

## РОСТ НА ЗАЕМНЫЕ СРЕДСТВА. ОБЛИГАЦИИ НА СПРАВЕДЛИВЫХ УРОВНЯХ

### Отчетность по US GAAP за 1 п/г 2011 г.

**Увеличение выручки за счет органического роста и приобретений.** Вчера Eurasia Drilling Company (EDC), материнская компания Буровой компании «Евразия», крупнейшего в России оператора нефтесервисных услуг, представила отчетность по US GAAP за 1 п/г 2011 г. В отчетном периоде компания увеличила объем бурения на 18% год к году – приблизительно до 2,3 млн м. Увеличение выручки по итогам полугодия было связано не только с органическим ростом бизнеса EDC, которая до 2011 г. практически не совершала покупок и росла за счет собственных активов. На этот раз существенный вклад в выручку внесли приобретения, совершенные в начале 2011 г. Прежде всего имеется в виду обмен активами со Schlumberger, в результате которого EDC получила Сибирскую геофизическую компанию и Самотлорский КРС – их вклад в прирост бурения составил около 8%. Росту выручки способствовало также увеличение доли более дорогих услуг, таких, например, как бурение горизонтальных скважин или бурение на шельфе. В свете этого выручка по итогам 1 п/г 2011 г. выросла на 46% год к году до 1,3 млрд долл., несколько превысив наш прогноз, что как раз было связано с новыми приобретениями.

#### Динамичный рост за счет заемных средств

Ключевые финансовые показатели EDC по US GAAP за 1 п/г 2011 г., млн долл.

	2008	1п/г 2009	2 009	1п/г 2010	2010	1п/г 2011	1п/г 11 / 1п/г 10	1п/г 11 / 2010
Выручка	2 102	673	1 382	862	1 812	1 265	47	
ЕБИТДА	453	98	320	200	437	267	33	
Чистая прибыль	221	78	165	105	207	151	44	
Рентабельность ЕБИТДА, %	22	15	23	23	24	21		
Чистая рентабельность, %	11	12	12	12	11	12		
Операционный денежный поток	310	169	410	110	323	125	14	
Капитальные инвестиции	(255)	(124)	(177)	(60)	(225)	(171)	184	
Основные средства	609		684		765	1 247		63
Денежные средства	279		434		629	534		(15)
Собственный капитал	881		1 002		1 185	1 389		17
Долгосрочные займы	171		150		286	628		119
Краткосрочные займы	92		32		118	271		130
Активы	1 446		1 523		1 954	2 766		42
Фин. долг, в т.ч.:	263		182		404	899		122
краткосрочные займы	92		32		118	271		130
долгосрочные займы	171		150		286	628		119
Чистый долг	(17)		(252)		(226)	365		(261)
Краткосрочные займы / ФД	0,3		0,2		0,3	0,3		
Фин. долг / ЕБИТДА	0,6		0,6		0,9	1,8		
Чистый долг / ЕБИТДА	(0,0)		(0,8)		(0,5)	0,7		
ЕБИТДА / Проценты к уплате	17	13	24	26	29	13		
Собственный капитал / Активы	0,6		0,7		0,6	0,5		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Крупнейшая в России нефтесервисная компания.** БК «Евразия» была сформирована в 2004 г., когда EDC приобрела у ЛУКОЙЛа его буровое подразделение. Основные услуги, предоставляемые нефтяным компаниям на территории России и Казахстана, включают в себя бурение и капитальный ремонт скважин, а также строительство скважин на шельфе Каспийского моря. Мы полагаем, что спрос на нефтесервисные услуги со стороны российских НК будет постоянно повышаться – во-первых, по причине все большего истощения старых месторождений, для повышения нефтеотдачи на которых необходимо применять новые технологии, и во-вторых, в связи с активным освоением новых месторождений Восточной Сибири. Доля компании в объеме бурения скважин в России составляет приблизительно 25%, а к концу 2011 г., по планам

руководства, может вырасти до 32%, чему будут способствовать как активы, полученные от Schlumberger, так и самоподъемная платформа Trident XX для бурения на Каспии. К преимуществам EDC можно отнести также самый большой и современный в России парк буровых установок компании – на конец 1 п/г он насчитывал 554 установки, их которых лишь 20% были старше 20 лет.

