

БАШНЕФТЬ итоги 9 месяцев 2010 года: быстрее и маржинальнее сектора

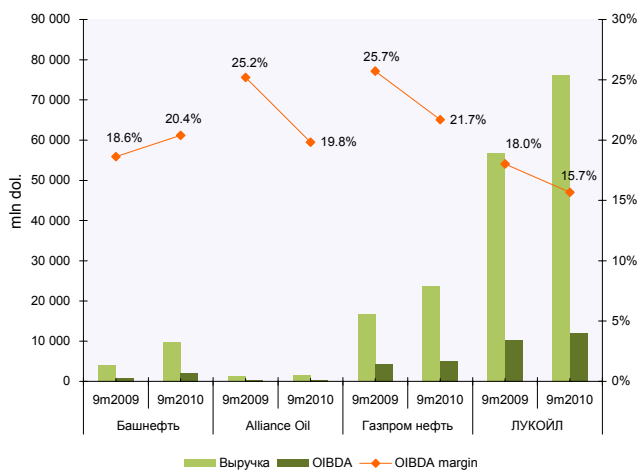
6 декабря 2010 года

Сегодня Башнефть представила избранные показатели по МСФО за третий квартал и девять месяцев текущего года. Мы положительно оцениваем полученные результаты и отмечаем, что в сопоставлении с другими представителями сектора Башнефть остается самой маржинальной и быстрорастущей компанией. Долговые метрики в отчетном периоде поддерживаются благодаря уверенному росту нормы прибыли. Среди негативных моментов мы выделяем слабый самостоятельный третий квартал, однако, согласно пресс-релизу Компании, виной тому разовые начисления.

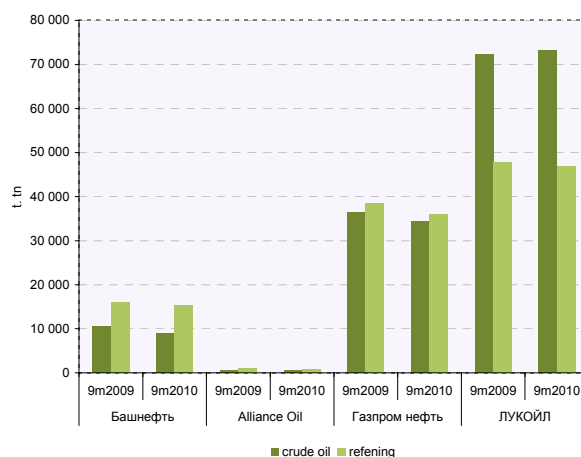
Быстрее и маржинальнее остальных. Третий квартал под давлением «бумажных» начислений.

За девять месяцев Башнефть заработала 9,7 млрд долл., что практически в полтора раза превышает результаты годом ранее. Такая динамика была вполне ожидаема с учетом роста в предыдущих отчетных периодах. Напомним, что в первом полугодии рост составил 3x. Сопоставляя с другими компаниями сектора, мы отмечаем, что Башнефть в части динамики значительно впереди. Если составить ренкинг роста выручки, то здесь на втором месте после Башнефти окажется Газпром нефть с результатом в 43%, а далее следуют Alliance Oil и ЛУКОЙЛ – 37% и 34% соответственно. Вместе с тем, по масштабам бизнеса, конечно, Башнефть весомо отстает от ЛУКОЙЛа и Газпром нефти, которые, соответственно, заработали за девять месяцев 76,3 млрд долл. и 23,7 млрд долл. Мы отмечаем, что довольно впечатляющей выглядит динамика маржи, значение которой в свою очередь также превалирует над показателями других компаний. Так, за прошедшие девять месяцев операционная рентабельность составила 14,8% против 13,97% у Alliance Oil, 13,6% у Газпром нефти и 11,18% у ЛУКОЙЛа. В части EBITDA, то здесь результат Башнефти стал вторым после Газпром нефти: 20,4% vs 21,71% соответственно. Важным моментом деятельности Башнефти, по нашему мнению, является тот факт, что если у других компаний динамика выручки была обусловлена ценовой конъюнктурой, то у Башнефти в том числе 16% ростом добычи и 4% ростом нефтепереработки. Для сравнения, у ЛУКОЙЛа добыча нефти остается в отрицательной зоне («-1%» к а.п.г), у Газпром нефти выросла на 6%, а у Alliance Oil на 5%. Мы отмечаем, что норма прибыли 9 месяцев была «под ударом» начислений по иску Пробизнесабанка. Напомним, что Банк добивается от структур «Башнефти» возврата 900 млн руб. местному нефтетрейдеру, обанкротившемуся вскоре после платежей в их адрес. Данное начисление, а также убытки от курсовых разниц внесли минорные ноты в маржу Компании – EBITDA margin сократилась на 2 п.п. Однако нивелировать это может то, что данный результат был следствием разовой сделки.

Динамика финансовых показателей.



