

## КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ПОВЫШАЕТСЯ, ОБЛИГАЦИИ СТАЛИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЕЕ

### Отчетность по МСФО за 4 кв. 2011 г., присвоен рейтинг «Ba2» от Moody's

**Возобновление роста операционных показателей.** Вчера Башнефть последней их крупных нефтяных компаний представила финансовые результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО, которые, по нашему мнению, в целом являются умеренно позитивными. В отчетном квартале операционные показатели компании незначительно выросли – добыча нефти в октябре–декабре увеличилась на 1% за квартал и на 5% год к году до 3,8 млн т, поднявшись по итогам всего года на 7% до 15,1 млн т. Стоит отметить, что в 4 кв. компании удалось стабилизировать среднесуточную добычу на уровне 305 тыс. т/сутки. и при этом снизить удельные затраты на добычу с 7 долл./барр. до 6 долл./барр. Однако на фоне предпринятых компанией мер по интенсификации добычи последний показатель по итогам года повысился до 6,9 долл./барр. с 6,0 долл./барр. в 2010 г. В сегменте переработки последний квартал 2011 г. оказался удачнее предыдущего: производство нефтепродуктов поднялось на 2,4% за квартал и на 4% год к году до 4,9 млн т, однако за весь 2011 г. сократилось на 1% до 19,2 млн т. Квартальный рост и снижение по итогам года объясняются ремонтными работами на НПЗ компании в середине года, что, помимо прочих факторов, привело к увеличению доли светлых продуктов в переработке до 61%.

**Квартальное снижение выручки объясняется негативной динамикой цен на нефть.** Повышения операционных показателей оказалось недостаточно для того, чтобы компенсировать снижение цен на углеводороды в 4 кв. 2011 г., и в итоге выручка опустилась на 8% по сравнению с предыдущим кварталом до 4,1 млрд долл. По итогам всего 2011 г. консолидированная выручка Башнефти поднялась на 24% до 16,6 млрд долл. Если посмотреть на выручку в разрезе бизнес-сегментов, в продажах нефти существенных изменений не отмечается – доля экспорта по-прежнему превышает 90%. В то же время в нефтепродуктах доля экспорта существенно упала – с уровня выше 50% до 43%. При этом также снизилась доля продаж в страны дальнего зарубежья и, соответственно, увеличилась в страны СНГ. На наш взгляд, указанные изменения обусловлены перераспределением объемов компании в связи с введением налогового режима «60/66».

**Налоговый режим «60/66» способствовал повышению рентабельности.** EBITDA Башнефти в 4 кв. 2011 г. выросла на 8% за квартал и на 35% год к году до 820 млн долл., а по итогам года – на 24% до 3,2 млрд долл. При этом рентабельность по EBITDA поднялась в отчетном квартале до 20% с 17% в 3 кв. и 4 кв. 2010 г., а за весь 2011 г. показатель повысился до 20% с 18% в 2010 г. Одной из основных причин квартального повышения рентабельности стало снижение стоимости закупаемой нефти и нефтепродуктов в связи с перенаправлением части собственной нефти на переработку. Кроме того, компания смогла компенсировать негативные эффекты от введения налогового режима «60/66», увеличив долю продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке и СНГ, что позволило заметно снизить налоговую нагрузку (экспортные пошлины снизились 18% за квартал до 1 млрд долл.) и стоимость транспортировки (-19% за квартал до 187 млн долл.). Чистая рентабельность в 4 кв. 2011 г. осталась вблизи значения предыдущего квартала – около 9%, в то время как снижение по итогам года объясняется крупными неденежными доходами в 2010 г.

#### Обращающиеся выпуски

BANEFT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Башнефть-2	15 000 R	12,50	22 дек 12	8,11
Башнефть-1	15 000 R	12,50	22 дек 12	7,98
Башнефть-3	20 000 R	12,50	22 дек 12	7,90
Башнефть БО-1	10 000 R	9,35	5 дек 13	8,28
Башнефть-4	10 000 R	9,00	19 фев 15	9,02

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Динамика показателей Башнефти

МСФО, млрд долл.

