

АНК «Башнефть»: второе дыхание



ГАЗПРОМБАНК

Индикативные параметры БО-1*

Эмитент	ОАО АНК «Башнефть»
Объем, млрд руб.	10
Срок, лет	3
Оферта, лет	2
Купон, %	9,50–9,95
Доходность до оферты, %	9,72–10,20

* 28.11.2011

Вниманию инвесторов предлагается облигационный выпуск объемом 10 млрд руб., поступления от которого будут направлены на дальнейшую оптимизацию структуры долга ОАО АНК «Башнефть». Напомним, что в октябре 2011 г. компания объявила оферту по выкупу обращающихся на рынке трех выпусков облигаций на общую сумму 50 млрд руб. и офертой в декабре 2012 г. Предложением воспользовались держатели облигаций примерно на 38,5 млрд руб. номинальной стоимости, в результате компания сгладила пик платежей в декабре 2012 г.

В 2009 г. ОАО АНК «Башнефть» стала частью группы АФК «Система» (BB/Ba2/BB), где наравне с ОАО «МТС» (BB/Ba2/BB+) является ключевой компанией, обеспечивающей более половины дивидендного потока материнской структуры. В среднесрочной перспективе ОАО АНК «Башнефть» рассматривает возможность проведения IPO.

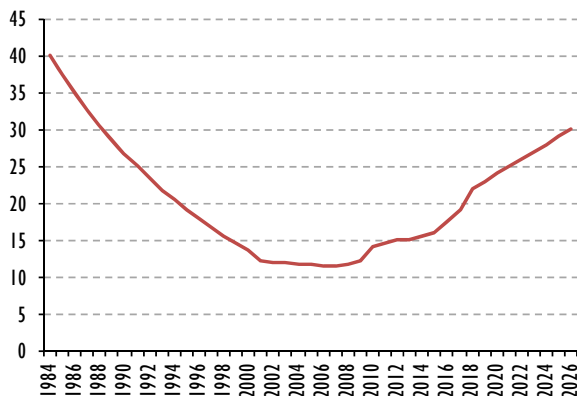
С приходом новой команды менеджеров в 2009 г. у компании открылось «второе дыхание», и из добывающего предприятия с почти 70-летней историей Башнефть превратилась в динамично развивающуюся вертикально-интегрированную нефтяную компанию, объединившись с башкирскими нефтеперерабатывающими заводами, технологическое развитие которых соответствует европейскому уровню. За неполные три года команде удалось нарастить добычу нефти более чем на 25% до 15 млн тонн, а собственный сбыт нефтепродуктов увеличить более чем в 3 раза. За это же время компания заметно расширила ресурсную базу, став победителем ряда аукционов по продаже лицензий, включая одни из крупнейших месторождений им. Тресса и Титова, добыча на которых должна начаться уже в 2013 г.

Сегодня Башнефть входит в топ-10 российских нефтяных компаний по объему добычи нефти и в топ-5 – по нефтепереработке. Обеспеченность запасами составляет 19 лет. Планы руководства предусматривают удвоение добычи в ближайшие 10–15 лет, увеличение глубины нефтепереработки, а также дальнейшее развитие собственной сбытовой сети. Несмотря на столь амбициозные планы, долговая политика компании остается сравнительно консервативной – соотношение «Чистый долг/EBITDA» сохраняется в районе 1,1х по итогам 1-го полугодия 2011 г.

У руководства Башнефти есть планы по получению кредитного рейтинга от международного агентства, что должно быть положительно воспринято кредиторами.

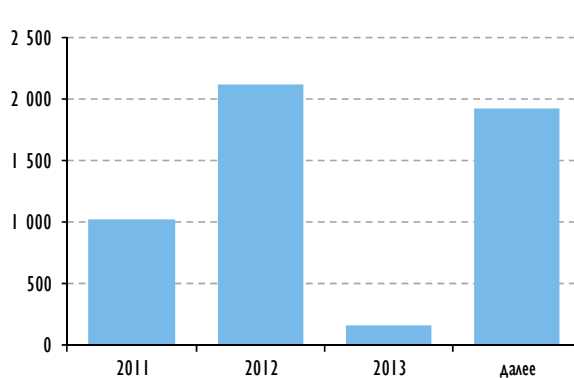
Кроме таких общеэкономических рисков, как замедление темпов роста экономики и, соответственно, снижение цены на нефть, к рискам, на которые мы хотели бы обратить внимание, можно отнести возможный рост M&A активности компании и изменение регулирования нефтегазовой промышленности.

