

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ПОВЫШАЕТСЯ, НОВЫЙ ВЫПУСК ИНТЕРЕСЕН

Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

Добыча нефти растет. Вчера Башнефть отчиталась по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. Как и ожидалось, финансовые результаты за отчетный квартал оказались слабыми из-за роста операционных расходов и повышения налоговой нагрузки. В то же время операционные результаты компании выглядят довольно неплохо: добыча нефти продолжает расти, по итогам отчетного квартала она поднялась на 3% до 3,8 млн т, относительно уровня годичной давности рост составил 6%, а за 9 месяцев 2011 г. показатель вырос на 7% год к году до 11,2 млн т. Это было достигнуто за счет продолжающейся интенсификации добычи, роста дебета скважин и, соответственно, увеличения суточной добычи нефти, которая в отчетном квартале поднялась до 304 тыс. т/сутки. В этой связи удельная стоимость барреля добытой нефти у Башнефти – одна из самых высоких в отрасли, хотя в 3 кв. 2011 г. она немного снизилась – до 7 долл./барр. По словам руководства компании, компания планирует стабилизировать добычу на достигнутых уровнях во избежание слишком быстрого истощения скважин. Объемы производства нефтепродуктов уменьшились на 4% за квартал и на 5% год к году до 4,8 млн т, что объясняется как общим снижением объемов перерабатываемой нефти, так и увеличением глубины переработки (с 58% во 2 кв. до 59% в 3 кв. 2011 г.) нефти, а также ростом доли бензинов.

Небольшое снижение выручки из-за снижения цен на нефть.

Консолидированная выручка компании в июле–сентябре снизилась на 1% за квартал до 4,5 млрд долл. Снижение показателя связано в основном со снижением цен на углеводороды. Так, выручка от продаж нефти уменьшилась на 1% за квартал, главным образом под влиянием сокращения продаж на внутреннем рынке. В сегменте нефтепродуктов выручка за квартал снизилась на ту же величину (–1%), однако здесь негативная динамика показателя была вызвана уменьшением экспортных продаж. Вместе с тем по отношению к 3 кв. 2010 г. выручка в отчетном квартале увеличилась на 27%, а за 9 мес. 2011 г. ее рост составил 45% год к году, что, в свою очередь, также объясняется ростом цен на нефть по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

Временное снижение рентабельности. EBITDA компании за 3 кв. 2011 г. снизилась на 19%, но поднялась на 21% год к году и составила 760 млн долл., а за 9 мес. 2011 г. показатель увеличился на 34% до 2,4 млрд долл. В этой связи рентабельность по EBITDA в июле–сентябре оказалось на самом низком уровне в текущем году – около 17%, а итогам января–сентября ее значение составило 19%. Столь резкое снижение операционной эффективности по сравнению с предыдущим кварталом (во 2 кв. 2011 г. рентабельность по EBITDA была равна 20,8%) обусловлено двумя факторами: почти двукратным ростом коммерческих расходов и отложенным эффектом роста экспортных пошлин. Последнее, по нашему мнению, представляет собой временное явление, и мы полагаем, что в последующих кварталах рентабельность стабилизируется на уровне 19–20%, а потери от введения налоговой системы «60/66» будут частично компенсированы налоговыми вычетами на общую сумму 10 млрд руб. в течение пяти лет начиная с 1 января 2012 г. Чистая прибыль в отчетном квартале также оказалась под значительным давлением – показатель снизился на 27% за квартал до 424 млн долл., однако по отношению к 3 кв. 2010 г. рост составил 33%, а за 9 мес. 2011 г. чистая прибыль увеличилась на 46% год к году и составила 1,4 млрд долл. Как следствие, чистая рентабельность также резко упала и оказалась на минимальном уровне в 2011 г. – около 10%.

Обращающиеся выпуски Башнефти

Выпуск	Купон, %	ОффПог	Валюта	Дох-ть, %
Башнефть 01	12,50	21.12.2012	RUB	8,04
Башнефть 02	12,50	22.12.2012	RUB	8,36
Башнефть 03	12,50	23.12.2012	RUB	8,49
Башнефть БО-1	9,35	05.12.2013	RUB	9,54

Источники: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели Башнефти

МСФО, млрд долл.	2009			2010			2011П		
	2009	2010	2011П	2009	2010	2011П	2009	2010	2011П
Выручка	6,8	13,3	16,6						
ЕБИТДА	1,2	2,4	3,4						
Чистая прибыль	0,5	1,5							
Рентабельность EBITDA, %	18,4	18,3	20,2						
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							
Долг, в т.ч.:	1,7	3,9	4,4						
краткосрочные займы	0,1	0,8							
долгосрочные займы	1,7	3,1							
Чистый долг	0,6	2,8							
Краткосрочные займы / Долг	0,0	0,2							
Долг / EBITDA	1,4	1,6	1,3						
Чистый долг / EBITDA	0,5	1,2	0,9						
EBITDA / Проценты к уплате	59,5	6,8							