	2010	2011	2012П
Выручка	13,3	16,5	14,4
EBITDA	2,4	3,2	2,9
Чистая прибыль	1,5	1,8	1,2
Рентабельность по EBITDA, %	18,3	19,5	20,4
Чистая рентабельность, %	11,6	11,0	8,3
Операционный денежный поток	1,4	2,2	2,0
Капитальные вложения	(0,5)	(0,9)	1,1
Основные средства	9,6	7,9	
Денежные средства	1,1	0,9	0,8
Долгосрочные займы	3,1	3,0	
Краткосрочные займы	0,8	0,4	
Собственный капитал	8,0	7,0	
Активы	15,0	13,6	15,7
Долг, в т.ч.:	3,9	3,4	3,1
краткосрочные займы	0,8	0,4	0,6
долгосрочные займы	3,1	3,0	2,5
Чистый долг	2,8	2,5	2,3
Краткосрочные займы / Долг	0,2	0,1	0,2
Долг / EBITDA	1,6	1,0	1,1
Чистый долг / EBITDA	1,2	0,8	0,8
EBITDA / Проценты к уплате	6,8	6,4	
Капитал / Активы	0,5	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Стабильно положительный денежный поток...** Башнефти приходится увеличивать свою инвестиционную программу как с целью поддержания добычи на старых месторождениях, так и для развития новых, в том числе в рамках крупнейшего проекта – месторождений имени Требса и Титова. В этой связи капзатраты компании в 4 кв. 2011 г. увеличились на 16% за квартал и немного снизились год к году до 256 млн долл., в то время как по итогам всего 2011 г. они выросли на 73% до 851 млн долл. На фоне квартального снижения операционного денежного потока (-27% за квартал), свободный денежный поток в 4 кв. сократился до 425 млн долл., но вырос по итогам года на 52% до 1,4 млрд долл. Мы полагаем, что в текущем году компания продолжит наращивать инвестпрограмму, которая достигнет порядка 1 млрд долл., в основном ввиду необходимости дальнейшего развития месторождений Требса и Титова.

**...позволил сохранить курс на снижение долговой нагрузки.** На фоне достаточно скромного свободного денежного потока в 4 кв. 2011 г. величина долга Башнефти осталась на прежнем уровне, однако по итогам всего 2011 г. долг сократился на 14% до 3,4 млрд долл. Чистый долг за последние три месяца 2011 г. снизился на 12% до 2,5 млрд долл. Как следствие, долговая нагрузка продолжила снижаться, и по итогам 2011 г. отношение Долг/EBITDA опустилось до 1,0 с 1,1 за 9 мес. 2011г. и 1,6 в 2010 г. Коэффициент Чистый долг/EBITDA по итогам года снизился до 0,8 с 1,2 в 2010г. Мы не ожидаем существенного увеличения долга компании в текущем году, так как свободного денежного потока должно хватить на покрытие растущей инвестпрограммы. С другой стороны, учитывая традиционно высокие дивиденды Башнефти, ощутимое сокращение долга также представляется маловероятным. По нашей оценке, в 2012 г. долговая нагрузка компании в терминах Долг/EBITDA останется в пределах 1,2.