Динамика добычи нефти АНК «Башнефть» (с 2011 г. - прогноз)



Источник: данные компании, Газпромбанк

График погашения долга АНК «Башнефть», 30.06.2011



Источник: данные компании

Общая информация

Башнефть входит в топ-10 российских компаний по добыче нефти и в топ-5 по переработке нефти

ОАО АНК «Башнефть» является головным предприятием группы башкирского топливно-энергетического комплекса и входит в топ-10 российских компаний по добыче и в топ-5 по переработке нефти. Группа включает в себя предприятия нефтедобычи и переработки, а также сеть АЗС, расположенных в Республике Башкортостан, Удмуртии и Оренбургской области.

Добыча нефти в Башкортостане ведется с 1932 г. За это время объем накопленной добычи превысил 1,64 млрд тонн. Пик добычи – 47,85 млн тонн – пришелся на 1967 г. В настоящее время компания добывает около 15 млн тонн. Обеспеченность доказанными запасами оценивается в 19 лет.

Толчок к развитию Башнефть получила после того, как 1 апреля 2009 г. перешла под контроль АФК «Система» (73%), которая на базе нефтяной компании стала выстраивать ВИНК (вертикально-интегрированную нефтяную компанию). В конце 2009 г. компания консолидировала 4 предприятия нефтепереработки и нефтехимии с установленной мощностью переработки: ОАО «Уфанефтехим» (65,8%), ОАО «Уфимский НПЗ» (78,5%), ОАО «Новоил» (87,2%) и ОАО «Уфаоргсинтез» (73,0%).

С приходом нового собственника на предприятии была сформирована высокопрофессиональная управленческая команда с многолетним опытом работы в ведущих российских нефтегазовых компаниях. В апреле 2011 г. президентом АНК «Башнефть» стал Александр Корсик.

Основной акционер – АФК «Система» – управляет деятельностью Башнефти через Совет директоров, не принимая непосредственного участия в операционном управлении. На предприятии выстроена эффективная система мотивации сотрудников, включая систему ключевых показателей эффективности.

АФК «Система» влияет на деятельность нефтяной компании, в том числе через дивидендную политику: не менее 10% чистой прибыли (МСФО) направляется на дивиденды. По факту получается больше, например, 111% по итогам 2010 г. При этом акционер принимает во внимание фактор отдачи на вложенный капитал. Так, если проекты Башнефти будут обеспечивать высокую доходность на инвестиции, то значительная часть прибыли будет рефинансироваться.

Компания планирует продолжить корпоративную реструктуризацию, включая переход на единую акцию, ликвидацию перекрестного субсидирования и продажу непрофильных активов. Решение об этом может быть принято в 2012 г.

Структура группы АНК «Башнефть» на 30.06.2011 (доли в обыкновенных акциях)



Источник: данные компании



АФК «Система» (BB/Ba2/BB)

Активы АФК «Система» объединены в две группы – «Базовые активы» и «Развивающиеся активы»

В апреле 2011 года Совет директоров ОАО АФК «Система», утвердил новую организационную структуру Корпорации. Четыре бизнес-единицы («Телекоммуникационные активы», «Высокие технологии и промышленность», «Потребительские активы», «Топливо-энергетический комплекс») трансформированы в две бизнес-единицы, сформированные по принципу зрелости активов: «Базовые активы» и «Развивающиеся активы».

Бизнес-единица «Базовые активы» включает компании-лидеры отраслей, обеспечивающие Группе стабильный денежный поток в виде дивидендов. Это компании, имеющие развитую операционную деятельность и самостоятельно обслуживающие свои обязательства. В базовых активах АФК «Система» является мажоритарным акционером. Бизнес-единица объединяет телекоммуникационные и нефтегазовые компании и включает ОАО «МТС» и компании холдинга ОАО НК «Башнефть», в том числе ОАО «Башкирэнерго».

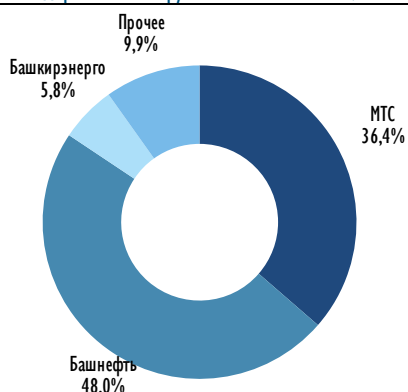
Бизнес-единица «Развивающиеся активы» объединяет компании, находящиеся на ранней стадии развития, а также компании, которые предполагается продать или разместить на рынке (IPO). Цель АФК «Система» при управлении компаниями бизнес-единицы «Развивающиеся активы» состоит в том, чтобы, развив их бизнес, перевести эти компании в «Базовые активы» или монетизировать вложенные в актив инвестиции через IPO, стратегическое партнерство или продажу. В некоторых случаях развивающиеся компании могут получать поддержку в форме фондирования или гарантии АФК «Система» по долговым обязательствам.

