

ХОРОШАЯ ОТЧЕТНОСТЬ, НО ИДЕЙ В ОБЛИГАЦИЯХ ВСЕ РАВНО НЕ ВИДНО

Отчетность за I квартал 2011 г. по МСФО

Темпы роста добычи пока остаются высокими – надолго ли? Вчера Башнефть опубликовала хорошую отчетность за I квартал 2010 г. по МСФО, в которой впервые в полном виде представлены бухгалтерский баланс и отчет о движении денежных средств. Выручка выросла на 15% квартал к кварталу и на 42% год к году до 4,1 млрд долл., что можно объяснить как ростом операционных показателей, так и продолжающимся ростом цен на энергоносители на мировых рынках. Добыча нефти повышается уже восьмой квартал подряд – с января по март Башнефть добыла 3,7 млн т нефти, что на 1% больше показателя IV квартала 2010 г. и на 9% превосходит уровень годичной давности. Росту добычи способствовала активизация геолого-технических работ. Однако это также поддерживает повышение себестоимости добычи нефти – на 4% квартал к кварталу и на 9% год к году до 6,7 долл./барр. Мы полагаем, что Башнефти в ближайшее время не удастся сохранить достигнутые темпы роста добычи, и в дальнейшем они немного снизятся. Объемы нефтепереработки в отчетном квартале сократились на 5% квартал к кварталу, но выросли на 4% год к году до 5 млн т. Компания объясняет отрицательную динамику показателя переориентацией на более рентабельный экспорт нефти, о чем также свидетельствует уменьшение доли нефтепереработки в выручке до 64% по сравнению с 68% в последнем квартале прошлого года. При этом компания все больше делает акцент на экспорт – продажи нефтепродуктов за рубеж постоянно увеличиваются, а их доля в выручке downstream-сегмента поднялась до 58% по сравнению с 43% в IV квартале и 44% в I квартале 2010 г.

Рост выручки и рентабельности, долговая нагрузка пока остается на комфортных уровнях

Ключевые финансовые показатели Башнефти за I квартал 2011 г. по МСФО

	2009	I кв. 10	IV кв. 10	2010	I кв. 11	I кв.11/ IV кв. 10, %	I кв.11/ IV кв.10, %	I кв.11/ 2010, %
Выручка	6,8	2,9	3,6	13,3	4,1	15	42	
OIBDA*	1,2	0,6	0,5	2,5	0,9	66	40	
Чистая прибыль	0,5	0,3	0,6	1,5	0,4	(22)	47	
Рентабельность OIBDA, %	18,4	21,1	14,4	18,8	20,7			
Чистая рентабельность, %	7,0	10,2	15,4	11,6	10,5			
Операционный денежный поток	1,2	(0,2)	0,8	1,4	0,2	(77)	(193)	
Капитальные вложения	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(34)	211	
Основные средства				9,6	10,8			13
Денежные средства	1,2	0,8		1,1	0,9			(18)
Долгосрочные займы	1,7			3,1	3,3			7
Краткосрочные займы	0,1			0,8	0,8			5
Собственный капитал				8,0	9,0			13
Активы				15,0	16,6			11
Финансовый долг, в т.ч.:	1,7	1,8		3,9	4,2			7
краткосрочные займы	0,1			0,8	0,8			5
долгосрочные займы	1,7			3,1	3,3			7
Чистый долг	0,6	1,0		2,8	3,3			16
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,0			0,2	0,2			
Фин. долг / EBITDA	1,4	0,7		1,6	1,5			
Чистый долг / EBITDA	0,5	0,4		1,1	1,2			
EBITDA / Проценты к уплате	59,5	10,2	3,9	7,0	7,3			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* скорректированная в IV квартале и по итогам всего 2010 г.

Рентабельность на стабильно высоком уровне. OIBDA в отчетном квартале выросла на 66% квартал к кварталу и на 40% год к году до 0,9 млрд долл., что соответствует довольно неплохой рентабельности по OIBDA на уровне 21%. Столь внушительный квартальный рост объясняется эффектом низкой базы предыдущего квартала в связи с корректировкой на переоценку доли Башнефти в Белкамнефти на сумму, которая, по нашей оценке, составляет около 450 млн долл. Кроме

того, рентабельность по-прежнему находится под давлением роста себестоимости закупок нефти и транспортных расходов. Также рост цен на нефть привел к увеличению налоговой нагрузки на Башнефть на 15% квартал к кварталу и на 57% год к году. Еще одним следствием произошедшей в IV квартале 2010 г. переоценки стало квартальное снижение чистой прибыли в I квартале текущего года на 22% до 434 млн долл., что соответствует чистой рентабельности в 11%.

Капвложения по-прежнему значительные. В январе–марте 2011 г. денежный поток от основной деятельности по сравнению с I кварталом 2010 г. перешел в положительную зону и составил 181 млн долл. Однако на фоне роста капвложений более чем в три раза год к году до 174 млн долл. свободный денежный поток компании едва удержался в положительной зоне и составил около 8 млн долл. Как обычно, большая часть инвестиций (около 54%) была направлена в добычу, тогда как в нефтепереработку было инвестировано около 29%. Как следствие, на фоне оттока денежных средств по финансовой деятельности совокупный денежный поток вновь оказался отрицательным, что привело к сокращению объема денежных средств на балансе за три месяца 2011 г. на 18% до 873 млн долл.

Долговая нагрузка стабилизировалась на вполне комфортных уровнях. За первые три месяца 2011 г. долг компании рос намного медленнее, чем в соответствующем периоде прошлого года, увеличившись всего на 6% до 4,2 млрд руб. На фоне роста рентабельности это стало причиной небольшого снижения долговой нагрузки с 1,6 в 2010 г. до 1,5 в терминах Долг/EBITDA. В силу уменьшения объема денежных средств и роста чистого долга, отношение Чистый долг/EBITDA поднялось до уровня 1,2 с 1,1 в 2010 г. Структура долга не вызывает опасений – доля краткосрочных обязательств стабильно держится около 20% и полностью покрывается запасами денежных средств. Однако на фоне предстоящего освоения месторождений имени Требса и Титова и, соответственно, роста капвложений, долг компании в будущем будет расти, а долговая нагрузка может подняться до уровня 2 в терминах Долг/EBITDA. Кроме того, потенциальное присоединение Русснефти с ее огромным долгом также чревато увеличением долговой нагрузки.

Потенциала роста не видно. Сейчас в обращении находятся три выпуска Башнефти, все с погашением в декабре 2016 г. и offerтой в декабре 2012 г., которые торгуются со спредами к кривой ОФЗ в размере около 145 б.п. Сравнимый по дюрации выпуск материнской компании АФК Система ОЗ предлагает премию к кривой ОФЗ в районе 115 б.п., таким образом, дисконт к бумагам Башнефти составляет примерно 30 б.п. На наш взгляд, это не оставляет потенциала для сужения премии бумаг Башнефти к АФК «Система» в силу разницы в рейтингах, масштабах и риске роста долговой нагрузки. На данный момент мы не видим перспектив у облигаций Башнефти, которые, по нашему мнению, торгуются на справедливых уровнях.

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, sonyushkinada@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

Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

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

Наталия 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

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 Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрот, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011