

Сильные результаты в 2021 г., позитивные ожидания на 2022 г.

21 сентября 2022 г.

Нурлан Жиентаев, CFA

Выпуски облигаций			
	Цена	УТМ	Объем, млн \$
Tengiz 2.625% 08/15/2025	86.6	7.9%	500
Tengiz 4.0% 08/15/2026	86.3	8.2%	1 000
Tengiz 3.25% 08/15/2030	74.4	7.6%	750

Основные акционеры	
Chevron Overseas	50%
KazMunaiGas	20%
ExxonMobil Kazakhstan	25%
LUKARCO	5%

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BBB-	негатив.	13 июля 22
Moody's	Baa2	нейтрал.	30 июля 20

Фин. показатели млн \$	2021	2020	2019
Доходы	15 926	9 213	16 309
Операционная прибыль	7 186	2 502	8 239
ЕВITDA	9 540	4 801	10 084
Прибыль за период	5 030	1 751	5 767
Активы	45 264	41 533	38 308
Ден. средства и экв.	768	120	118
Итого текущие активы	2 783	1 499	2 053
Долгосрочные активы	42 480	40 034	36 256
Обязательства	12 437	11 336	9 863
Текущие обязательства	3 437	1 686	3 163
Долгосрочные обязательства	9 000	9 650	6 700
В т.ч. Долг	9 000	9 650	6 700
В т.ч. Облигации	2 250	2 900	3 700
Капитал	32 827	30 197	28 445

Коэффициенты	2021	2020	2019
Маржа ЕВITDA	60%	52%	62%
Маржа чистой прибыли	32%	19%	35%
Чистый долг/ЕВITDA (x)	0.86	1.98	0.65
Чистый долг*/ЕВITDA (x)	0.16	0.58	0.36
Долг/Капитал (x)	0.27	0.32	0.24
ROA	12%	4%	15%
ROE	16%	6%	20%

* без учета займов акционеров

Источник: данные Компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

В начале сентября Тенгизшевройл (ТШО) опубликовал финансовую отчетность за 2021 г., согласно которой выручка в прошлом году выросла на 73% г/г до \$15.9 млрд. Операционные расходы увеличились на 13% г/г до \$1.08 млрд, при этом выплаты по роялти возросли на 130% г/г до \$2.94 млрд. В итоге чистая прибыль увеличилась в 2.9 раза г/г до \$5 млрд.

Основным драйвером роста выручки и чистой прибыли стал рост цен на нефть. Средняя цена нефти марки Brent в 2021 г. составляла \$70 за баррель (+67% г/г).

В 2022 г. ТШО столкнулся с перебоями в работе КТК. Однако это не оказало существенного влияния на деятельность ТШО. Принимая во внимание дальнейший рост цен на нефть в текущем году (средняя цена за 9M2022 г. \$105 за баррель), мы ожидаем существенный рост выручки и чистой прибыли ТШО по итогам 2022 г.

Сохранение неопределенности вокруг КТК наряду с ростом учетной ставки ФРС США привело к снижению рыночных цен на облигации ТШО (снижение с начала года на 15%-30%). **Учитывая стабильное финансовое состояние компании и привлекательную доходность ее долговых инструментов, мы рекомендуем Покупать облигации Тенгизшевройл.**

Высокие цены на нефть привели к значительному увеличению чистой прибыли компании. За 2021 г. общая выручка увеличилась на 73% г/г до \$15.9 млрд. При этом в 2021 г. средние мировые цены на нефть марки Brent выросли на 67% г/г, а объем добычи ТШО остался на уровне 2020 г. Операционные расходы компании возросли на 13% г/г до \$1.08 млрд, маркетинговые и транспортные расходы сократились на 7% г/г до \$1.7 млрд. Выплаты по роялти выросли на 130% г/г до \$2.94 млрд. В итоге чистая прибыль увеличилась в 2.9 раза г/г до \$5 млрд.

Добыча нефти осталась на прошлогоднем уровне. В 2021 г. объем добычи нефти вырос всего на 0.1% г/г и составил 26.48 млн тонн. При этом в 2019 г. было добыто 29.79 млн тонн. Проект «Будущего Роста – Проект Управления Устьевым Давлением» на месторождении Тенгиз планируется завершить в 2023 г., что должно увеличить объемы добычи нефти на 12 млн тонн в год. По итогам 2021 г. совокупные затраты по данному проекту составили \$38.3 млрд, а общий прогресс исполнения достигает 89%.