Вместе с ОАО «МТС» (BB/Ba2/BB+) ОАО НК «Башнефть» относится к группе «Базовые активы»

Кроме АНК «Башнефть» АФК «Система» владеет 49%-ной долей в нефтяной компании «Русснефть», которая в рамках группы относится к «Развивающимся активам». Несмотря на то, что компании принадлежат к одному сектору, вопрос об объединении двух нефтяных активов в настоящее время на повестке дня не стоит. Одним из препятствий является высокая долговая нагрузка Русснефти.

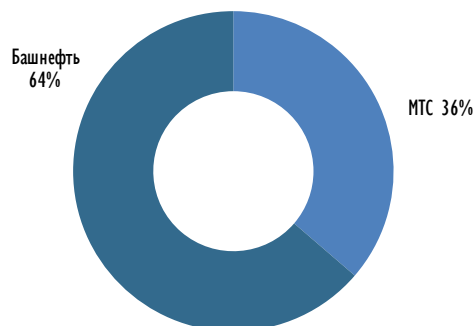
Партнерство с ONGC (-/A2/-). В настоящее время АФК «Система» изучает возможность привлечения иностранного партнера, от которого ждет современных технологий разработки, а также возможности выхода на новые рынки. АФК «Система» ведет переговоры с индийской государственной нефтяной компанией ONGC – период эксклюзивности заканчивается в 2011 г.

Структура консолидированной выручки АФК «Система», III



Источник: данные компании

Структура дивидендов, полученных АФК «Система» в 2010 г.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка



Стратегия

Стратегическая цель ОАО АНК «Башнефть» – формирование сбалансированной ВИНК с растущей добычей, высокотехнологичной переработкой и устойчивыми каналами сбыта продукции.

Основным приоритетом компании является достижение лучшего показателя отдачи на вложенный капитал. IRR по проектам – не менее 15%. Ключевые стратегические задачи:

В области разведки и добычи:

- ▶ Увеличение собственной добычи нефти АНК «Башнефть» до уровня, достаточного для удовлетворения внутренних потребностей в сырье на 80–100%, и сохранение позиций на экспортном рынке;
- ▶ Начало промышленной добычи в рамках проекта им. Р. Требса и А. Титова в 2013 г. и выход на пик добычи до 2018 г. (6–8 млн тонн);
- ▶ Неорганический рост добычи и запасов за счет приобретения компаний и лицензий.

В области нефтепереработки и нефтехимии:

- ▶ Увеличение глубины переработки (до 95% к 2017 г., по итогам 1П11 – 86,6%) и вывод производства светлых нефтепродуктов на уровень лучших европейских НПЗ (до 73% с 59,5% в 1П11);
- ▶ Повышение качества товарной продукции, обеспечение технической возможности производства 100% моторных топлив в соответствии с требованиями технического регламента;
- ▶ Контроль и оптимизация себестоимости производства.

В области сбыта:

- ▶ Обеспечение реализации через собственную сеть АЗС на уровне не менее 30–40% производимого моторного топлива;
- ▶ Повышение операционной эффективности всех каналов продаж;
- ▶ Расширение географии мелкооптовых продаж до более чем 20 регионов и обеспечение реализации не менее 35% продукции.

Долгосрочные задачи включают увеличение добычи нефти до 30 млн тонн в ближайшие 10–15 лет, сохранение нефтепереработки на уровне не менее 20 млн тонн и реализация через собственную сеть АЗС 100% собственной продукции.

Стратегия компании предусматривает рост как органический, так и за счет новых приобретений

В течение 10–15 лет компания планирует удвоить добычу нефти

Операционные показатели

Разведка и добыча

Запасы компании аудированы Miller & Lents

Доказанные запасы ОАО АНК «Башнефть», по оценке Miller & Lents, на 31.12.2010 составили 1 911,6 млн баррелей (классификация PRMS). Обеспеченность компании доказанными запасами нефти составляет 19 лет. В 2010 г. коэффициент замещения доказанных запасов нефти составил около 740%.

За последние три года добыча нефти увеличилась более чем на 25%

В 2011 г. компания продолжила наращивать ресурсную базу: в феврале была получена лицензия на разведку и разработку участка недр, включающего нефтяные месторождения им. Романа Требса и Анатолия Титова (ТиТ). Суммарные извлекаемые запасы месторождений, оцененные в начале 90-х годов прошлого века по российской классификации (категории C1+C2) и учтенные на государственном балансе, составляют 140 млн тонн. Оценка запасов новых месторождений по международным стандартам станет возможной после бурения новых и испытания существующих законсервированных разведочных скважин. Предположительно – по итогам 2012 г.

Достигнутый коэффициент извлечения на месторождениях компании составляет 36,7%. Остаточные извлекаемые запасы нефти характеризуются большой степенью выработанности (82,4%) и обводненности продукции (90,8%).