Динамика операционных показателей



Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа.

БАШНЕФТЬ итоги 9 месяцев 2010 года: быстрее и маржинальнее сектора

6 декабря 2010 года

Долг не так страшен на фоне роста маржи.

Наиболее важным моментом кредитного профиля Компании являются долговые метрики, которые на фоне инвестиционной активности остаются под наибольшим вниманием инвесторов. Здесь стоит отметить, что Debt/EBITDA Компании, несмотря на рост кредитного портфеля по сравнению с итогом полугодия 2010 года на 1,6 млрд долл. до 3,7 млрд руб., было на уровне 1,4х против более высоких ожиданий с нашей стороны. В своем пресс-релизе Башнефть раскрывает информацию, что чистый долг составил 1,8 млрд руб. Исходя из этого, получается, что у Компании на конец сентября сформировалась «подушка ликвидности» в размере 1,9 млрд долл. – половина от указанного объема кредитного портфеля. Источник данных средств Эмитент не раскрывает, однако, вероятно, что часть из них имеет долговой характер. Также напомним, что указанный объем ликвидности, в том числе, скорее всего, был потрачен на выплату дивидендов в размере 21,4 млрд руб., а также на выплату задатка в размере 18,2 млрд руб. за месторождение Требса и Титова, собственником которого в последствие стала Компания. Учитывая это, мы считаем, что стоит воспринимать данный запас ликвидности скорее как разовое событие на отчетную дату. Вместе с тем, как мы отмечали ранее, долговой портфель Компании, скорее всего, в среднесрочной перспективе продолжит свою динамику. Так, помимо указанного платежа, Башнефти потребуются инвестиции порядка 8,5–9 млрд долл. на разработку месторождения. Также Генеральный директор в интервью Интерфаксу рассказал: «то, что мы в принципе будем участвовать в тендерах, в аукционах, и в конкурсах, сомнений не вызывает...» Таким образом, скорее всего, и M&A, и инвестиционная активность для Компании в ближайшее время будут на пике, и, соответственно, ждать снижения долговой нагрузки вряд ли придется. Напомним, что Башнефть таргетирует инвесторов на соотношение Net Debt/EBITDA не выше 3х.

Финансовые результаты Башнефти, ЛУКОЙЛа, Газпром нефти. US GAAP, mio USD																											
	Башнефть IFRS						Alliance Oil						Газпром нефть US GAAP						ЛУКОЙЛ US GAAP								
	3 кв. 2010	2 кв. 2010	%	9 мес. 2010	9 мес. 2009	%	3 кв. 2010	2 кв. 2010	%	9 мес. 2010	9 мес. 2009	%	3 кв. 2010	2 кв. 2010	%	9 мес. 2010	9 мес. 2009	%	3 кв. 2010	2 кв. 2010	%	9 мес. 2010	9 мес. 2009	%			
Основные финансовые показатели, млн долл.																											
Revenue	3 506	3 328	5%	9 746	4 169	134%	581.0	531.3	9%	1 613.6	1 181.7	37%	8 387	8 026	4%	23 709	16 598	43%	26 517	25 853	3%	76 272	56 802	34%			
Operating income	496	510	-3%	1 445	319	353%	95.8	59.7	60%	225.4	219.6	3%	1 273	954	33%	3 231	2 493	30%	3 167	2 707	17%	8 525	7 401	15%			
OIBDA	680	696	-2%	1 988	777	156%	126.7	89.5	42%	319.9	297.7	7%	2 011	1 550	30%	5 147	4 269	21%	4 535	3 244	40%	11 958	10 237	17%			
Net income	317	376	-16%	989	227	336%	85.4	34.1	150%	165.0	156.7	5%	907	756	20%	2 511	2 414	4%	2 827	2 063	37%	6 933	5 420	28%			
% income	24	10	140%	50	28	79%	na	na	-	na	na	-	7	1 600%	27	116	-77%	46	45	2%	144	105	37%				
% expenses	101	61	66%	223	16	1294%	na	na	-	na	na	-	71	103	-31%	260	265	-2%	162	196	-17%	535	503	6%			
Operating margin	14.1%	15.3%	-1%	14.83%	7.65%	7%	16.48%	11.24%	5%	13.97%	18.59%	-5%	15.18%	11.89%	3%	13.63%	15.02%	-1%	11.94%	10.47%	1%	11.18%	13.03%	-2%			
OIBDA margin	19.4%	20.9%	-2%	20.40%	18.64%	2%	21.81%	16.84%	5%	19.82%	25.19%	-5%	23.98%	19.31%	5%	21.71%	25.72%	-4%	17.10%	12.55%	5%	15.68%	18.02%	-2%			
Net margin	9.0%	11.3%	-2%	10.15%	5.44%	5%	14.70%	6.42%	8%	10.23%	13.26%	-3%	10.81%	9.42%	1%	10.59%	14.54%	-4%	10.66%	7.98%	3%	9.09%	9.54%	0%			
Операционные показатели																											
crude oil, t. tn	3 625	3 491	4%	10 489	9 012	16%	160	na	-	518	548	0	12 437	12 089	0	36 472	34 329	6%	24 645	24 085	2%	72 270	73 278	-1%			
refining, t. tn	5 558	5 573	-0.3%	15 939	15 270	4%	279	na	-	954	710	0	13 084	8 690	1	38 467	36 083	7%	16 742	16 394	2%	47 843	46 909	2%			
Сводные показатели																											
	1 кв. 2010	пол. 2010	9 мес. 2010	%			2009			9 мес. 2010			%	2009			9 мес. 2010			%	2009			9 мес. 2010			%
Assets	na	na	na	-			2 727.01			3 183.70		17%	29 912			30 412		2%	79 019			81 839		4%			
Debt	1 726	2 178	3 748	117%			710.15			992.95		40%	6 310			5791		-8%	11 323			10 623		-6%			
Long term debt	na	na	na	-			364.66			882.46		142%	4 162			4 212		1%	9 265			7 338		-21%			
Short-term debt	na	na	na	-			345.49			110.49		-68%	2 148			1 579		-26%	2 058			3 285		60%			
Cash and cash equivalents	na	na	na	-			392.07			270.30		-31%	868			1 174		35%	2 274			3 117		37%			
Net Debt	na	na	1 835	-			318.08			722.65		127%	5 442			4 617		-15%	9 049			7 506		-17%			
Debt/OIBDA	0.70	0.83	1.41	0.71			1.83			2.33		0.50	0.8			0.84		0.03	0.84			0.66		-0.18			
Net Debt/OIBTDA	na	0.6	0.69	-			0.82			1.69		0.87	0.7			0.67		0.01	0.67			0.47		-0.20			

