

НЕПЛОХАЯ ОТЧЕТНОСТЬ; ОБЛИГАЦИИ НЕПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО

Добыча нефти растет быстрее переработки. В пятницу Башнефть опубликовала результаты по МСФО за IV квартал и весь 2010 г., которые почти совпали с нашими ожиданиями. Компания снова представила неполную отчетность, ограничившись публикацией отчета о прибылях и убытках, сокращенного отчета о движении денежных средств и отдельных балансовых показателей. Однако руководство компании обещало в ближайшие дни раскрыть полную версию отчета со всеми расшифровками. В IV квартале 2010 г. компания продолжила наращивать добычу нефти, которая увеличилась на 0,9% квартал к кварталу и составила 3,7 млн т, по итогам года показатель вырос на 15,6% до 14,1 млн тонн, что является одним из самых высоких значений в отрасли. Однако повышение темпов роста добычи повлекло увеличение расходов – удельная себестоимость добычи в IV квартале 2010 г. выросла на 4,1% квартал к кварталу до 6,4 долл./барр., а по итогам всего года она поднялась на 4,8% до 6,2 долл./барр. В тоже время объемы переработки в IV квартале уменьшились на 5,5% квартал к кварталу до 5,2 млн т вследствие профилактических работ на НПЗ компании, а также переориентации на более рентабельный экспорт нефти, что подтверждается ростом доли продажи нефти в консолидированной выручке – на 3 п.п. квартал к кварталу до 17% – при снижении доли продаж нефтепродуктов – на 2 п.п. до 68%.

Рост выручки и рентабельности по OIBDA. В отчетном квартале выручка Башнефти увеличилась на 3% квартал к кварталу до 3,6 млрд долл., а по итогам всего показатель вырос на 97% и составил 13,3 млрд долл. Основными факторами квартального роста поступлений стали увеличение объемов добычи и подорожание нефти на мировых рынках, а стремительное повышение выручки по сравнению с 2009 г. объясняется уходом от «давальческих» схем и консолидацией активов. Росту выручки также способствовало увеличение доли экспортных поставок нефти при одновременном перенаправлении нефтепродуктов на внутренний рынок. OIBDA в IV квартале прошлого года увеличилась на 46% до 992 млн долл., что соответствует рентабельности по OIBDA на уровне 27,6%, а по результатам всего года показатель вырос на 139% до 3 млрд долл. при рентабельности около 22,3%. Рост операционной эффективности был обеспечен как жестким контролем над издержками, так и переоценкой стоимости доли Башнефти в Белкамнефти. Без учета этой неденежной статьи результаты были бы немного скромнее: согласно нашим расчетам, сумма переоценки составляет порядка 400 млн долл., таким образом, если оставить эту статью «за скобками», рентабельность по OIBDA компании опустится до 16% в IV квартале и до 19% по итогам 2010 г., что все же выглядит достаточно неплохо по сравнению с показателями 2009 г. По этой же причине Башнефть показала внушительный результат и в части чистой прибыли, которая выросла на 75% до 555 млн долл. по итогам IV квартала 2010 г. и на 227% до 1,5 млрд долл. по итогам 2010 г.

Высокие потребности в инвестициях стали причиной отрицательного значения совокупного денежного потока. Денежный поток от основной деятельности по итогам 2010 г. вырос на 12% до 1,4 млрд долл., что с учетом снизившихся капвложений за этот же период (на 17% до 492 млн долл.) способствовало росту свободного денежного потока на 38% до 908 млн долл. Однако из-за того что совокупный отток денежных средств по инвестиционной деятельности в прошлом году составил 2 млрд долл., потребность Башнефти в денежных средствах оставалась высокой, в связи с чем ей пришлось вновь привлекать внешнее финансирование, что привело к росту долга, а также уменьшить объем денежных средств на балансе на 8,5% до 1,1 млрд долл. Насколько мы понимаем, большая часть инвестиций была направлена на лицензии месторождений им. Требса и Титова, а также приобретение розничных активов.

