

НЕБОЛЬШОЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ, ОБЛИГАЦИИ ОЦЕНЕНЫ СПРАВЕДЛИВО

Финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО

Стабилизация добычи нефти. Вчера Башнефть представила полную финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г. вслед за опубликованными в конце мая отдельными показателями. Операционные результаты компании по-прежнему стабильны: добыча нефти незначительно снизилась по отношению к 4 кв. 2011 г. и составила 3,8 млн т на фоне меньшего количества рабочих дней, что отчасти было компенсировано увеличением среднесуточной добычи до 308 тыс. барр. По отношению к соответствующему периоду 2011 г. добыча увеличилась на 4% за счет предпринятых в течение прошлого года мер по интенсификации добычи. В нефтепереработке снижение объемов квартал к кварталу оказалось более значительным и превысило 7%, в то время как относительно уровня годичной давности они выросли на 3% до 4,9 млн т. На наш взгляд, негативная квартальная динамика показателя связана со снижением спроса на внутреннем рынке, что заставило компанию ограничить производство, с другой стороны, это позволило увеличить глубину переработки до 84% с 83% в 4 кв. 2011 г.

Снижение продаж нефтепродуктов привело к падению выручки... Консолидированная выручка Башнефти за январь–март текущего года опустилась на 4%, но поднялась на 13% год к году до 3,9 млрд долл. Квартальное падение объясняется снижением продаж нефтепродуктов на 10% до 4,3 млрд долл., в основном на ключевом для компании российском рынке, на котором физические объемы продаж сократились, а цены были заморожены. Увеличение поставок нефти на экспорт способствовало росту выручки от торговли нефтью на 4% за квартал до 1,2 млрд долл., что, однако, не компенсировало падение выручки в нефтепереработке.

...но позволило повысить рентабельность. EBITDA Башнефти по итогам первых трех месяцев 2012 г. составила 824 млн долл., оставшись практически на уровне 4 кв. 2011 г., но увеличившись на 13% год к году. Основной причиной повышения операционной эффективности стали изменения в структуре торговли. Так, компания оперативно сократила продажи нефтепродуктов на внутреннем рынке, где цены были заморожены, в то же время увеличив более прибыльные (в том числе благодаря налоговой системе «60/66») экспортные поставки нефти. Позитивным образом на операционной эффективности отразился и жесткий контроль над операционными и транспортными расходами. На этом фоне рентабельность по EBITDA за квартал поднялась с 20% до 21%, что соответствует уровню годичной давности.

Денежный поток на комфортном уровне. Операционный денежный поток Башнефти в январе–марте традиционно несколько ниже, чем в остальных кварталах года, в 1 кв. 2012 г. показатель составил порядка 186 млн долл. Уменьшение капзатрат до 162 млн долл. позволило Башнефти сохранить свободный денежный поток в положительной зоне (24 млн долл.). В связи с размещением в феврале нового выпуска облигаций серии 04 компания перевела существенную часть денежных средств на депозитные счета, поэтому, несмотря на почти двукратное сокращение объема денежных средств на балансе (до 466 млн долл.), ликвидность компании находится на вполне комфортных уровнях. По нашему мнению, отмена передачи лицензий на месторождения имени Требса и Титова дочерней структуре «Башнефть-Полюс» (СП с ЛУКОЙЛом) может повлечь перенос сроков их разработки, что предполагает небольшое сокращение инвестиционной программы текущего года.

Обращающиеся выпуски

BANEFT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн руб.	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Башнефть-2	15 000	12,50	22 дек 12	7,81
Башнефть-1	15 000	12,50	22 дек 12	7,99
Башнефть-3	20 000	12,50	22 дек 12	8,08
Башнефть БО-1	10 000	9,35	5 дек 13	9,11
Башнефть-4	10 000	9,00	19 фев 15	9,33

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Динамика показателей Башнефти

МСФО, млрд долл.

	2010	2011	2012I
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
Капзатраты	(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
Доля краткосрочного долга, %	20	12	21
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

Рост долговой нагрузки и денежных средств на балансе. Долг Башнефти за январь–март поднялся на 31% до 4,4 млрд долл., в том числе за счет размещения облигаций Башнефть 04 на сумму 5 млрд руб. (160 млн долл.). Чистый долг поднялся на 59% до 4 млрд долл., однако, учитывая значительный объем средств на депозитах, его значение даже уменьшилось по сравнению с концом 2011 г. и составило 2,3 млрд долл. На этом фоне отношение Долг/ЕБИТДА поднялось до 1,3 с 1,0 на конец 2011 г., а скорректированный коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА опустился до 0,7 с 0,8. Учитывая потенциальное сокращение инвестпрограммы в текущем году, с одной стороны, и традиционно высокие дивиденды Башнефти – с другой, мы ожидаем, что по итогам 2012 г. долговая нагрузка составит порядка 1,2 в терминах Долг/ЕБИТДА.

