

Башнефть

Итоги 2012 г.

Приняв во внимание годовые финансовые результаты компании по МСФО, мы обновили нашу финансовую модель Башнефти и пересмотрели оценку справедливой стоимости компании. **Наша оценка на основе метода дисконтированных денежных потоков (DCF) на конец 2013 г. предполагает справедливую цену Башнефти в 83,1 долл. за обыкновенную и 54,6 долл. за привилегированную акцию** (предыдущая оценка на конец 2012 г. – 68,1 и 49,02 долл. соответственно). Оценка предполагает потенциал роста к текущим котировкам в 36% для обыкновенных и 36,4% – для привилегированных акций и подразумевает рекомендацию – «ПОКУПАТЬ».

Чистая прибыль Башнефти в 2012 г. составила 52,088 млрд руб., что на 4,5% превышает уровень 2011 г. Выручка в 2012 г. увеличилась по сравнению с 2011 г. на 9,5% – до 532,502 млрд руб., EBITDA выросла на 5,2% – до 98,69 млрд руб. Факторами роста стали: увеличение добычи и экспорта нефти, расширение продаж продукции в премиальных секторах рынка, повышение эффективности розничной реализации нефтепродуктов. Компания увеличила среднесуточную добычу нефти на 1,9% по сравнению с 2011 г., достигнув рекордного показателя за последние 15 лет – 307,9 тыс. барр./сутки. Годовая добыча составила 15,437 млн т нефти – компания планирует удерживать этот уровень добычи на разрабатываемых месторождениях в ближайшие годы. Следует отметить также снижение удельных затрат на переработку на 4,2% по отношению к 2011 г. **По результатам 2013 г. мы ожидаем снижения выручки компании в долларовом выражении на 3,85% – до 16,47 млрд долл., EBITDA – на 14,5% до 2,71 млрд долл. и чистой прибыли – на 15,4% до 1,66 млрд долл.** Причиной ухудшения финансовых результатов станет снижение нефтяных котировок – в нашей оценке мы предполагаем среднегодовую цену нефти на уровне 105 долл. за баррель в текущем году.

Рост инвестиционных расходов, вероятно, приведет к существенному снижению дивидендной доходности компании. Если компания будет придерживаться утвержденной в 2012 г. дивидендной политики, дивиденды за прошедший год могут составить порядка 22 руб. на обыкновенную и привилегированную акцию (по сравнению с 99 руб. за 2011 г.), а дивидендная доходность составит в этом случае 1,2% и 1,8% соответственно.

Цель: \$83,1 (+36%), ПОКУПАТЬ

Аналитик: Танурков Василий
Эл. почта: VTanurkov@veles-capital.ru

Башнефть и индекс РТС



Информация о компании

Информация о Башнефти

Код Bloomberg	BANE
Цена ао, долл.	61,14
Цена ап, долл.	40,02
Мин./макс. цена за 52 недели, долл.	45,14 / 78,93
Мин./макс. цена за 52 недели (ап), долл.	30,98 / 49,70
Справедливая цена на конец года, долл.	83,1
Справедливая цена на конец года (ап), долл.	54,6
Потенциал роста (об.), %	36,0
Потенциал роста (прив.), %	36,4
Количество акций (об.), млн шт. ¹	151
Количество акций (пр.), млн шт. ¹	35
Рыночная капитализация, млн долл.	9 246
EPS 2012, долл.	11,1
EV, млн долл.	13 131

¹За вычетом казначейских акций

Динамика финансовых показателей

	2011	2012	2013 (п)
Выручка, млн долл.	16 547	17 128	16 468
EBITDA, млн долл.	3 193	3 174	2 714
Чистая прибыль, млн долл.	1 931	1 964	1 662
EPS, долл.	11,14	11,08	10,99
Норма EBITDA, %	19,3	18,5	16,5
Норма чистой прибыли, %	11,7	11,5	10,1
EV / S	0,79	0,77	0,80
EV / EBITDA	4,11	4,14	4,84
P / E	4,79	4,71	5,56
ROIC, %	19,8	23,6	15,2
ROE, %	34,3	24,7	18,9