Долговая нагрузка продолжает расти, но медленнее, чем мы предполагали. По итогам 2010 г. долг Башнефти вырос на 125% и достиг 3,9 млрд долл., что на фоне роста OIBDA привело к снижению отношения Долг/OIBDA с 1,4 на конец 2009 г. до 1,3 в 2010 г. Однако ввиду ускорения динамики роста чистого долга (почти в четыре раза – до 2,8 млрд долл.), его отношение к OIBDA повысилось до 1,0 по сравнению с 0,5 в 2009 г. Кроме того, если исключить неденежную статью переоценки доли Башнефти в Белкамнефти, долговая нагрузка выросла бы примерно до 1,5 и 1,1 соответственно. Доля краткосрочных обязательств увеличилась с 4% в 2009 г. до 20% в 2010 г., что, на наш взгляд, некритично для компании, так как запаса ликвидности хватит на его обслуживание.

Компания привлекает партнеров и инвесторов. Недавно стало известно, что ЛУКОЙЛ примет участие в разработке месторождений им. Требса и Титова, для чего компания выкупит у Башнефти 25% акций ее «дочки», которой принадлежат лицензии на эти участки. Выгода для Башнефти очевидна: во-первых, компания компенсирует затраты на приобретение лицензий, во-вторых, дальнейшие расходы на развитие месторождений будут делиться пропорционально долям владения, и в третьих, ЛУКОЙЛ обеспечит доступ к своей трубопроводной системе, что позволит Башнефти сэкономить

на развитии собственной инфраструктуры. Кроме того, на прошлой неделе было объявлено, что, возможно, до конца года АФК «Система» продаст 25-процентный пакет акций Башнефти индийской ONGC. Появление крупного иностранного акционера (рыночная капитализация ONGC составляет около 60 млрд долл.) могло бы сделать компанию более привлекательной в глазах инвесторов.

Потенциала роста в облигациях Башнефти пока не видно. 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 на уровне около 165 б.п. В тоже время сравнимый по дюрации выпуск материнской компании АФК Система ОЗ (ВВ/ВаЗ/ВВ-) с офертой в ноябре 2012 г. котируется с премией к кривой ОФЗ в размере около 115 б.п. и предполагает дисконт к облигациям Башнефти на уровне 50 б.п. Дополнительным фактором, сдерживающим рост котировок, является относительно невысокая, на наш взгляд, прозрачность компании (неполная отчетность по МСФО), отсутствие рейтингов и неопределенность с консолидацией Русснефти по причине огромного долга последней. Если бы не эти моменты, облигации Башнефти, по нашему мнению, могли бы торговаться примерно на одном уровне с бумагами Системы, поскольку кредитное качество эмитента достаточно высокое. Пока же мы не видим перспектив у облигаций Башнефти, и с нашей точки зрения они торгуются на справедливых уровнях.

Выручка растет, долговая нагрузка стабилизировалась

Ключевые финансовые показатели Башнефти за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв. 10/ III кв. 10, %	IV кв. 10/ IV кв. 09, %	2010/ 2009
Выручка	2,6	6,8	3,5	3,6	13,3	3	38	97
ОIBDA	0,3	1,2	0,7	1,0	3,0	46	232	139
Чистая прибыль	0,2	0,5	0,3	0,6	1,5	75	126	227
ОIBDA, %	11,5	18,4	19,4	27,6	22,3			
Чистая прибыль, %	9,4	7,0	9,1	15,4	11,6			
Операционный денежный поток		1,2	0,5	0,8	1,4	63		12
Капитальные вложения		(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	128		(16)
Денежные средства		1,2			1,1			(8)
Финансовый долг, в т.ч.:		1,7			3,9			125
краткосрочные займы		0,1			0,8			1 162
долгосрочные займы		1,7			3,1			86
Чистый долг		0,6			2,8			397
Краткосрочные займы / ФД		0,0			0,2			
Финансовый долг / EBITDA		1,4			1,3			
Чистый долг / EBITDA		0,5			1,0			
EBITDA / Проценты к уплате	59,8	59,5	6,7	7,4	8,4			

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

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, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

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

Управление по рынкам долгового капитала

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, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@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

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@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 Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 оферта или предложение делать оферты. 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