Низкая долговая нагрузка и высокая кредитоспособность. Коэффициент чистый долг/ЕВITDA по итогам 2021 г. составил 0.86, что свидетельствует о низкой долговой нагрузке, а коэффициент чистый долг/ЕВITDA без учета займов акционеров составил всего 0.16. На фоне высокой рентабельности это свидетельствует о высокой кредитоспособности компании. Долги представлены в основном кредитами от Chevron и Exxon Mobil (\$6.75 млрд) на аналогичных условиях с облигациями (\$2.25 млрд). Погашения займов и облигаций приходится на 2025, 2026 и 2030 годы, то есть после завершения инвестиционных проектов. Соответственно, в ближайшие 3 года у компании не ожидается существенной потребности в ликвидности. В 2021 г. компания выплатила дивиденды на сумму \$2.04 млрд.

Сбои в работе Каспийского Трубопроводного Консорциума. С началом военного конфликта между РФ и Украиной стали наблюдаться перебои в отгрузках нефти через КТК в порту Новороссийска. Напомним, что порядка 80% всего казахстанского экспорта нефти транспортируется именно по этому трубопроводу. Среди официальных причин перебоев в транспортировке назывались погодные условия, неразорвавшиеся снаряды времен Великой Отечественной войны, нарушения экологического законодательства РФ. С одной стороны, нарастающая динамика санкций в отношении РФ приводит к росту мировых цен на нефть (при этом РФ

продает свою нефть с дисконтом), с другой стороны, перебои в работе КТК отрицательно сказываются на деятельности ТШО. В связи со сложившейся ситуацией с КТК, Казахстан рассматривает возможности по диверсификации маршрутов экспорта нефти.

Существует несколько альтернативных КТК маршрутов экспорта нефти в обход территории РФ. Это Казахстанско-Китайский трубопровод (ККТ), трубопровод Баку-Тбилиси-Джейхан (БТД), Казахстанская каспийская система транспортировки (ККСТ) и перевозка ж/д цистернами в Узбекистан и Кыргызстан.

Министр энергетики РК Болат Акчулаков считает, что для расширения мощности ККТ с целью перенаправления потоков КТК потребуется не менее 3 лет. Это подразумевает расширение действующих мощностей ККТ, которые составляют 20 млн тонн в год на отрезке Атасу-Алашанькоу и 10 млн тонн в год на отрезке Кенкияк-Кумколь, а также расширение нефтепровода Атырау-Кенкияк, мощность которого составляет всего 6 млн тонн в год. К тому же нет понимания относительно того готов ли Китай покупать такие объемы нефти у Казахстана, т.к. крупные месторождения Китая расположены в приграничных с Казахстаном районах.

Нефтепровод БТД мощностью около 50 млн тонн в год заполнен всего на 45-50%. Минусами данного направления являются необходимость инвестировать в нефтепроводы до Актау, модернизировать и расширить порт Актау (текущая мощность около 5 млн тонн в год), инвестировать в строительство танкерного флота и инфраструктуру терминалов Баку. Для того, чтобы акционеры действующих нефтепроводов ККТ и БТД начали инвестировать в расширение мощностей, им необходимы гарантии по заполнению нефтепроводов и контракты формата «качай или плати».

Проект ККСТ рассматривался ранее Казахстаном в качестве одного из вариантов транспортировки нефти с м. Кашаган. В случае реализации данного проекта предполагается строительство нефтепроводов до порта Курык, расширение мощности порта Курык, увеличение танкерного флота на Каспии, расширение нефтяных терминалов в Баку.

Перевозка ж/д цистернами является самой дорогостоящей с точки зрения транспортировки 1 тонны нефти, к тому же это потребует закупа большого количества цистерн, окажет большую нагрузку на пропускную способность и инфраструктуру железнодорожной сети РК. Дополнительным минусом является то, что Узбекистан и Кыргызстан скорее всего не будут покупать нефть по мировым ценам и потребуют существенных скидок. К тому же эти страны смогут закупать лишь небольшую часть нефти, экспортируемой через КТК.

Помимо того, что для реализации альтернативных КТК маршрутов транспортировки нефти в обход РФ необходимы существенные инвестиции, договоренности с партнерами и сроки реализации от 3 лет, все они менее выгодны в сравнении с КТК с точки зрения стоимости транспортировки.

