

### КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО НА ХОРОШЕМ УРОВНЕ. ОБЛИГАЦИИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

#### Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по МСФО

**Операционные показатели продолжают расти.** Вчера Башнефть представила в целом хорошие результаты за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., которые оказались несколько лучше наших ожиданий. Рост операционных показателей продолжается как в добыче, так и в нефтепереработке. В отчетном квартале компания добыла 3,7 тыс. т нефти, что на 2% больше, чем в предыдущем квартале, и на 7% больше, чем во 2 кв. 2010 г.; в 1 п/г 2011 г. добыча увеличилась на 8% год к году до 7,4 тыс. т нефти. Увеличение объемов в основном объясняется более интенсивной эксплуатацией старых месторождений и, как следствие, повышением среднего дебита скважин, из-за чего сохраняется тенденция к росту себестоимости добычи – удельные затраты в 1 п/г текущего года выросли на 18% год к году до 7,2 долл./барр. Объемы производства нефтепродуктов на НПЗ компании выросли за апрель–июнь на 13% квартал к кварталу и на 3% год к году до 5 тыс. т, сократившись в 1 п/г 2011 г. на 2% год к году до 9,4 тыс. т. Это обусловлено как продолжающейся переориентацией компании на более рентабельную продажу нефти (эта тенденция наблюдается с 1 кв. 2011 г.), так и ремонтом одного из НПЗ компании. Смена приоритетов Башнефти подтверждается и ростом продаж нефти – на 19% и на 22% год к году в 2 кв. и 1 п/г 2011 г. соответственно, при том что выручка от продажи нефтепродуктов увеличилась лишь на 3% и 4% год к году. Отметим, что компания продает все больше нефти на внутреннем рынке, а нефтепродукты предпочитает отправлять на экспорт.

**Продажи нефтепродуктов – основной фактор роста выручки.** Со 2 кв. Башнефть не учитывает результаты Башкирэнерго и де-консолидировала их из своей отчетности, в том числе за предыдущие периоды. Улучшение операционных показателей и возросшие цены на углеводороды поддержали рост выручки, которая в отчетном квартале увеличилась на 30% квартал к кварталу и на 36% год к году до 4,5 млрд долл., в то время как полугодовая выручка выросла на 28% год к году и составила 8 млрд долл. В структуре выручки доля экспорта нефтепродуктов прежняя – около 44%, доля внутренних продаж нефтепродуктов повысилась до 35%, а доля экспорта нефти снизилась до 16%. Мы полагаем, что в ближайшие кварталы на фоне стабилизации цен на нефть и замедления роста добычи и переработки выручка будет расти более скромными темпами.

**Рентабельность стабильно высокая.** Несмотря на опережающий рост налоговой нагрузки и стоимости закупок нефти и нефтепродуктов, темпы роста EBITDA во 2 кв. 2011 г. были сравнимы с темпами увеличения выручки, что позволило сохранить рентабельность по EBITDA на достаточно высоком уровне. EBITDA в отчетном квартале увеличилась на 33% квартал к кварталу и на 35% год к году до 0,9 млрд долл., а по итогам января–июня на 25% год к году до 1,7 млрд долл. Соответственно, рентабельность по EBITDA

#### Обращающиеся выпуски Башнефти

Выпуск	Купон	Оф./Пог.	Валюта	Доходность
Башнефть 01	12,50	21.12.2012	РУБ	7,33
Башнефть 02	12,50	21.12.2012	РУБ	7,35
Башнефть 03	12,50	21.12.2012	РУБ	7,40

Источники: Bloomberg

#### Динамика показателей Башнефти

МСФО, млрд долл.	2009	2010
Выручка	6,8	13,3
EBITDA	1,2	2,4
Чистая прибыль	0,5	1,5
Рентабельность EBITDA, %	18,4	18,3
Чистая рентабельность, %	7,0	11,6
Операционный денежный поток	1,2	1,4
Капитальные вложения	(0,6)	(0,5)
Денежные средства	1,2	1,1
Долгосрочные займы	1,7	3,1
Краткосрочные займы	0,1	0,8
Фин. долг, в т.ч.:	1,7	3,9
краткосрочные займы	0,1	0,8
долгосрочные займы	1,7	3,1
Чистый долг	0,6	2,8
Краткосрочные займы / Фин. Долг	0,0	0,2
Фин. долг / EBITDA	1,4	1,6
Чистый долг / EBITDA	0,5	1,2
EBITDA / Проценты к уплате	59,5	6,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