После «плато» на уровне 40 млн тонн в год средние темпы падения добычи с 1984 по 1999 г. составляли в среднем 6% в год. Стабилизировать добычу удалось только в 2001 г. на отметке 12 млн тонн. На этом уровне она сохранялась вплоть до 2008 г., несмотря на высокие объемы бурения.

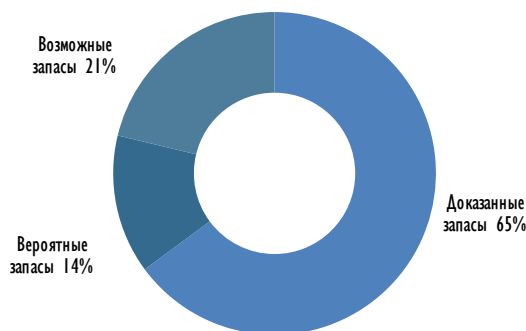
Рост добычи начался в 2009 г. с приходом в компанию нового собственника – АФК «Система», – когда была принята новая стратегия в области разведки и добычи, в соответствии с которой начался пересмотр проектов разработки месторождений и был взят курс на достижение органического роста добычи, преимущественно на старом фонде скважин за счет увеличения нефтеотдачи и повышения эффективности геолого-технических мероприятий. Среднесуточный дебит скважин был увеличен более чем на 46% или до 2,7 тонн в сутки за период с начала 2009 г. до середины 2011 г.

В 2010 г. компания добыла 14,1 млн тонн, из которых порядка 94% пришлось на месторождения Башкирии. За 10 месяцев 2011 г. Башнефть добыла 12,6 млн тонн нефти, что на 7,1% больше чем за аналогичный период прошлого года (11,7 млн тонн).

В ближайшие несколько лет добыча нефти стабилизируется на уровне 15 млн тонн

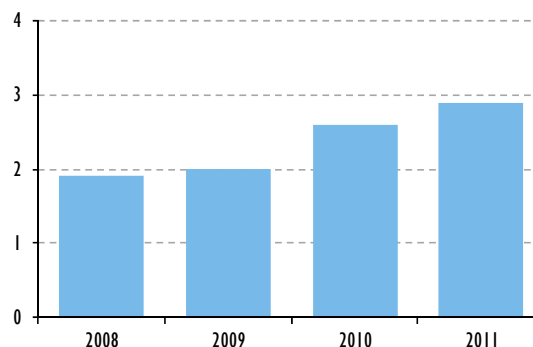
Стратегия ОАО АНК «Башнефть» в области добычи предполагает, что в 2011 году добыча составит около 14,7 млн тонн. Плановое замедление темпов роста обусловлено выходом на оптимальный уровень добычи нефти на существующих месторождениях компании – около 15 млн тонн, и его сохранением в течение нескольких последующих лет, до начала добычи на месторождении ТиТ, на котором первая нефть ожидается к 2013 г., а выход на полную мощность – к 2018 г. (предварительно 6–8 млн тонн в год).

Структура запасов, 2010 г.



Источник: данные компании

Средний дебит добывающих скважин, тонн в сутки



Источник: данные компании



Сотрудничество с ОАО «Лукойл» (BBB-/Baa2/BBB-). Для работы на новом месторождении имени Р. Требса и А. Титова (ТиТ) было создано дочернее предприятие ООО «Башнефть-Полюс».

На протяжении 25-30 лет в ТиТ может быть инвестировано порядка 30 млрд долл.

В апреле 2011 г. ОАО «Лукойл» и ОАО АНК «Башнефть» подписали договор участников о создании СП и об условиях реализации проекта по разработке месторождений ТиТ, расположенных в Ненецком автономном округе России. Согласно условиям договора, ОАО «Лукойл» выкупит 25,1% СП приблизительно за 169 млн долл. При этом СП приобретет у Лукойла 29 законсервированных разведочных скважин, а также будет использовать имеющуюся у компании инфраструктуру – нефтеналивной терминал в Варандее и энергетический центр, что позволит ускорить ввод месторождений в эксплуатацию и в целом повысит эффективность проекта. Партнеры по СП намерены уточнить запасы месторождений – бурение первой разведочной скважины началось уже осенью 2011 г. По предварительным расчетам, первая нефть будет добыта в 2013 г., а на максимальный уровень добычи проект выйдет к 2018 г.

На протяжении всего срока реализации проекта (25–30 лет) капвложения в него достигнут порядка 5 млрд долл. Ожидается, что до конца 2011 г. инвестиции составят 200 млн долл. в 2012 г. – 300 млн долл. и будут осуществляться пропорционально долям участников.

Нефтепереработка и нефтехимия

Уфимские НПЗ, входящие в состав ОАО «Башнефть», являются наиболее технически оснащенными отечественными предприятиями. По индексу Нельсона (8,3) показатели Башнефти сопоставимы со средними показателями европейских НПЗ. Установленные мощности составляют 24,1 млн тонн.

