



ИНВЕСТКАФЕ -
НЕЗАВИСИМОЕ
АНАЛИТИЧЕСКОЕ
АГЕНТСТВО

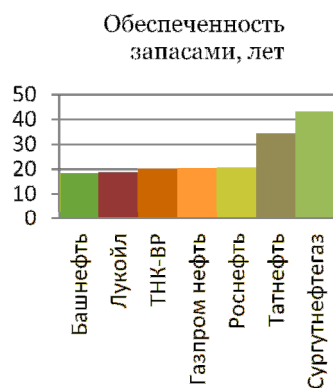
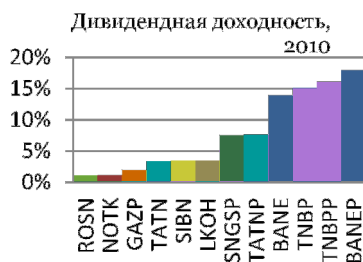
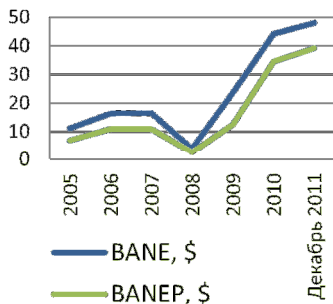
ОАО БАШНЕФТЬ

Аналитики – Нефть и Газ

Дмитрий Адамидов, к.э.н
+7 985 766 05 74
da@investcafe.co.uk

Григорий Бирг, АСА, MiF
+7 903 720 03 65
gb@investcafe.co.uk

Виталий Михальчук
+7 916 060 03 92
vm@investcafe.co.uk



Инвесткафе начинает покрытие нефтяной компании Башнефть, в основе ресурсной базы которой месторождения в Республике Башкортостан. Текущие котировки акций компании существенно недооценивают перспективы развития компании. Наша рекомендация по обоим типам бумаг Башнефти - «**ПОКУПАТЬ**». Целевой уровень на конец 2012 года по обыкновенным акциям - **\$68,71**, по привилегированным - **\$54,97**

До перехода под контроль АФК «Система» в 2009 году предприятия башкирского ТЭК разрознены, непрозрачны и неэффективны для акционеров. После того как предприятия башкирского ТЭК были интегрированы, Башнефть начала публиковать финансовую отчетность по МСФО, демонстрируя выдающиеся результаты год-к-году. АФК «Система» - эффективный собственник, который поставил задачу создания на базе Башнефти прозрачной и рентабельной ВИНК и пока это ей удается. В своей отчетности компания демонстрирует потрясающие темпы роста выручки и улучшение рентабельности.

Ключевой регион добычи Башнефти – Республика Башкортостан, на ее месторождениях добывается около 94% всей нефти. Нефть с башкирских месторождений Башнефти по качеству оставляет желать лучшего, поскольку в ней велико содержание серы. Кроме того, извлекаемые запасы Башнефти оставляют желать лучшего и по сложности извлечения. Почти половина (48%) извлекаемых запасов Башнефти относится к трудноизвлекаемым. Остаточные извлекаемые запасы характеризуются высокой степенью истощенности (более 80%) и обводненности (более 90%), что позволяет Башнефти получать льготы по НДС (эффективная ставка НДС в 2010 году – 78% от полной).

Сегодняшние объемы добычи собственного сырья позволяют группе загружать лишь около 60% имеющихся мощностей. Приоритетной задачей Башнефти в связи с этим ставится развитие добычного сегмента за счет освоения новых месторождений и органического роста добычи. С учетом плановой добычи на месторождениях Требса и Титова в Ненецком АО, в ближайшие 7 лет Башнефть выйдет на уровень добычи в 18 млн тонн. Это не позволит полностью загружать имеющиеся нефтеперерабатывающие мощности собственным сырьем. Учитывая избыток перерабатывающих мощностей, компания проигрывает от введения нового режима налогообложения (ЕВITDA снизится на 5% в 2012 году). Со следующего года Башнефть будет получать компенсации от введения режима «60-66-90» на 10 млрд руб. в течение 5 лет, хотя компания просила вдвое большую сумму на тот же срок. Компания будет и дальше повышать глубину переработки на своих НПЗ, что должно частично нивелировать негативный эффект от введения нового налогового режима.

Учитывая необходимость вкладывать средства в капитальные затраты, менеджмент и акционеры решат сократить дивидендные выплаты, поэтому в последующие периоды мы ожидаем, что на дивиденды будет уходить гораздо меньший, но по-прежнему высокий, процент чистой прибыли, чем в предыдущие годы – не более 95%.

Акции компании, BANE и BANER

Целевая цена – ао	\$	68,71
Потенциал – ао	%	43%
Кол-во обыкн. акций	млн.	170,2
Free Float – ао	%	14%
Целевая цена – ап	\$	54,97
Потенциал – ап	%	40%
Free Float – ап	%	100%
Кол-во прив. акций	млн.	34,6
Рыночная капитализация	\$ млн	9,527
Enterprise Value	\$ млн	12,373

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты
Инвесткафе

Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млн долл)	13,341	16,657	15,278	16,898
ЕВITDA (млн долл)	3,015	3,813	2,183	2,291
Чистая прибыль (млн долл)	1,429	1,818	556	556
Рентабельность ЕВITDA (%)	23%	23%	14%	14%
Чистая рентабельность (%)	11%	11%	4%	3%
EPS (долл)	8.40	10.68	3.27	3.26
DPS (обыкн. и прив) (долл)	7.7	8.4	2.6	2.6
P/E (x)	5.27	4.49	14.68	14.70
EV/S (x)	0.87	0.64	0.83	0.76
EV/ЕВITDA (x)	3.84	2.81	5.80	5.61
ROE (%)	27.1%	33.6%	12.9%	12.7%
Цена Urals (\$/bbl)	78	110	105	110

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