- **Драйвером роста капитализации Башнефти уже в текущем году может стать запуск пробной эксплуатации месторождения им. Третьякова и Титова в Ненецком автономном округе, которая, согласно планам, начнется в 3 кв. 2013 г.** На текущий момент идет строительство инфраструктуры, пробурены несколько разведочных скважин, проведены испытания скважин, пробуренных в 80-е годы. Проблемы с лицензией и серия аварий на месторождении создали угрозу существенной задержки планов его освоения, которое, как ожидается, должно стать основным драйвером роста добычи компании в среднесрочной перспективе. Теперь подобные опасения могут быть отчасти рассеяны.
- **Вслед за состоявшейся в 2012 г. консолидацией активов Башнефть рассматривает возможность проведения IPO ближе к концу 2013 г.** IPO может повысить ликвидность акций компании. Вслед за увеличением ликвидности и возможным выводом на иностранные биржи может последовать включение акций Башнефти в биржевые индексы.



Финансовая модель Башнефти, млн долл.

	2011	2012	2013(П)	2014(П)	2013(П)		2011	2012	2013(П)	2014(П)	2013(П)			
Отчет о прибылях и убытках						WACC								
Выручка	16 547	17 128	16 468	16 462	16 458	Безрисковая ставка, %		5,3	5,1	5,2	5,0			
Операционные расходы (без амортизац	-13 354	-13 953	-13 754	-13 696	-13 690	Налог на прибыль, %		20,0	20,0	20,0	21,0			
ЕБИТДА	3 193	3 174	2 714	2 766	2 768	Стоимость акционерного капитала (ао), %		15,0	14,8	14,7	14,5			
Амортизация	-616	-591	-675	-730	-782	Систематический риск акций, %		5,0	5,0	5,0	5,0			
ЕБИТ	2 577	2 583	2 039	2 037	1 986	Beta leveraged		1,0	1,0	1,0	1,0			
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %		4,6	4,6	4,6	4,6			
Процентные расходы	-508	-382	-277	-235	-188	Стоимость долга, %		9,8	9,5	9,5	9,3			
Неоперационные доходы/расходы	257	146	242	237	240	Специфический риск компании, %		4,5	4,4	4,4	4,3			
Прибыль до налогообложения	2 327	2 348	2 003	2 039	2 038	WACC, %		12,7	12,5	12,8	13,0			
Налог на прибыль	-513	-528	-442	-450	-450	Свободный денежный поток								
Доля меньшинств	117	144	101	103	103	НОРАТ	2 009	2 002	1 589	1 587	1 548			
Чистая прибыль	1 931	1 964	1 662	1 691	1 691	Амортизация	713	591	781	844	905			
Баланс						Капитальные затраты	-851	-990	-1 111	-1 074	-1 047			
Долгосрочные активы	9 324	11 189	9 853	10 085	10 230	Изменение чистого оборотного капитала	-265	-101	-1 012	89	69			
Основные средства и нематериальные	7 993	9 190	8 753	8 983	9 125	Свободный денежный поток	1 605	1 502	247	1 446	1 475			
Прочие долгосрочные активы	1 331	1 999	1 100	1 103	1 105	Ставка дисконтирования, %			12,5	12,8	13,0			
Краткосрочные активы	4 278	3 980	6 822	6 786	6 766	Коэффициент дисконтирования			0,89	0,79	0,70			
Оборотные активы	2 320	2 712	4 287	4 265	4 253	Дисконтированный свободный денежный			219	1 139	1 028			
Краткосрочные инвестиции	1 075	610	610	610	610	Оценка стоимости обыкновенной акции								
Денежные средства	883	658	1 926	1 911	1 903	Ставка роста в постпрогнозный период, %			3,0					
Итого активы	13 602	15 168	16 675	16 871	16 996	Сумма дисконтированного денежного потока (+)			7 871					
Средства акционеров	7 064	8 113	8 843	9 586	10 329	Дисконтированная продленная стоимость (+)			9 075					