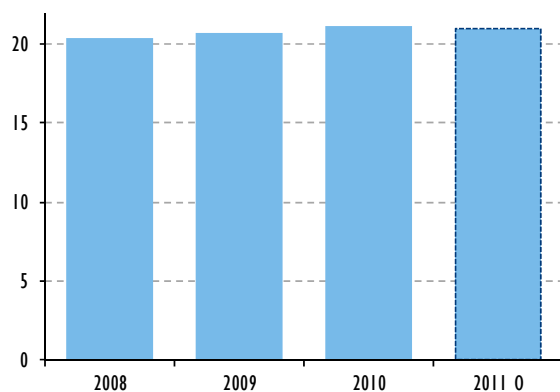
АНК «Башнефть» производит 13% бензина в России

В 2010 г. НПЗ ОАО АНК «Башнефть» переработали 21,2 млн тонн сырья, обеспечив среднюю глубину переработки 86,3%, что является лучшим показателем среди ВИНК России. За 9 месяцев 2011 г. объем нефтепереработки составил 15,7 млн тонн (-1,3% к 9М10).

ОАО АНК «Башнефть» обеспечивает более 8,5% общего объема первичной переработки нефти в России и около 13% общероссийского производства автомобильных бензинов.

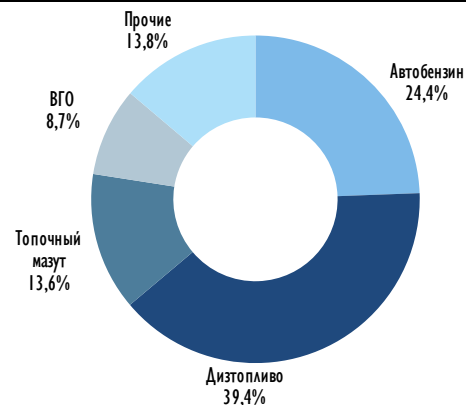
Нефтехимическое направление Башнефти представлено ОАО «Уфанефтехим», ОАО «УНПЗ» и заводом органического синтеза ОАО «Уфаоргсинтез». В перспективе рассматривается возможность организации на базе ОАО «Уфаоргсинтез» производства полимерной продукции конечного спроса и строительства установки по производству этилтретбутилового эфира. Рассматривается также возможность создания на предприятии производства поликарбонатов.

Динамика нефтепереработки, млн тонн



Источник: данные компании

Структура выпуска нефтепродукции 2010 г.



Источник: данные компании



Нефтехимия является одним из приоритетных направлений развития компании

СП с Petrochemical Holding (NR). В сентябре 2011 г. АНК «Башнефть» и австрийский Petrochemical Holding, контролируемый Яковом Голдовским, договорились о создании СП – Объединенной нефтехимической компании (ОНК). Башнефть получит 75% в СП, внося 7,5 млн евро, а Petrochemical – 25% за 2,5 млн евро.

Целью деятельности ОНК станет исследование и анализ текущего состояния и инвестиционной привлекательности нефтехимической отрасли России, а также выработка вариантов и предложений по развитию данного направления в ОАО АНК «Башнефть».

Сбыт

В 2010 г. компания реализовала порядка 4,1 млн т нефти, из которых 3,2 млн т – на экспорт. В 1П11 объемы продажи увеличились на 21,5% до 2,3 млн тонн, в т.ч. экспорт вырос на 16,1% до 1,8 млн тонн.

Около 94% добычи компании приходится на месторождения Башкирии

В 2010 г. ОАО АНК «Башнефть» реализовало 18,8 млн тонн нефтепродуктов, в т.ч. 7,8 млн тонн – на экспорт. Оптовые продажи на внутреннем рынке достигли 10,4 млн тонн. Продажи через собственную сеть АЗС, включая партнерские, составили 1 млн тонн топлива. По итогам 1П11 реализация нефтепродуктов выросла на 3,6% до 9,5 млн тонн, при этом компания сократила оптовые продажи (-15% до 4,4 млн тонн) и увеличила более маржинальные розничные продажи как на внутреннем (+26% до 374 тыс. тонн), так и на внешних рынках (+28% до 4,7 млн тонн).

