

ХОРОШИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ОБЛИГАЦИИ МАЛОИНТЕРЕСНЫ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО

Снижение объемов нефтепереработки. В понедельник Башнефть опубликовала достаточно неплохие результаты за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО. На фоне снижения цен на углеводороды выручка и EBITDA ожидаемо уменьшились год к году, однако это не помешало компании немного снизить долговую нагрузку. Операционные показатели вполне устойчивы – суточная добыча нефти в отчетном квартале составила 306 тыс. барр./сутки против 308 тыс. барр./сутки в 1 кв. 2012 г. и 292 тыс. барр./сутки во 2 кв. 2011 г. На этом фоне совокупная добыча сырой нефти в апреле–июне снизилась на 1% квартал к кварталу, но увеличилась на 3% год к году до 2,8 млн т. В то же время по итогам полугодия нефтедобыча выросла на 3% год к году до 7,7 млн т. В нефтепереработке в связи с ремонтными работами на Уфимском НПЗ произошел небольшой спад: объем производства в отчетном квартале сократился на 2% квартал к кварталу и на 11% год к году до 4,5 млн т, а по итогам 1 п/г 2012 г. снижение год к году составило 4%.

Нефтепереработка поддержала рост выручки. Консолидированная выручка Башнефти в отчетном квартале возросла на 4% квартал к кварталу, но снизилась на 10% год к году до 4,1 млрд долл. А по итогам 1 п/г 2012 г. выручка Башнефти осталась на уровне годичной давности, составив 8,0 млрд долл. Квартальный рост выручки в первую очередь обусловлен увеличением объемов продаж нефтепродуктов (+9% за квартал до 4,7 млн тонн), а также нефти (+2% за квартал до 1,2 млн тонн.), компенсировавшим снижение цен на нефть и нефтепродукты в отчетном квартале.

Ожидаемое снижение рентабельности. EBITDA Башнефти во 2 кв. 2012 г. снизилась на 7% квартал к кварталу и на 19% год к году до 763 млн долл., а по итогам всего 1 п/г 2012 г. – на 4% год к году до 1,6 млрд долл. В результате рентабельность Башнефти опустилась до 19% с 21% в 1 кв. 2012 г. и 2 кв. 2011 г., а по итогам 1 п/г 2012 г. данный показатель оказался на уровне 20%. Основным фактором снижения операционной эффективности, как и у остальных нефтяных компаний, стали выросшие экспортные пошлины. В апреле–июне они поднялись на 19% квартал к кварталу и на 4% год к году до 1,2 млрд долл. Также стоит отметить опережающую динамику операционных и производственных расходов, выросших на 20% квартал к кварталу и на 4% год к году до 447 млн долл., во многом за счет сегмента переработки, а именно расходов на ремонт Уфимского НПЗ. Учитывая относительно низкие текущие удельные затраты как на добычу, так и на переработку, мы не ожидаем значительного улучшения операционной эффективности до конца года, и рентабельность по EBITDA по итогам 2012 г. должна составить около 19%.

Обращающиеся выпуски

BANEFT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Башнефть-3	20 000 R	12,50	22 дек 12	7,22
Башнефть-2	15 000 R	12,50	22 дек 12	7,08
Башнефть-1	15 000 R	12,50	22 дек 12	7,01
Башнефть БО-1	10 000 R	9,35	5 дек 13	7,91
Башнефть-4	10 000 R	9,00	19 фев 15	8,67

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Динамика показателей Башнефти

по МСФО, млрд долл.

	2010	2011	2012П
Выручка	13,3	16,5	16,8
EBITDA	2,4	3,2	3,0
Чистая прибыль	1,5	1,8	
Рентабельность EBITDA, %	18,3	19,5	17,7
Чистая рентабельность, %	11,6	11,0	
Опер. ден. поток	1,4	2,2	2,2
Капитальные вложения	(0,5)	(0,9)	1,0
Основные средства	9,6	7,9	
Денежные средства	1,1	0,9	
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	3,5
краткосрочные займы	0,8	0,4	0,7
долгосрочные займы	3,1	3,0	2,8
Чистый долг	2,8	2,5	
Краткосрочные займы/Долг	0,2	0,1	
Долг/EBITDA	1,6	1,0	1,2
Чистый долг/EBITDA	1,2	0,8	
EBITDA/Проценты к уплате	6,8	6,4	
Капитал/Активы	0,5	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Положительный свободный денежный поток позволил снизить долговую нагрузку. В отчетном квартале компания показала внушительный рост операционного денежного потока – до 1 млрд долл., что во многом объясняется сокращением оборотного капитала: снижением запасов и задолженности по налогам. В результате, даже несмотря на рост капиталовложений (+69% квартал к кварталу и 37% год к году до 274 млн долл.), свободный денежный поток достиг 726 млн долл. Существенную часть этих средств компания направила на погашение долга, а также на увеличение ликвидных финансовых активов. Кроме того, значительной статьей расходов стал выкуп акций у акционеров, несогласных с переходом на единую акцию Башнефти всех ее дочерних обществ. Совокупный долг за отчетный квартал уменьшился на 12% до 3,9 млрд долл., а чистый – 13% до 3,5 млрд долл. В результате, несмотря на снижение рентабельности, отношение Долг/ЕБИТДА опустилось до 1,2 по итогам 1 п/г 2012 г. (1,3 в 1 кв. 2012 г.), а Чистый долг/ЕБИТДА – до уровня 1,1. По нашим оценкам, генерируемого денежного потока хватит и для выполнения инвестиционной программы, и для выплаты дивидендов по итогам 2012 г., и мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки.