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Стабильно высокий свободный денежный поток. Башнефть продолжила наращивать денежные потоки, так, операционный поток вырос практически в два раза как за квартал, так и относительно уровня годичной давности – до 933 млн долл., увеличившись на 153% за 9 мес. 2011 г. до 1,5 млрд долл. На фоне сопоставимых или даже более низких темпов роста капвложений, свободный денежный поток в отчетном квартале увеличился более чем втрое по отношению ко 2 кв. 2011 г. и почти вдвое год к году до 712 млн долл., при этом за 9 мес. 2011 г. показатель вырос в полтора раза по сравнению с соответствующим периодом 2010 г. Однако под влиянием дивидендных и долговых выплат значение совокупного денежного потока в 3 кв. в итоге оказалось отрицательным, что стало причиной практически двукратного уменьшения денежных средств на балансе до 434 млн долл.

Долговая нагрузка на очень комфортных уровнях. На этом фоне долг компании снизился на 20% за отчетный квартал и составил 3,4 млрд долл., однако чистый долг сократился лишь на 9% до 2,9 млрд долл. На этом фоне, даже несмотря на снижение операционной рентабельности, отношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 9 мес. 2011 г. снизилось до 1. Также стоит отметить и заметное улучшение структуры долга – компания рефинансировала практически все краткосрочные обязательства, сократив их долю почти до нуля. Мы полагаем, что ввиду начала разработки месторождений им. Требса и Титова капвложения Башнефти в следующем году могут превысить 1 млрд долл., что на фоне традиционно высоких дивидендов в пользу материнской АФК «Система» может заставить Башнефти вновь обратиться к внешним источникам финансирования, причем объемы потенциальных заимствований могут оказаться весьма существенными. Как следствие, компания как минимум будет лишена возможности продолжить снижение долговой нагрузки, которая, по нашей оценке, как максимум может вырасти до уровня около 2.

Небольшой потенциал у нового выпуска. В настоящий момент в обращении у Башнефти находятся четыре выпуска, три (серий 01, 02 и 03) с погашением в декабре 2016 г. и офертой в декабре 2012 г., и один недавно размещенный БО-1 с погашением в декабре 2014 г. и офертой в декабре 2013 г. К первым трем бумагам мы относимся нейтрально, их спреды, как к кривой ОФЗ (около 190 б.п.), так и к бумагам материнской АФК «Система» (около 40 б.п.), выглядят вполне справедливыми. Новый выпуск после начала торгов предлагает премию ко вторичному рынку на уровне 50 б.п., и, на наш взгляд, имеет небольшой потенциал роста котировок.

Временное снижение рентабельности не помешало Башнефти снизить долговую нагрузку

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО, млрд долл.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %
Выручка	3,5	8,6	13,3	4,5	4,5	12,5	(1)	27	45
ЕБИТДА	0,6	1,8	2,4	0,9	0,8	2,4	(19)	21	34
Чистая прибыль	0,3	1,0	1,5	0,6	0,4	1,4	(27)	33	46
Рентабельность ЕБИТДА, %	17,9	20,9	18,3	20,8	17,1	19,3			
Чистая рентабельность, %	9,1	11,5	11,6	12,9	9,5	11,6			
Операционный ден. поток	0,5	0,6	1,4	0,4	0,9	1,5	115	93	153
Капвложения	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,6)	11	92	159
Основные средства		-	9,6	9,4		8,4	(11)		
Денежные средства		1,9	1,1	1,0		0,4	(56)		
Долгосрочные займы		3,4	3,1	3,4		3,4	(1)		
Краткосрочные займы		0,3	0,8	0,8		0,0	(98)		
Собственный капитал		-	8,0	7,2		6,7	(6)		
Активы		-	15,0	15,4		13,0	(16)		
Долг, в т.ч.:		3,7	3,9	4,2		3,4	(20)		
краткосрочные займы		0,3	0,8	0,8		0,0	(98)		
долгосрочные займы		3,4	3,1	3,4		3,4	(1)		
Чистый долг		1,8	2,8	3,2		2,9	(9)		
Краткосрочные займы / Долг		0,1	0,2	0,2		0,0			
Долг / ЕБИТДА		1,7	1,6	-		1,1			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,8	1,2	-		1,0			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	6,2	8,1	6,8	7,9	6,6	6,8			
Капитал / Активы			0,5			0,5			

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

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
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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
Татьяна Днепровская, dneprovskata@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
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@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

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

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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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