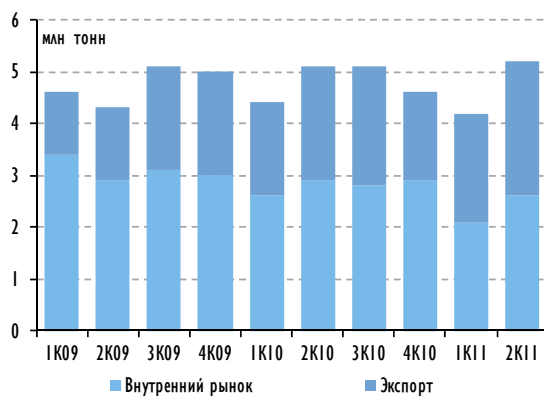
На конец сентября 2011 г. количество собственных и партнерских АЗС ОАО АНК «Башнефть» составляет 642 станции, в ближайшие несколько лет их число будет увеличиваться.

К 2015 г. Башнефть планирует продавать около 80% бензина через свои АЗС. В первую очередь компания ориентируется на регионы, которые находятся в радиусе примерно 1000 км от заводов и характеризуются высоким спросом на нефтепродукты.

На экспорт ОАО АНК «Башнефть» поставляет как нефть, так и нефтепродукты. Поставки нефти осуществляются в Чехию, Польшу, Германию по трубопроводу «Дружба» и через порты Приморск и Гданьск. В 2010 г. компания экспортировала более 3,2 млн тонн нефти – 22,7% всей добытой нефти.

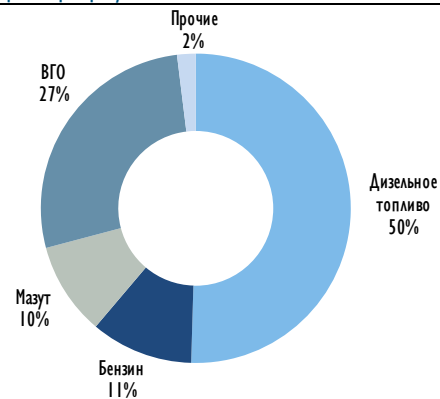
Компания экспортировала нефтепродукты преимущественно в дальнее зарубежье (6,5 млн тонн – 83,6% поставок), в частности, в регионы Северо-западной Европы, а также в страны СНГ (1,3 млн тонн – 16,4%). Поставки осуществлялись по системе экспортных продуктопроводов АК «Транснефтепродукт», а также по железной дороге – в Казахстан и к морским терминалам в Мурманске и Калининграде.

Динамика продаж нефтепродуктов



Источник: данные компании

Структура экспорта нефтепродуктов, 2К11



Источник: данные компании



Инвестиции

В 2011 г. рост инвестиционной программы может составить порядка 50%

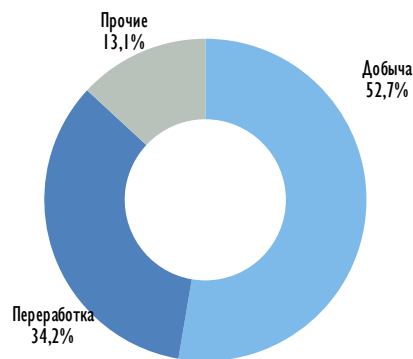
Дальнейшее увеличение инвестиций связано с необходимостью освоения месторождения ТиТ

С приходом новой управленческой команды в 2009 г. была оптимизирована инвестиционная программа АНК «Башнефть». Акцент был сделан на оптимизацию работы с пластом, на повышение его производительности и снижение объемов эксплуатационного бурения, одна из основных статей капитальных затрат. Отчасти этим объясняется снижение инвестиций в 2010 г.

В первом полугодии 2011 г. инвестиции составили порядка 380 млн долл., примерно такую же сумму компания запланировала на второе полугодие 2011 г., что в сумме дает порядка 760 млн долл. и примерно на 50% превышает показатели прошлого года. Больше половины инвестиций приходится на финансирование проектов нефтедобычи. В 2012 г. инвестиционная программа увеличится примерно на 300 млн долл. для финансирования проекта ТиТ.

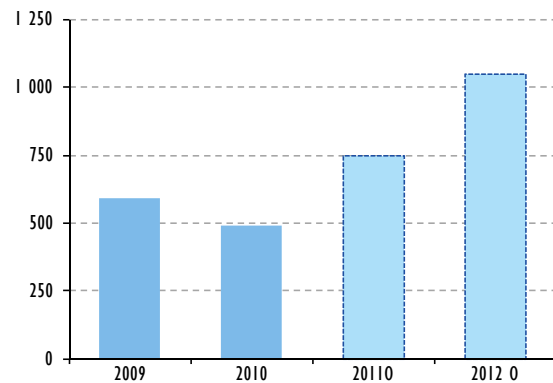
В течение ближайших пяти лет ОАО АНК «Башнефть» планирует инвестировать в модернизацию НПЗ 27,4 млрд руб. (875 млн долл. или 175 млн долл. в год). Из этой суммы 59% (514 млн долл.) придется на Новойл, 35% – на Уфимский НПЗ и 6% – на Уфанефтехим. Модернизацию планируется провести за счет собственных и заемных средств, глубина переработки повысится с 86% до 95%, выход светлых нефтепродуктов увеличится с 62% до 73%. Индекс Нельсона вырастет с 8,3 до 9,6, объем переработки сохранится на уровне 20 млн т. в год.