Акционерный капитал	5 622	7 952	8 783	9 629	10 474	Стоимость бизнеса компании			16 946					
Доля меньшинств	1 442	161	60	-42	-145	Стоимость чистого долга (-)			2 339					
Долгосрочные обязательства	4 240	4 214	4 981	4 443	3 851	Доля миноритарных акционеров (-)			161					
Долгосрочные займы	2 971	2 559	3 492	2 957	2 368	Привилегированные акции (-)			1 875					
Прочие долгосрочные обязательства	1 269	1 655	1 489	1 486	1 483	Стоимость акционерного капитала			12 572					
Краткосрочные обязательства	2 298	2 841	2 852	2 842	2 816	Фундаментальная стоимость ао, долл.			83,1					
Краткосрочные займы	421	1 047	495	419	336	Фундаментальная стоимость по, долл.			54,2					
Оборотные обязательства	1 877	1 794	2 357	2 423	2 480	Чувствительность								
Итого обязательства и средства акционе	13 602	15 168	16 675	16 871	16 996	WACC	TQR	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
Движение денежных средств						2,0		+17,2	+21,4	+26,2	+31,4	+37,4	+44	+51,6
Основная деятельность	2 233	2 288	1 333	2 530	2 567	1,0		+3,1	+6,4	+10,1	+14,1	+18,5	+23,5	+29
Чистая прибыль (включая долю меньши	2 355	2 348	1 561	1 589	1 588	тек.		-8,6	-6	-3,1	+0	+3,4	+7,2	+11,4
Амортизация	656	591	675	730	782	-1,0		-18,5	-16,4	-14,1	-11,6	-9	-6	-2,8
Изменение оборотного капитала	-265	-101	-1 012	89	69	-2,0		-26,9	-25,2	-23,4	-21,4	-19,3	-17	-14,4
Прочее	-513	-549	110	123	128	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Инвестиционная деятельность	-1 004	-1 260	-1 111	-1 074	-1 047	EV / Sales		0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Приобретение внеоборотных активов	-851	-990	-1 111	-1 074	-1 047	EV / EBITDA		4,1	4,1	4,8	4,7	4,7	4,7	4,7
Приобретение/продажа дочерних комп	-140	-26	0	0	1	EV / EBIT		5,1	5,1	6,4	6,4	6,4	6,6	6,6
Прочее	-14	-243	0	0	-1	P / E		4,8	4,7	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5
Финансовая деятельность	-1 360	-1 258	1 045	-1 471	-1 528	P / BV		1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Изменение долга	-401	52	377	-619	-677	EV / FCF		5,8	6,2	-	6,4	6,3	6,3	6,3
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	-929	-590	-831	-846	-846									
Прочее	-30	-720	1 500	-6	-5									
Влияние курсовых разниц	-9	5	0	0	0									
Изменение денежных средств	-142	-225	1 268	-15	-8									
Коэффициенты														
Рентабельность EBITDA, %	19,3	18,5	16,5	16,8	16,8									
Рентабельность чистой прибыли, %	11,7	11,5	10,1	10,3	10,3									
EBITDA / процентные расходы, 1x	6,3	8,3	9,8	11,8	14,7									
Инвестиции / выручка, %	5,1	5,8	6,7	6,5	6,4									
ROE, %	34,3	24,7	18,9	17,6	16,1									
ROIC, %	19,8	23,6	15,2	15,4	0,0									
Долг / EBITDA	1,1	1,1	1,5	1,2	1,0									
Чистый долг / EBITDA	0,4	0,7	0,5	0,3	0,0									
Долг/Собственный капитал	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3									

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2012 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций
Александр Антипов
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP - клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов
Корпоративные клиенты
AValitov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua
