

ПЕРВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ КОМПАНИИ ПО МСФО ВЫГЛЯДИТ ОЧЕНЬ ДОСТОЙНО

Еще один повод для покупки облигаций Башнефти

Хорошие операционные показатели и высокая рентабельность.

Вчера Башнефть впервые опубликовала некоторые финансовые показатели за I квартал 2010 г. по МСФО. К сожалению, компания не представила полной версии отчетности, что не позволяет провести детальный анализ (более полный отчет, как мы полагаем, будет опубликован по итогам полугодия), однако в целом объявленные показатели дают представление о финансовом положении Башнефти, которое мы в настоящий момент оцениваем как очень устойчивое. В плане операционных показателей добыча Башнефти в I квартале выросла на впечатляющие 17,5% относительно уровня годичной давности и составила 3,4 млн т. Выручка и OIBDA эмитента значительно превышают уровень того же периода прошлого года (рост на 165% и 195% соответственно). Рост показателей был достигнут за счет более благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке нефти и существенного увеличения продаж в натуральном выражении (экспорт нефти вырос на 72% до 800 тыс. т, компания начала экспортировать нефтепродукты (1,5 млн т), на внутреннем рынке продажи нефтепродуктов увеличились в 18 раз до 2,5 млн т). Отметим, что норма OIBDA Башнефти (21% в I квартале 2010 г.) – достаточно высокий показатель по отраслевым меркам: у ЛУКОЙЛа рентабельность по OIBDA составляет 15,4%, у Газпром нефти – 18,6%, у ТНК-ВР – 22,3% и Alliance Oil – 20,2%.

Долговая ситуация – без сюрпризов. С точки зрения долговой ситуации эмитента опубликованная отчетность не преподнесла сюрпризов. Общий объем долга Башнефти на отчетную дату составлял 1,7 млрд долл. и целиком классифицировался как долгосрочный. В структуре долга 96% приходилось на рублевые облигации, размещенные компанией в конце прошлого года (три выпуска на 50 млрд руб.). Отношение Долг/OIBDA эмитента, по нашей оценке, было весьма консервативным – 0,7. В дальнейшем Башнефть намерена ограничивать долговую нагрузку отношением Долг/OIBDA на уровне менее 3. Теоретически, это означает, что компания может увеличить долг более чем в четыре раза с текущего уровня. Столь масштабное увеличение левереджа эмитента представляется нам достаточно маловероятным в среднесрочной перспективе. По сути, это может случиться лишь в случае, если Башнефть будет участвовать в крупных сделках слияния-поглощения, которые, согласно опубликованной недавно новой стратегии компании, в принципе, не исключены. Например, увеличение левереджа Башнефти до уровней, обозначенных компанией как предельные, представляется нам реальным в случае последующей консолидации в отчетности эмитента показателей Русснефти, однако, на наш взгляд, пока это дело отдаленного будущего. Стратегия Башнефти по заимствованиям на 2010 г. предполагает привлечение новых кредитных ресурсов в российских банках, а также предэкспортное финансирование в западных

Высокая рентабельность

Финансовые показатели Башнефти по МСФО, млн долл.

	I кв.10	I кв.09	Изм. за год, %
Выручка	2912	1 101	165
OIBDA	613	208	195
Чистая прибыль	296	101	193
Капитальные вложения	103	198	(48)
Совокупный долг	1726	18	-
Краткосрочный долг	0	0	-
<i>Коэффициенты</i>			
Рентабельность по OIBDA, %	21,1	18,9	
OIBDA/Процентные расходы	11,6	63,0	
Совокупный долг/OIBDA*	0,7	0,02	

* OIBDA за истекшие 12 месяцев

Источники: Башнефть, оценка УРАЛСИБа

кредитных организациях. В 2011–2012 гг. компания может привлечь заимствования на рынках публичного капитала (как внутреннем, так и внешнем). В то же время мы полагаем, что представленные компанией планы весьма условны и могут быть скорректированы.

Прогноз Стабильный. В целом мы сохраняем умеренно положительный взгляд на перспективы развития Башнефти. В I квартале 2010 г. добыча Башнефти на 4,5% превысила прогноз компании. Как мы и предполагали, вслед за этим Башнефть пересмотрела сверстанный ранее план по добыче на текущий год в сторону повышения – с 13,4 млн т до 13,2 млн т нефти. Это предполагает увеличение добычи на 9,8% по сравнению с 2009 г., что должно положительно сказаться на финансовом результате компании. Увеличению добычи будет способствовать приобретение компанией 49% акций Русснефти за 100 млн долл. весной нынешнего года. Объем капвложений Башнефти в 2010 г. представляется нам достаточно умеренным – он оценивается руководством компании в 21 млрд руб. (около 665 млн долл.), что на 30% выше, чем в 2009 г. В I квартале капзатраты Башнефти составили 103 млн долл. Добавим, что в нынешнем году около 38% объема капитальных вложений компании предполагается направить на развитие перерабатывающего бизнеса. Мы высоко оцениваем усилия контролирующего акционера компании, АФК «Система» (ВВ/ВаЗ/ВВ-), по повышению инвестиционной привлекательности Башнефти. Так, в апреле нынешнего года Башнефть впервые раскрыла объем своих запасов по международной классификации. Согласно аудиту, проведенному Miller & Lents, на конец 2009 г. доказанные запасы Башнефти (категория 1P) составляли 1,3 млрд барр. (177,4 млн т) нефти, а включение в общий показатель вероятных и возможных запасов дает 2,1 млрд барр. (286,5 млн т), что при текущем объеме добычи обеспечивает деятельность компании более чем на 20 лет. Очередным шагом к повышению уровня информационной открытости Башнефти стала вчерашняя публикация ее первой отчетности по международным стандартам. К основным кредитным рискам компании, по-нашему мнению, относятся вероятное увеличение долгового бремени в дальнейшем, значительные дивидендные выплаты (совет директоров рекомендовал выплатить дивиденды за 2009 г. в размере 22,5 млрд руб., что на 39% больше чистой прибыли Башнефти по РСБУ) и большие инвестиционные аппетиты основного акционера, АФК «Система».

Ожидаемое получение эмитентом рейтинга – основной катализатор ценового роста облигаций Башнефти. Как сообщает Интерфакс со ссылкой на вице-президента компании по экономике и финансам Алексея Курача, Башнефть продолжает предпринимать усилия для получения международного кредитного рейтинга. На наш взгляд, текущий кредитный профиль компании заслуживает рейтинга не ниже ВаЗ/ВВ-, то есть того же уровня, что и у АФК «Система» (ВВ/ВаЗ/ВВ-). В настоящее время облигации Башнефти торгуются с премией в размере примерно 140 б.п. к обязательствам Системы. Таким образом, после присвоения Башнефти рейтинга спред, теоретически, может сузиться до нуля. В любом случае, мы считаем текущую премию к бумагам материнской компании явно избыточной и даже сейчас оцениваем справедливый спред приблизительно в 100 б.п. Мы сохраняем рекомендацию на покупку облигаций Башнефти.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktintkv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakov@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, 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 2010