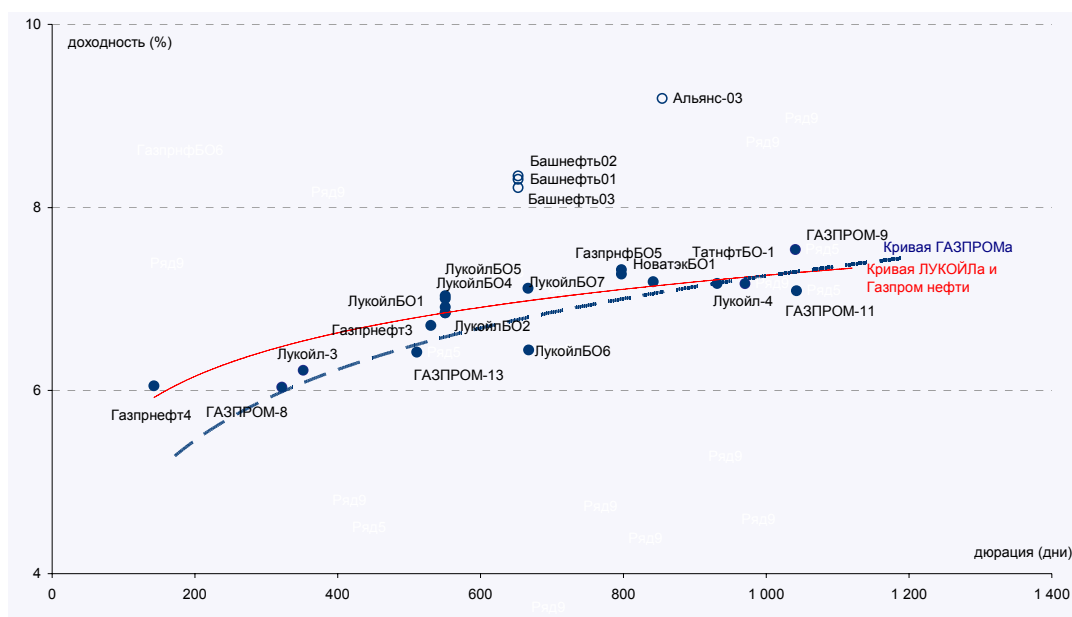
БАШНЕФТЬ итоги 9 месяцев 2010 года: быстрее и маржинальнее сектора

6 декабря 2010 года

Бумаги Компании с апсайдом 20–30 б.п.

Бумаги Компании сегодня торгуются со следующими значениями БО–1 УТМ 8,20%, БО–2 8,29%, БО–3 8,33% (12.2012). Мы считаем, что апсайды по бумагам Компании составляет порядка не более 30 б.п. Вместе с тем, в значительной степени оказывает давление на возможность роста цены бумаг Эмитенте, прежде всего, перспектива роста долга. Последнее как мы видим из отчетности частично нивелируется сильными финансами Компании. Из других бумаг в секторе наиболее привлекательно смотрятся Лукойл БО–4 и БО–5.

Нефтегазовый сектор



Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tret'yakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.