В центре внимания вопрос с лицензиями на месторождения Требса и Титова. Данные отчетности не стали неожиданными для инвесторов, внимание которых сейчас обращено на проблемы компании с месторождениями имени Требса и Титова. И хотя недавняя отмена приказа Федерального агентства по недропользованию о передаче лицензий Башнефти-Полус не предполагает существенных проблем для самой Башнефти, которая сохраняет за собой право на разработку месторождений, это СП создавалось именно в расчете на участие в проекте ЛУКОЙЛа, и теперь неизвестно, удастся ли компаниям договориться о новых условиях сотрудничества. Между тем самостоятельное развитие месторождений Требса и Титова потребовало бы от Башнефти намного больших капложений (до 5 млрд долл.), в том числе на инфраструктуру, часть которой, как ожидалось, предоставит ЛУКОЙЛ. До появления новых деталей мы видим основные риски в затягивании разработки месторождений, что чревато сдвигом плато добычи ориентировочно на 2018 г.

Облигации оценены справедливо. В обращении находятся пять выпусков облигаций эмитента совокупным номиналом 70 млрд руб., однако прошлой осенью компания выкупила с рынка существенную часть выпусков серий с первой по третью. Относительно длинные выпуски (Башнефть 04 и БО-1) торгуются с премией к сравнимым выпускам Газпром нефти (BBB-/Baa3/-) порядка 50 б.п., что с учетом разницы в кредитном качестве и масштабах бизнеса выглядит вполне справедливым. Доходности остальных более коротких выпусков с дюрацией до одного года находятся практически на одном уровне с Газпром нефтью (BBB-/Baa3/-) и ЛУКОЙЛом (BBB-/Baa2/BBB-), и, как следствие, не представляют интереса.

Предыдущие публикации по теме:

Апрель 20, 2012 г. Башнефть – Кредитное качество повышается, облигации стали привлекательнее. Отчетность по МСФО за 4 кв. 2011 г., присвоен рейтинг «Ba2» от Moody's.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120420_FI_Bashneft_2011%20IFRS.pdf?docid=12813&lang=ru

Повышение рентабельности и небольшое увеличение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 1 кв. 2012 г. по МСФО, млрд долл.

	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	Изм. за кв., %	Изм. за год, %
Выручка	13,3	3,5	4,1	16,5	3,9	(4)	13
ЕБИТДА	2,4	0,7	0,8	3,2	0,8	0	12
Проценты к уплате	(0,4)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,1)	(39)	(20)
Чистая прибыль	1,5	0,4	0,4	1,8	0,5		
Рентабельность по ЕБИТДА, %	18,3	21,1	20,1	19,5	21,0		
Чистая рентабельность, %	11,6	12,4	9,2	11,0	12,7		
Операционный денежный поток	1,4	0,2	0,7	2,2	0,2	(73)	3
Капзатраты	(0,5)	(0,2)	(0,3)	(0,9)	(0,2)	(37)	(7)
Основные средства	9,6	10,8		7,9	8,6	9	
Денежные средства	1,1	0,9		0,9	0,5	(47)	
Долгосрочные займы	3,1	3,3		3,0	3,9	30	
Краткосрочные займы	0,8	0,8		0,4	0,6	37	
Собственный капитал	8,0	9,0		7,0	8,2	17	
Активы	15,0	16,6		13,6	16,2	19	
Долг, в т.ч.:	3,9	4,2		3,4	4,4	31	
краткосрочные займы	0,8	0,8		0,4	0,6	37	
долгосрочные займы	3,1	3,3		3,0	3,9	30	
Чистый долг	2,8	3,3		2,5	4,0	59	
Доля краткосрочного долга, %	20	20		12	13		
Долг / ЕБИТДА	1,6	1,6		1,0	1,3		
Чистый долг / ЕБИТДА	1,2	1,2		0,8	1,2		
ЕБИТДА / Проценты к уплате	6,8	6,2	5,3	6,4	8,8		
Капитал / Активы	0,5	0,5		0,5	0,5		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликвид.	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 страны											
	Chevron	159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6	
	СолосоPhillips	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 страны												
	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 страны											
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	СолосоPhillips	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 страны												
	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
2011	Газпром	BBB/Baa1/BBB	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	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	1,4	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
	Alliance Oil	B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть	-/BA2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
	1 кв. 12	Газпром нефть		11 474	2 037	17,8	1 009	2,1	7 376	0,8	0,6	1,9
ЛУКОЙЛ			35 261	5 146	14,6	2 421	1,6	9 398	0,5	1,5	2,3	0,7
ТНК-ВР			16 089	3 635	22,6	1 432	2,4	7 365	0,5	0,5	1,2	0,5
Alliance Oil			815	218	26,7	151	1,0	1 689	2,3	2,0	1,7	0,5
Башнефть			3 923	824	21,0	162	1,1	4 444	1,3	1,2	2,3	0,5
2012П	Газпром		153 637	56 626	36,9	43 697	1,0	67 093	1,2	1,0	2,2	0,7
	Газпром нефть		37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	0,6
	ЛУКОЙЛ		123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	0,8
	ТНК-ВР		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5
	Транснефть		21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	0,6
	Новатэк		7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7
	Alliance Oil		3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	1,7	0,5
	Татнефть		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6
Башнефть		14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	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

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, myrsikovav@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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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
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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@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 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