**Высокая концентрация клиентской базы.** Исторически именно ЛУКОЙЛ является крупнейшим клиентом компании с долей в выручке, приблизительно равной 57%. С одной стороны, такая концентрация клиентской базы обеспечивает довольно большую стабильность: прочные связи с ЛУКОЙЛом позволяют рассчитывать на продолжение сотрудничества и в будущем, и, кроме того, нефтяная компания едва ли будет существенно сокращать объем бурения. С другой стороны, это ограничивает потенциал роста, так как ЛУКОЙЛ едва ли значительно ускорит рост добычи (в 1 п/г 2011 г. объем бурения вырос на 6% год к году). В связи с этим компания развивает отношения и другими НК – Роснефтью на Ванкорском и других месторождениях, Газпром нефтью в ХМАО, а также ТНК-ВР. Диверсификации будет способствовать также планируемое на конец 3 кв. 2011 г. приобретение буровых активов Славнефти. В результате этого к концу 2011 г. доля ЛУКОЙЛа в выручке компании, по оценке руководства, опустится ниже 50%

**Рентабельность снизилась, но ненадолго.** В отчетном периоде EBITDA EDC выросла на 33%, и рентабельность по EBITDA снизилась до 21% с 23% в 1 п/г 2011 и 24% в 2010 г. Операционная эффективность пострадала в основном из-за резкого увеличения себестоимости услуг – на 56% год к году до 865 млн долл. Основным фактором роста себестоимости стали расходы на субподрядчиков – они увеличились почти вдвое до 390 млн долл. Столь существенный их рост объясняется увеличением доли более сложных работ, и соответственно, более активным использованием услуг третьих лиц и их более высокой ценой. Значительный вклад в увеличение себестоимости внес рост заработной платы (на 27% год к году до 202 млн долл.) и затрат на материалы (на 52% до 155 млн долл.). По нашей оценке, 2 п/г 2011 г. будет более продуктивным – в полную силу заработают приобретенные активы, EDC не будет нести расходов, связанных с этими покупками и их интеграцией в бизнес компании, в связи с чем рентабельность по EBITDA, по нашей оценке, повысится как минимум до 23%.

**Высокая инвестиционная активность привела к оттоку средств.** В 1 п/г 2011 г. операционный денежный поток вырос сравнительно незначительно – лишь на 14% год к году до 125 млн долл. В то же время компания значительно увеличила капзатраты, подготавливая базу для дальнейшего роста бизнеса, в связи с чем объем капзатрат увеличился на много больше – на 184% до 171 млн долл., и в итоге значение свободного денежного потока сместилось в отрицательную зону (-46 млн долл.). Вместе с расходами на приобретение в начале этого года отток средств от инвестиционной деятельности составил 663 млн долл., из-за чего компании пришлось активно привлекать заимствования, но даже это не позволило вывести чистый денежный поток из отрицательной зоны – он составил -117 млн долл. По нашей оценке, в ближайший год-полтора инвестиционная активность снизится настолько, что компания будет в состоянии генерировать положительный денежный поток.

**Долговая нагрузка выросла, но все еще приемлема.** Учитывая рост расходов на инвестиционную деятельность и отрицательный денежный поток, долговая нагрузка EDC заметно выросла. Совокупный долг за отчетное полугодие увеличился более чем вдвое (в том числе и в результате размещения облигационного займа) до 899 млн долл. При этом ввиду сокращения объема денежных средств на балансе чистый долг вышел из области отрицательных значений (-226 млн долл. на конец 2010 г.) и составил 365 млн долл. Вкупе со снижением операционной эффективности это привело к повышению отношения Долг/EBITDA до 1,8 с 0,9 на конец 2010 г., а коэффициент Чистый долг/EBITDA поднялся до 0,7. Структура долга выглядит достаточно комфортно – доля краткосрочных обязательств составляет около 30%. Мы полагаем, что в ближайшее время долговая нагрузка может вырасти, так как приобретения еще не завершены. В частности, до конца года планируется направить около 150 млн долл. на приобретение буровых активов Славнефти. Однако отношение Чистый долг/EBITDA в итоге едва ли превысит 1,2.

**Облигации оценены справедливо.** Первая публикация отчетности эмитента после размещения облигаций в июне подтвердила высокое кредитное качество компании и ее способность поддерживать приемлемый уровень долговой нагрузки даже, несмотря на активное развитие. Выпуск БК Евразия 01 (УТР 8,4%) вышел на торги в августе, на самом пике распродаж, и сейчас котируется с премией к кривой ОФЗ в размере около 80 б.п. Нижним ориентиром для облигаций эмитента могут выступать бумаги Газпром нефти (BBB-/Ваа3), которые торгуются со спредом в размере около 45–50 б.п. к кривой ОФЗ, тогда как премия БК Евразия 01 к ним не должна превышать 30 б.п. В то же время по верхней границе доходность бондов эмитента не должна быть выше сопоставимых бумаг Евраз (В/В1/ВВ-) и Мечела (В1), премии которых к кривой ОФЗ составляют около 90 б.п. и 130 б.п. соответственно. Исходя из этого мы полагаем, что в данный момент доходность БК Евразия 01 находится вблизи справедливых уровней, а существенный рост котировок возможен только в случае снижения общего уровня ставок на рынке.

# 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, kochemazova@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, 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  
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, myrsikovann@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, kondratievsd@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

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

### 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