Потенциальные риски. Самым существенным риском для ТШО является ограничение экспорта нефти через территорию РФ. Однако принимая во внимание геополитическую заинтересованность Москвы в регионе, участие в проекте КТК крупных международных компаний, роль ТШО и КТК в экономике РК, можно ожидать, что разногласия с РФ по поводу экспорта через КТК в среднесрочной перспективе, вероятнее всего, будут урегулированы. При этом мы не исключаем вероятность того, что РФ попытается компенсировать часть своих потерь на европейском рынке нефти за счет тарифного регулирования транзита казахстанской нефти по своей территории.

Даже если допустить долгосрочную остановку деятельности КТК и, соответственно, ТШО, то мы не ожидаем затруднений с обслуживанием долга по облигациям ТШО, так как в этом случае акционеры будут заинтересованы в погашении облигаций и сохранении контроля над первоклассными по мировым стандартам нефтяными активами, стоимость которых гораздо выше суммы долга.

При этом сохраняется высокая вероятность того, что ФРС США продолжит ужесточать денежно-кредитную политику на фоне сохранения высоких темпов инфляции. Начало раунда ужесточения ДКП ФРС уже отрицательно сказалось на цене облигаций ТШО и будет продолжать оказывать влияние на цену облигаций ТШО в будущем.

Существующие альтернативные КТК маршруты пока не смогут в полной мере обеспечить экспорт казахстанской нефти в силу ограниченной пропускной способности или из-за отсутствия необходимой инфраструктуры. Поэтому КТК останется в краткосрочной и среднесрочной перспективе основным магистральным направлением экспорта казахстанской нефти. В связи с этим, потенциальные риски, связанные с возможными перебоями в работе трубопровода КТК, сохраняются.

