10	43,12	60,66	57,02	55,77	60,33
Рентабельность по ЕБИТДА	22,3%	22,5%	22,5%	23,3%	28,5%	25,4%	24,7%	24,3%

Источник: данные компании, расчеты UFS

### Примечание:

- Отчетность эмитента рассматривается по МСФО, если не указано иное;
- Итоги торгов корпоративными облигациями на 05.03.12

**Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:**  
[research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