### Повышение рентабельности и снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 4 кв. и 2011 г. по МСФО, млрд долл.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	Изм. за кв., %	Изм. за год., %	2011	Изм. за год., %
Выручка	3,6	13,3	4,5	4,1	(8)	14	16,5	24
EBITDA	0,6	2,4	0,8	0,8	8	35	3,2	33
Проценты к уплате	(0,1)	(0,4)	(0,1)	(0,2)	33	15	(0,5)	42
Чистая прибыль	0,6	1,5	0,4	0,4	(12)	(32)	1,8	17
Рентабельность по EBITDA, %	16,9	18,3	17,1	20,1			19,5	
Чистая рентабельность, %	15,4	11,6	9,5	9,2			11,0	
Операционный денежный поток	0,8	1,4	0,9	0,7	(27)	(14)	2,2	59
Капитальные вложения	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,3)	16	(2)	(0,9)	73
Основные средства		9,6	8,4		(6)		7,9	(17)
Денежные средства		1,1	0,4		101		0,9	(17)
Долгосрочные займы		3,1	3,4		(12)		3,0	(5)
Краткосрочные займы		0,8	0,0		2 371		0,4	(47)
Собственный капитал		8,0	6,7		5		7,0	(12)
Активы		15,0	13,0		4		13,6	(9)
Долг, в т.ч.:		3,9	3,4		0		3,4	(13)
краткосрочные займы		0,8	0,0		2 371		0,4	(47)
долгосрочные займы		3,1	3,4		(12)		3,0	(5)
Чистый долг		2,8	2,9		(15)		2,5	(12)
Краткосрочные займы / Долг		0,2					0,1	
Долг / EBITDA		1,6					1,0	
Чистый долг / EBITDA		1,2					0,8	
EBITDA / Проценты к уплате	4,5	6,8	6,6	5,3			6,4	
Капитал / Активы		0,5					0,5	

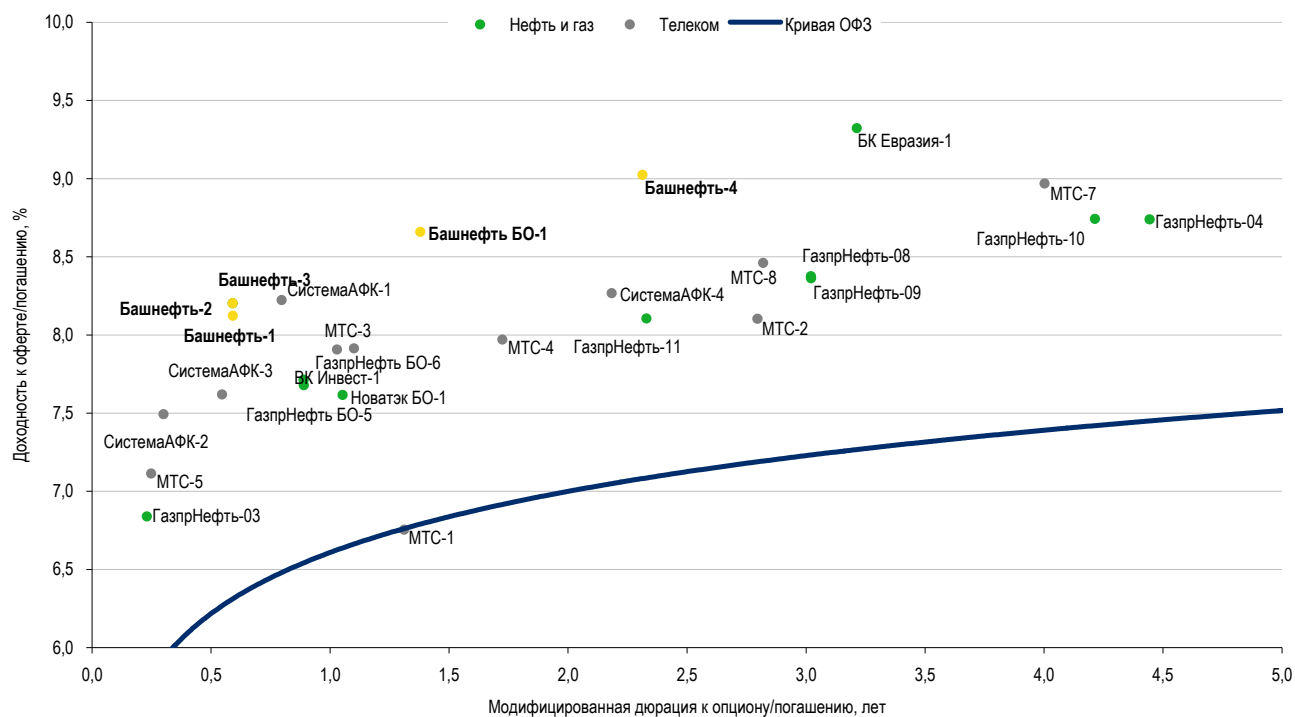
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Присвоен рейтинг, облигации стали выглядеть очень интересно.** Вчера международное агентство Moody's присвоило рейтинг Башнефти на уровне «Ba2», прогноз «Стабильный». Это первый рейтинг компании от одного из трех крупнейших международных рейтинговых агентств, который всего на одну ступень выше, чем рейтинг материнской АФК «Система» (BB/Ba3/BB-). Таким образом, снимается основное ограничение для включения облигаций Башнефти в ломбардный список Банка России, что должно повысить ликвидность бумаг, а также снизить их доходность. Сейчас в обращении находится пять выпусков компании общим номинальным объемом 70 млрд руб., однако часть серий 01, 02 и 03 была выкуплена по оферте осенью прошлого года. Тем не менее практически все выпуски демонстрируют сравнительно неплохую ликвидность, торгуясь с премией к кривой ОФЗ в районе 180–190 б.п. Мы полагаем, что на фоне улучшающихся финансовых показателей и присвоения рейтинга от Moody's доходности облигаций обладают потенциалом снижения примерно на 50 б.п. до уровня чуть выше бумаг АФК Система (BB/Ba3/BB-) и МТС (BB/Ba2/BB+).

