



Красавица и Интегра

Наталья Правдина, аналитик «Инвесткафе»

На фоне победных рапортов EDC можно отметить, что у компании в 1-м полугодии незначительно сократилась доля рынка услуг бурения. Менеджмент упоминает об этом в отчетности как бы «между прочим», но проблема может оказаться серьезной — ведь в условиях экономического спада будет расти спрос на недорогих бурильщиков, да и некоторые нефтяные компании могут задуматься над тем, чтобы не отказываться от собственных сервисных подразделений.

Недавно Eurasia Drilling Company (EDC) и Интегра опубликовали операционные и финансовые результаты за 1-е полугодие текущего года по МСФО. Начнем с EDC, признанного лидера российского нефтесервиса.

Евразийская красота

За отчетный период выручка EDC выросла на 28% к аналогичному периоду 2009 года и составила \$862 млн. Рентабельность по EBITDA выросла с 22% до 25%. Рентабельность компании по чистой прибыли осталась неизменной по сравнению с 1-м полугодием 2010 года (12%). Инвестиции у компании увеличились более чем вдвое год к году и составили \$164 млн, а свободный денежный поток для акционеров в 1-м полугодии 2010 года оказался отрицательным (-\$25 млн), хотя в 1 полугодии 2009 года он был положительным (\$104 млн). За 2-й квартал 2010 года выручка EDC выросла на 22% по сравнению с 1-м кварталом — до \$474 млн. Подтянулась и рентабельность EBITDA, которая за 2-й квартал увеличилась с 23% до 25%. Интересно, что инвестиции у компании во 2-м квартале резко увеличились по сравнению с 1-м кварталом — почти в семь раз. Причиной стала, по всей видимости, одноразовая бухгалтерская операция (изменение в restricted cash).

Не Лукойлом единым...

Компания сообщила, что сократила зависимость от одного крупнейшего клиента — Лукойла и увеличила объем заказов от ТНК-ВР Холдинга. Объем бурения за 1-е

полугодие вырос на 2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года — до 1 974 метров. EDC в 1-м полугодии приобрела семь новых буровых установок (из них две для операций в России, остальные — для операций за рубежом). Отчасти это и привело к разовому росту инвестиций во 2-м квартале. Однако в июне компания приобрела небольшую фирму, оказывающую услуги по ремонту скважин в Тимано-Печорском бассейне, и это также повлияло на рост инвестиций и сокращение restricted cash. В то же время нельзя не отметить рост объемов бурения в России в 1-м полугодии 2010 года на 46% по сравнению с аналогичным периодом 2009 года. Рынок оживает, а вместе с ним увеличивается и потенциал роста буровых компаний.

Снижение доли рынка

Однако на фоне победных рапортов EDC можно отметить, что у EDC в 1-м полугодии незначительно сократилась доля рынка услуг бурения (с 26% до 24%), так как  [Сургутнефтегаз](#) расширил буровые операции за счет своих внутренних подразделений (услугами внешних подрядчиков он почти не пользуется). Менеджмент упоминает об этом в отчетности как бы «между прочим», но проблема может оказаться серьезной — ведь в условиях экономического спада будет расти спрос на недорогих бурильщиков, да и некоторые нефтяные компании могут задуматься над тем, чтобы не отказываться от собственных сервисных подразделений.

Финансовые результаты Eurasia Drilling Company, 1-е пол. 2009 – 1-е пол. 2010

\$ млн	1 пол. 2010	1 пол. 2009	г/г, %
Выручка	862	673	28%
Затраты	717	574	25%
Операционная прибыль	145	99	46%
Операционная рентабельность, %	17%	15%	2%
EBITDA	212	148	43%
Рентабельность по EBITDA, %	25%	22%	3%
Прибыль до налога на прибыль	142	100	42%
Чистая прибыль	105	78	35%
Рентабельность по чистой прибыли, %	12%	12%	1%

Источник: Eurasia Drilling Company

Чего ждать от EDC?