Облигации интереса практически не представляют. Отчетность Башнефти оказалась в рамках ожиданий: рентабельность находится около средних для компании уровней, а долговая нагрузка продолжает снижаться. На рынке обращаются пять выпусков локальных облигаций эмитента общим объемом 70 млрд руб., которые, на наш взгляд, инвестиционной привлекательности практически не имеют. Короткие выпуски серии 01, 02 и 03 с дюрацией меньше полугода торгуются на уровне Газпром нефти (BBB-/Baa3/-), что, по нашему мнению, неоправданно, учитывая разницу в масштабах бизнеса и кредитных рейтингах. Более длинные выпуски Башнефть 04 и БО-1 предлагают премию к Газпром нефти около 50 б.п., что выглядит вполне справедливым

Небольшое снижение рентабельности не помешало уменьшению долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО, млрд долл.

	2 кв. 11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	2 кв.12/ 1 кв.12, %	2 кв.12/ 2 кв.11, %	1п/г 12/ 1 п/г 11
Выручка	4,5	8,0	16,5	3,9	4,1	8,0	4	(10)	(0)
ЕБИТДА	0,9	1,6	3,2	0,8	0,8	1,6	(7)	(19)	(4)
Чистая прибыль	0,6	1,0	1,8	0,5	0,4	0,9	(24)	(35)	(14)
Рентабельность ЕБИТДА, %	20,8	20,6	19,5	21,0	18,7	19,8			
Чистая рентабельность, %	12,9	12,7	11,0	12,7	9,3	11,0			
Опер. ден. поток	0,4	0,6	2,2	0,2	1,0	1,2	438	131	93
Капитальные вложения	(0,2)	(0,4)	(0,9)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	69	37	17
Основные средства		9,4	7,9	8,6		8,4	(3)		
Денежные средства		1,0	0,9	0,5		0,5	2		
Долгосрочные займы		3,4	3,0	3,9		3,4	(11)		
Краткосрочные займы		0,8	0,4	0,6		0,5	(15)		
Собственный капитал		7,2	7,0	8,2		6,6	(20)		
Активы		15,4	13,6	16,2		14,3	(12)		
Долг, в т.ч.:		4,2	3,4	4,4		3,9	(12)		
краткосрочные займы		0,8	0,4	0,6		0,5	(15)		
долгосрочные займы		3,4	3,0	3,9		3,4	(11)		
Чистый долг		3,2	2,5	4,0		3,5	(13)		
Доля краткосрочного долга, %		20,0	12,4	12,9		12,4			
Долг/ЕБИТДА		1,5	1,0	1,3		1,2			
Чистый долг/ЕБИТДА		1,1	0,8	1,2		1,1			
ЕБИТДА/Проценты к уплате	7,9	6,9	6,4	8,8	7,9	8,3			
Капитал/Активы		0,5	0,5	0,5		0,5			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора
Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП/ Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг/ ЕБИТДА	Чистый долг/ ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал/ Активы			
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-BP	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+/NR/BBB-	20 738	2 438	11,8	1 463	1,1	5 820	2,4	1,8	1,2	0,4	
		Petrobras	BBB/A3/BBB	120 508	33 742	28,0	45 008	0,7	69 847	2,1	0,9	1,9	0,6	
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-BP	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	WR/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	
		Развитые страны												
		Chevron		236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	-	0,1	1,6	0,6
		СолосоPhillips		230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4	
		ExxonMobil		433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5	
		Развивающиеся страны												
		CNOOC		37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	-	0,5	1,9	0,7
		MOL		26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
		Petrobras		146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
1 пг 12														
		Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	23 690	4 052	17,1	2 037	1,9	6 640	0,8	0,5	1,9	0,6	
		ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	67 858	8 716	12,8	5 327	1,3	8 855	0,5	0,3	1,9	0,7	
		ТНК-BP	BBB-/Baa2/BBB-	30 300	5 877	19,4	2 661	2,5	7 200	0,6	0,4	1,3	0,6	
		Транснефть	BBB/Baa1/-	11 820	5 600	47,4	2 790	1,0	17 387	1,8	1,6	3,6	0,6	
		НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	3 256	1 460	44,8	647	1,7	2 854	1,1	0,9	1,3	0,7	
		Alliance Oil	B+/-/B	1 632	351	21,5	326	0,6	1 748	2,3	2,1	1,5	0,5	
		Башнефть	-/Ba2/BB	8 005	1 587	19,8	436	2,7	3 930	1,2	1,1	1,8	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		45 325	8 768	19,3	5 387	1,3	6 697	0,8	0,6	1,1	0,7	
		ЛУКОЙЛ		131 243	17 846	13,6	14 050	1,0	9 487	0,5	0,5	2,0	0,8	
		ТНК-BP		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5	
		Транснефть		20 968	10 515	50,1	7 914	1,0	20 292	1,9	1,4	2,8	0,6	
		Новатэк		7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7	
		Alliance Oil		2 922	749	25,6	1 030	0,5	1 909	2,5	1,5	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		16 798	2 966	17,7	1 115	1,8	3 493	1,2	0,9	1,8	0,4	

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@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 Мырскова, 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, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

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

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@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