Структура капитальных затрат III г. (374 млн долл.)



Источник: данные компании

Динамика инвестиций 2009–2012 гг.



Источник: данные компании



Финансовое положение компании

Инвесторам доступна ежеквартальная отчетность по МСФО

Инвесторам доступна консолидированная аудированная отчетность группы ОАО АНК «Башнефть» по МСФО с 2009 г. по 1 полугодие 2011 г. Ее аудитором является международная компания Deloitte. Кроме того, ежеквартально группа готовит консолидированную отчетность, последняя доступная – за 2К11.

Обратим внимание, что, начиная с мая 2011 г., отчетность компании перестала консолидировать ОАО «Башкирэнерго». Опубликованные данные за 1П11 скорректированы на финансовые результаты ОАО «Башкирэнерго».

За 6 месяцев 2011 г. консолидированная выручка Башнефти составила 8,0 млрд долл. (+47,6% г/г), в том числе выручка от реализации нефти выросла на 72,0% до 1,55 млрд долл. и нефтепродуктов – на 43,4% до 6,25 млрд долл.

В 1-м полугодии 2011 г. выручка компании увеличилась на 47,6% по сравнению с аналогичным периодом 2010 г.

Основными источниками увеличения выручки в 1-м полугодии 2011 г. стали как рост объемов реализации нефти и нефтепродуктов, так и благоприятная конъюнктура цен. Кроме того, на выручку благоприятно повлияло изменение структуры реализованной продукции в пользу более доходной продукции и рынков сбыта.

Объем продажи нефти увеличился на 21,5% к аналогичному периоду прошлого года до 2,3 млн тонн, в том числе на экспорт – на 16,1% до 1,8 млн тонн и на внутренний рынок – на 45,4% до 0,5 млн тонн. Рост цены на внешних рынках составил порядка 42–44%, на внутреннем – около 49%.

За первые шесть месяцев 2011 г. объем реализации нефтепродуктов вырос всего 3,6% к 6М10, достигнув 9,5 млн тонн. При этом стоит отметить изменение структуры продаж. Экспорт в дальнее зарубежье увеличился на 11,4% до 3,7 млн тонн, в страны СНГ – на 178% до 1 млн тонн, а внутренние оптовые продажи сократились на 15% до 4,4 млн тонн. Розничные продажи выросли на 25,9% до 375 тыс. тонн. Экспортные цены на нефтепродукты прибавили в среднем 35–44%, разброс роста цен на внутреннем рынке был больше – от 16,3% (мазут) до 44,1% (дизельное топливо).

В 1П11 рост операционных затрат несколько отставал от роста выручки и составил 45,9%. Компании удалось снизить темпы роста производственных и операционных затрат (+26,5%) и транспортных расходов (+27,2%). В то же время сумма акцизов и таможенных пошлин, а также НДС увеличилась на 56,8% и 66,7% соответственно. Стоимость приобретенной нефти и газового конденсата выросла на 49%. Темпы прироста амортизационных отчислений составили всего 17%.

Основные финансовые показатели ОАО АНК «Башнефть», млн долл, МСФО

	2009	2010	1П11	1П10	П/П
Выручка	6 775	13 341	8 008	5 424	47,6%
ЕВИТДА	1 249	2 504	1 648	1 150	43,3%
<i>Рентабельность по ЕВИТДА</i>	18,4%	18,8%	20,6%	21,2%	-0,6 п.п.
Операционный денежный поток	1 249	1 400	614	128	379,7%
Капитальные вложения	592	1 121	374	115	225,2%
Свободный денежный поток	657	279	240	13	1746,2%
Всего активов	12 689	14 991	15 413	13 406	15,0%
Собственный капитал	8 440	7 992	7 168	н.д.	-
Совокупный долг, в том числе	1 739	3 913	4 220	2 178	93,8%
<i>Доля краткосрочного долга</i>	3,6%	20,3%	20,0%	1,9%	+18,1 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	1 391	1 078	999	559	78,7%
Показатели долговой нагрузки					
Долг/Собственный капитал, х	0,21	0,49	0,59	-	
ЕВИТДА/Процентные расходы, х	59,5	7,0	6,9	9,4	
Чистый долг/ЕВИТДА, х	0,28	1,13	1,07	0,80	

Источник: компания, оценки Газпромбанка



В результате показатель «ЕВITDA» вырос на 43,4% до 1,65 млрд долл., а операционный денежный поток увеличился в 4,8 раза до 614 млн долл.

Обратим внимание на незначительное снижение рентабельности по ЕВITDA до 20,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (21,2%).