Менеджмент EDC ожидает, что выручка компании за 2010 год составит по меньшей мере \$1,7 млрд (+23% год к году), и рентабельность EBITDA будет на уровне 22-23,5%. Для достижения поставленных целей EDC в течение следующих кварталов нужно будет продемонстрировать более впечатляющие операционные и финансовые показатели. Если в

начале года холодная зима негативно сказалась на объемах бурения EDC, то жаркое лето пошло компании на пользу. В целом я ожидаю, что EDC удастся нарастить объемы буровых работ как минимум на 4% год к году — до 3,9 млн м, что превысит докризисный уровень на 2,6%.

Прорыв Интегры

У Интегры финансовые показатели гораздо скромнее. Выручка компании выросла всего на 16% за 1-е полугодие текущего года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$421 млн. Тем не менее большим достижением является то, что Интегра получила положительную операционную прибыль впервые с 2007 года (правда, в размере всего \$4 млн) — но успех нельзя не оценить! Операционная прибыль была получена благодаря оптимизации затрат (которые выросли всего на 12% к 1-му полугодю 2009 года), а также изменением в структуре портфеля услуг, предоставляемых компанией. Объем буровых операций у Интегры сокращается, зато растет объем услуг сейсморазведки и технологий. Тем не менее, сокращение прибыли от курсовых разниц втрое не позволило компании выйти на безубыточность даже по прибыли до налога на прибыль. Свой негативный вклад в убытки компании по прибыли до налогов и чистой прибыли внесли также и процентные расходы, которые возросли на 10% к аналогичному периоду прошлого года. Свободный денежный поток для акционеров Интегры во 2-м квартале был положительным, и в результате за все 1-е полугодие он составил \$8,3 млн, хотя в 1-м полугодии 2009 года он был намного выше и составлял \$19 млн. Впрочем, компания не платит дивидендов, и для акционеров увеличение чистого денежного потока в данный момент не так уж важно.

Финансовые результаты Интегры, 1-е пол. 2009 — 1-е пол. 2010

\$ млн	1 пол. 2010	1 пол. 2009	г/г, %
Выручка	421	363	16%
Затраты	417	372	12%
Операционная прибыль	4	-9	-144%
Операционная рентабельность, %	1%	-2%	3%
EBITDA	50	43	16%
Рентабельность по EBITDA, %	12%	12%	0
Прибыль до налога на прибыль	-15	-20	
Чистая прибыль	-30	-22	
Рентабельность по чистой прибыли, %	-7%	-6%	-1%

Источник: Интегра

Надежда на Байдукова

Во 2-м квартале в Интегре произошло еще одно важное событие: компанию покинул финансовый директор, известный в прошлом как аналитик нефтегазового сектора и инвестиционный банкир. В компанию пришел новый финдиректор — Юрий Байдуков, который в прошлом работал в Schlumberger. По-видимому, в Интегре разочаровались в дипломе MBA предыдущего финдиректора, который хоть и помог вывести компанию на положительную операционную прибыль, но все-таки не сделал ее лидером нефтесервисного сектора. Однако нельзя не оценить то, что компания сейчас активно пытается вернуть утраченные позиции за счет развития новых растущих технологичных сегментов и широкой диверсификации бизнеса, в то время как EDC все еще сильно зависит от одного клиента — Лукойла.

Вниманию инвесторов: Интегра — долгосрочная идея

EDC торгуется по EV/EBITDA 2010 со значением 6,7х, что соответствует 17%-ной премии относительно других компаний сегмента нефтесервисных услуг. Однако Интегра выглядит дешевле, торгуясь с 15%-ным дисконтом по этому же показателю к аналогам. До конца года, тем не менее, я бы предпочла EDC Интегре — а когда в Интегре появится интересная идея, то лучше переключиться на эти акции.

Аналитическая информация, представленная в настоящем бюллетене, предназначена исключительно для информационных целей и ни при каких обстоятельствах не должна использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что аналитическая информация подготовлена с максимальной тщательностью, ни ООО "Инвесткафе", ни аналитики сайта - авторы информации не предоставляют никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты аналитической информации. Ни ООО "Инвесткафе", ни аналитики сайта - авторы информации не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования аналитической информации, опубликованной на сайте либо представленной в настоящем бюллетене.