составила 21% по итогам 2 кв. и 1 п/г 2011 г. Между тем в ближайшие месяцы рентабельность компании окажется под давлением налоговой нагрузки, которая продолжит расти, учитывая эффект запаздывания при укреплении цен на нефть, а также введение новой схемы расчета экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты с 1 октября. В результате этих изменений Башнефть пострадает сильнее большинства компаний отрасли, поскольку ей придется закупать много нефти, а существенная часть ее нефтепродуктов, идущих на экспорт, – темные (пошлина будет увеличена как раз на темные нефтепродукты). С другой стороны, ее расходы на закупку нефти могут снизиться. Чистая прибыль Башнефти увеличилась на 34% квартал к кварталу и на 55% год к году до 582 млн долл., а по итогам 1 п/г – на 51% год к году до 1 млрд долл.

**Капвложения выросли, но долговая нагрузка стала немного меньше.** Несмотря на более чем двукратный рост год к году капвложений в отчетном квартале, свободный денежный поток Башнефти вырос до 233 млн долл., а по итогам полугодия до 240 млн долл. В то же время из-за прочих инвестиций в размере около 266 млн долл. совокупный денежный поток в январе–июне оказался отрицательным, что привело к сокращению денежных средств на балансе. Суммарный долг компании за 2 кв. 2011 г. незначительно вырос – до 4,2 млрд долл., а чистый долг стал выше на 2% и составил 3,2 млрд долл. На фоне повысившейся рентабельности это привело к незначительному снижению долговой нагрузки – до 1,5 в терминах долг/ЕБИТДА с 1,6 в 2010 г. Мы не ожидаем, что до конца года Башнефти потребуется осуществить капвложения в таких объемах, что ей не хватит собственных средств, поэтому долговая нагрузка компании, скорее всего, сохранится на текущих уровнях.

**У облигаций есть небольшой потенциал роста.** Сейчас в обращении находятся три выпуска Башнефти, все с погашением в декабре 2016 г. и офертой в декабре 2012 г., торгующиеся со спредами к кривой ОФЗ в размере около 190 б.п. В то же время премия к сопоставимым бумагам материнской АФК «Система» в последние дни составляет около 50–60 б.п. Учитывая достаточно устойчивое самостоятельное кредитное качество эмитента при отсутствии у него рейтингов, справедливая премия бумаг Башнефти не должна превышать 30 б.п., что предполагает наличие небольшого потенциала роста у облигаций компании.

### Выручка растет при сохранении рентабельности, долговая нагрузка стабилизировалась

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по МСФО, млрд долл.

	2 кв. 10	1 п/г 10	1 кв. 11	2 кв. 11	1 п/г 11	2 кв. 11/ 1 кв. 11	2 кв. 11/ 2 кв. 10	1 п/г 11/ 1 п/г10
Выручка	3,3	6,2	3,5	4,5	8,0	30	36	28
ЕБИТДА	0,7	1,3	0,7	0,9	1,6	33	35	26
Чистая прибыль	0,4	0,7	0,4	0,6	1,0	34	55	51
Рентабельность ЕБИТДА, %	21	21	20	21	21			
Чистая рентабельность, %	11	11	12	13	13			
Операционный денежный поток	(0,1)	0,1	0,2	0,4	0,6	139	(756)	380
Капитальные вложения	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	15	239	225
Основные средства	-	-	10,8	-	9,4	(13)		
Денежные средства	-	0,6	0,9	-	1,0	14		
Долгосрочные займы	-	-	3,3	-	3,4	1		
Краткосрочные займы	-	-	0,8	-	0,8	1		
Собственный капитал	-	-	9,0	-	7,2	(20)		
Активы	-	-	16,6	-	15,4	(7)		
Фин. долг, в т.ч.:		2,2	4,2		4,2	1		
краткосрочные займы		-	0,8		0,8	1		
долгосрочные займы		-	3,3		3,4	1		
Чистый долг		1,6	3,3		3,2	(2)		
Краткосрочные займы / Фин. долг		-	0,2		0,2			
Фин. долг / ЕБИТДА		0,8	1,6		1,5			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,6	1,3		1,1			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	11,4	10,7	6,0	7,9	6,9			

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

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

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

Артемий Самойлов, samojlova@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  
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@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

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@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  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, 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 2011