В 1-м полугодии показатель «ЕВITDA» вырос на 43,4% до 1,6 млрд долл.

Операционный денежный поток компании вырос почти в пять раз по сравнению с 1П10 в том числе за счет управления оборотным капиталом. Негативное давление на величину операционного денежного потока оказал рост стоимости обслуживания долга более чем в 2 раза – до 232 млн долл.

Сумма капитальных затрат составила 374 млн долл. (+225% к 1П10). Свободный денежный поток достиг 240 млн долл. по сравнению с 13 млн долл. за аналогичный период прошлого года.

Долг компании по итогам 1П11 вырос всего на 7,8% до 4,2 млрд долл., чистый долг – на 13,6% до 3,2 млрд долл. Краткосрочный долг составил 842 млн долл. Остаток денежных средств и эквивалентов за первые шесть месяцев сократился до 999 млн долл. (-7,3%). При этом обращаем внимание, что задолженность по дивидендам на 30 июня 2011 г. составляла 907 млн долл., которые были выплачены до конца августа 2011 года.

На 30 июня 2011 г. соотношение «Чистый долг/ЕВITDA» снизилось до 1,07х

Показатели долговой нагрузки компании на 30 июня 2011 г. сохранились практически на уровне конца 2010 г. В частности, соотношение «Чистый долг/ЕВITDA» оценивается нами в 1,07х, соотношение «ЕВITDA/Проценты» – в 6,9х. Компания намерена и в дальнейшем придерживаться сравнительно консервативной долговой политики – существенное увеличение долговой нагрузки не планируется. Рассматривая различную динамику цен на нефть компания установила для себя максимальное значение долга на уровне 3,0х («Чистый долг/ЕВITDA») в случае самого критического поведения цен на нефть (падение до 75 долл. за баррель).

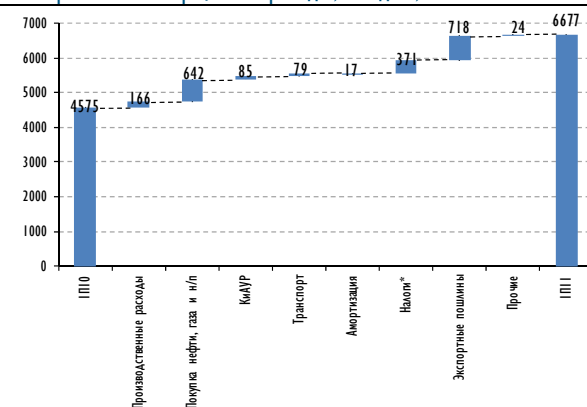
Компания планирует придерживаться гибкой дивидендной политики (принята в июле 2011 г.) и направлять на выплату не менее 10% чистой прибыли по МСФО. Дивидендные выплаты могут быть увеличены, в случае если после финансирования инвестиционной программы, приобретений и рефинансирования останется денежный поток. Так, например, по итогам 2010 г. дивидендные выплаты составили 111%.

Влияние 60/66

С 1 октября 2011 г. в России введена система пошлин на нефть и нефтепродукты «60/66». Поскольку у Башнефти объем нефтепереработки превышает добычу, то переход на режим «60/66» компании невыгоден. Размер потерь зависит от цен на нефть. Башнефть оценивает их в 150–200 млн долл., что для компании не критично.

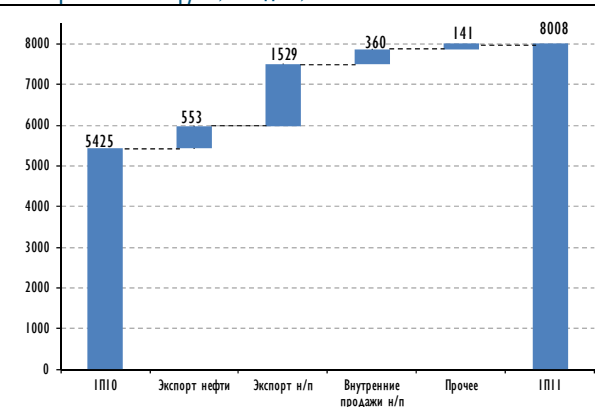
17 ноября Госдума РФ проголосовала за предоставление Башнефти льгот для компенсации потерь от введенной системы «60/66», внося поправки в Налоговый кодекс РФ. Сумма компенсации составит 10 млрд руб. на 5 лет или порядка 2 млрд руб. в год, начиная с 1 января 2012 г., что, по нашим расчетам, может добавить около 2% ЕВITDA компании в 2012 г.

Факторный анализ операционных расходов, млн долл., 1П11 к 1П10



* кроме налога на прибыль

Факторный анализ выручки, млн долл., 1П11 к 1П10



Источник: данные компании

Источник: данные компании



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.