См. карту доходностей и таблицу на следующих страницах.

## Неплохой потенциал снижения доходностей

Доходности облигаций (по состоянию на 20 апреля 2012 г.)



Источники: ММВБ

**Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора**

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	EBITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы		
2009	Газпром	94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6		
	Газпром нефть	24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6		
	ЛУКОЙЛ	68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7		
	ТНК-ВР	24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6		
	Транснефть	11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5		
	НОВАТЭК	2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6		
	Alliance Oil	1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6		
	Татнефть	12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6		
	Башнефть	6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7		
	Развитые рынки												
	Chevron		159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6	
	SonocoPhillips		136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4	
	ExxonMobil		275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5	
	Развивающиеся рынки												
CNOOC		15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7		
MOL		16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4		
Petrobras		91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5		
2010	Газпром		118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7	
	Газпром нефть		32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	ЛУКОЙЛ		86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	ТНК-ВР		44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть		15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6	
	Новатэк		3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5	
	Alliance Oil		13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5	
	Татнефть		32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	Башнефть		86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	Развитые рынки												
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5	
	SonocoPhillips	A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4	
	ExxonMobil	AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4	
	Развивающиеся рынки												
CNOOC	AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7		
MOL	BB+/-/BBB-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7		
Petrobras	BBB/A3/BBB	21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4		
2011П	Газпром	BBB/Baa1/BBB	144 818	56 673	39,1	40 516	0,9	52 677	0,9	0,8	2,0	2,0	
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7	
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7	
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,7	1,7	
	Транснефть	BBB/Baa1/-	20 636	10 237	49,6	7 567	0,8	18 944	1,9	1,3	2,8	2,8	
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 974	5 047	84,5	1 000	2,4	2 966	0,6	0,5	1,2	0,6	
	Alliance Oil	B+/-/B	3 311	702	21,2	970	0,6	1 568	2,2	1,8	1,4	1,4	
	Татнефть	-/BA2/BB	21 986	3 885	17,7	1 910	1,2	4 777	1,2	0,9	2,2	2,2	
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	2,0	
	2012П	Газпром		153 637	56 841	37,0	43 697	1,0	66 553	1,2	1,0	2,1	2,1
		Газпром нефть		37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	1,0
		ЛУКОЙЛ		123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	2,0
		ТНК-ВР		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 752	0,7	0,5	1,5	1,5
		Транснефть		21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	2,6
Новатэк			7 499	3 353	44,7	298	9,7	2 338	0,7	0,3	1,3	1,3	
Alliance Oil			3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	1,7	1,7	
Татнефть			21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	2,2	
Башнефть			14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	1,5	

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Стратегия

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

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@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

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрug, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@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 2012