Рис. 1. Динамика цен облигаций

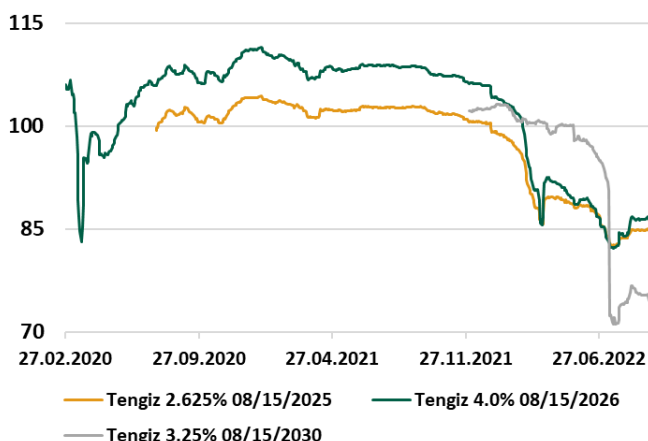


Рис. 2. Доходность к погашению облигаций, %

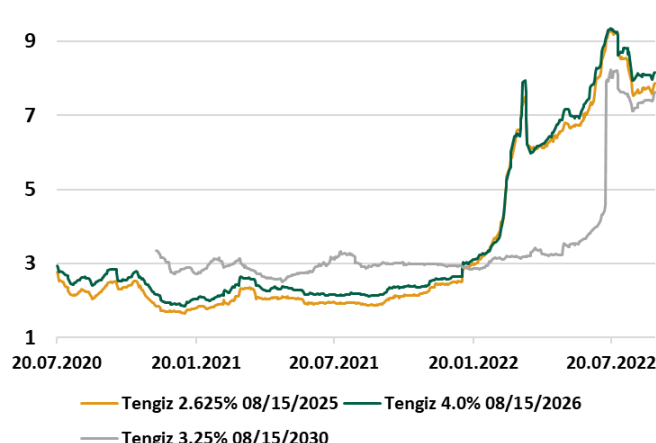


Рис. 3. Финансовые результаты

Баланс, млн USD	2021	2020	2019
Деньги и денежные эквиваленты	768	120	118
Дебиторская и прочая задолженность	1 529	833	1 392
Запасы	46	19	23
Предоплата и авансы выданные	440	526	520
Итого текущие активы	2 783	1 499	2 053
Долгосрочные активы	42 442	39 998	36 215
Долгосрочная дебиторская задолженность	39	36	40
Итого долгосрочные активы	42 480	40 034	36 256
Кредиторская задолженность	269	374	632
Начисленные обязательства	3 027	1 147	2 414
Проценты к уплате	140	165	117
Итого текущие обязательства	3 437	1 686	3 163
Долгосрочные займы	9 000	9 650	6 700
Итого долгосрочные обязательства	9 000	9 650	6 700
Уставной капитал	50	50	50
Нераспределенная прибыль	32 777	30 147	28 395
Итого собственный капитал	32 827	30 197	28 445
Итого активы	45 264	41 533	38 308
Отчет о прибылях и убытках, млн USD	2021	2020	2019
Итого выручка	15 926	9 213	16 309
Операционные расходы	1 083	955	1 002
Расходы по проектам	43	28	44
Изменения в запасах	-27	4	32
Расходы по маркетингу и транспортировке	1 712	1 841	2 104
Износ и амортизация	1 857	1 754	1 490
Базовые роялти	2 941	1 279	3 006
Дополнительные роялти	634	305	36
Расходы по финансированию	496	545	355
Итого расходы	8 740	6 711	8 070
Прибыль до налогообложения	7 186	2 502	8 239
Корпоративный подоходный налог	2 156	751	2 472
Чистая прибыль	5 030	1 751	5 767

Отчет о движении денежных средств, млн USD	2021	2020	2019
Чистый денежный поток от операционной деятельности	8 339	3 967	7 455
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	-4 474	-6 429	-10 243
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-3 217	2 464	2 376
Увеличение / (уменьшение) денежных средств за период	648	2	-413
Деньги и денежные эквиваленты на начало года	120	118	531
Деньги и денежные эквиваленты на конец года	768	120	118

Рис. 4. Структура долга Тенгизшевройл на конец 2021 г., млн USD

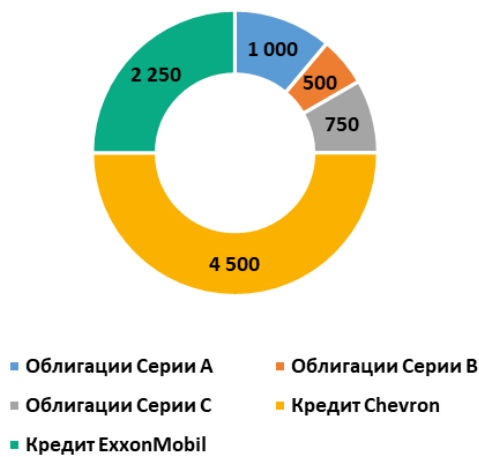


Рис. 5. График погашения долгов Тенгизшевройл, млн USD

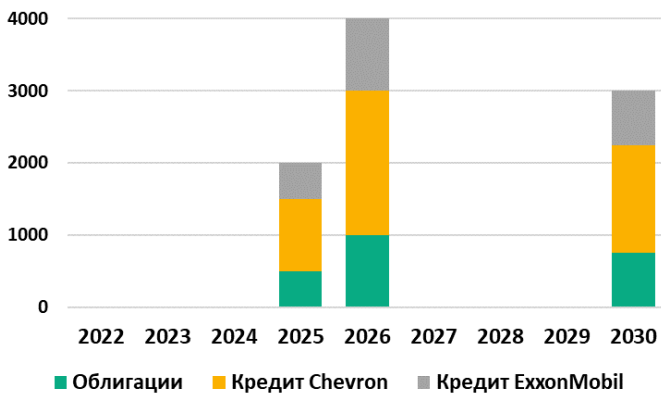
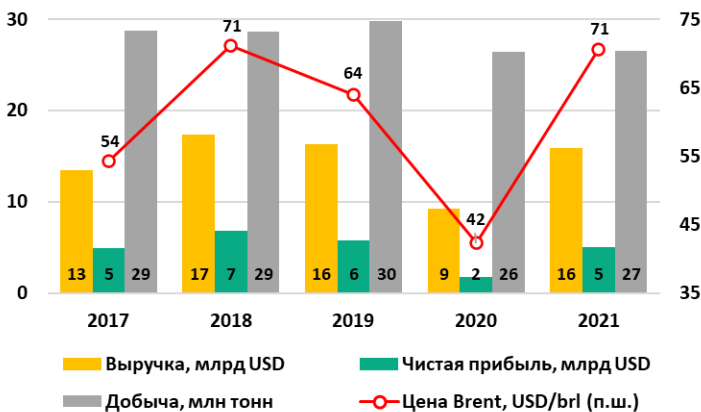


Рис. 6. Финансовые и операционные показатели



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halysk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2022 г., все права защищены.

Департамент исследований

E-mail
research@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance