

## СТАБИЛЬНЫЙ РОСТ БЕЗ СЮРПРИЗОВ

### Отчетность за I квартал 2011 г. по US GAAP

**Показатели постепенно растут.** Вчера Газпром нефть второй из нефтяных компаний после TNK-BP International опубликовала отчетность за I квартал 2011 г. Результаты превысили наши прогнозы по выручке и EBITDA, однако чистая прибыль оказалась немного ниже ожиданий. В целом показатели компании в отчетном квартале были достаточно стабильными. Небольшое квартальное снижение добычи нефти с учетом доли в дочерних обществах (-3% до 90 млн барр.), равно как и сокращение объемов переработки (-5% до 9 млн барр.), объясняется сезонными факторами: сильными морозами и меньшим количеством рабочих дней. В тоже время за год добыча нефти выросла на 1%, а переработка – на 6,3%, что в основном обусловлено увеличением доли в NIS и Sibir Energy. Стремительный рост добычи газа на 41% квартал к кварталу и на 135% год к году до 72 млрд куб. м. позволил компенсировать снижение добычи в нефтяном сегменте и довести уровень добычи углеводородов до 102 млн барр. н.э. В текущем году до выхода на полную мощность зарубежных активов и месторождений Ямала и Оренбургской области ждать существенного роста объемов добычи, на наш взгляд, не стоит.

#### Рост выручки и EBITDA, долговая нагрузка под контролем

Ключевые финансовые и операционные показатели Газпром нефти по US GAAP за I квартал 2011 г., млрд долл.

	2009	I кв. 10	IV кв. 10	2010	I кв. 11	I кв.11 / IV кв. 10, %	I кв.11 / IV кв.10, %	I кв.11 / 2010, %
Выручка	24,2	7,3	9,1	32,8	9,9	9	35	
EBITDA	5,2	1,4	1,5	6,7	2,2	47	56	
Чистая прибыль	3,1	0,8	1,0	3,4	1,5	43	71	
Рентабельность по EBITDA, %	21,5	19,8	16,8	20,5	22,8			
Чистая рентабельность, %	12,7	11,6	11,2	10,5	14,7			
Операционный денежный поток	3,5	0,9	1,1	5,4	0,6	(42)	(30)	
Капитальные инвестиции	(2,6)	(0,1)	(0,9)	(3,3)	(0,8)	(12)	578	
Основные средства	14,3			15,9	16,5			3
Денежные средства	0,9			1,1	0,9			(17)
Дебиторская задолженность	2,8			2,6	3,5			36
Долгосрочные займы	4,2			4,9	5,9			19
Краткосрочные займы	2,1			1,7	1,9			15
Собственный капитал	18,7			20,8	21,5			3
Активы	29,9			32,1	34,1			6
Фин. долг, в т.ч.:	6,3			6,6	7,8			18
краткосрочные займы	2,1			1,7	1,9			15
долгосрочные займы	4,2			4,9	5,9			19
Чистый долг	5,4			5,5	6,9			25
Краткосрочные займы / ФД	0,3			0,3	0,2			
Фин. долг / EBITDA	1,2			1,0	0,9			
Чистый долг / EBITDA	1,0			0,8	0,8			
EBITDA / Проценты к уплате	14,1	15,7	20,1	20,0	24,2			
Собственный капитал / Активы	0,6			0,6	0,6			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Рост выручки практически полностью обеспечило повышение цен на нефть.** Продолжение роста нефтяных цен на мировых рынках позволило компенсировать снижение объемов добычи и переработки нефти, особенно в свете того обстоятельства, что экспорт составляет 96% выручки, а внутренние цены, в первую очередь на нефтепродукты, наоборот, снижались. На этом фоне выручка Газпром нефти увеличилась на 9% квартал к кварталу и на 35% год к году до 9,9 млрд долл. Благодаря снижению темпов роста затрат на закупку нефти и нефтепродуктов (4% квартал к кварталу 45% год к году) и расходов на транспортировку (4% квартал к кварталу и 16% год к году) EBITDA увеличилась на 47% квартал к кварталу и на 56% год к году до 2,2 млрд долл. Это позволило рентабельности по EBITDA подняться до 22,8%.

Однако этот эффект может оказаться временным, и с увеличением объемов переработки объемы закупаемой нефти могут вырасти, тогда как наращивание добычи приведет к увеличению транспортных расходов. Как следствие, рентабельность по EBITDA должна стабилизироваться на уровне 20%.

**Отрицательный свободный денежный поток.** В I квартале 2011 г. у компании неожиданно уменьшился денежный поток от операционной деятельности на 42% квартал к кварталу и на 30% год к году до 621 млн долл., что связано с резким ростом оборотного капитала. По словам руководства, это временное явление, и в ближайшем будущем этот показатель восстановится до нормальных значений. Капвложения в отчетном квартале составили 827 млн долл., что почти в шесть раз выше показателя I квартала 2010 г, но меньше, чем в остальные кварталы прошлого года. При этом основная часть инвестиций приходится на февральскую покупку 22,4% акций Sibir Energy, что позволило Газпром нефти довести свою долю в компании до 100%. На этом фоне свободный денежный поток впервые с 2009 г. вышел в отрицательную зону и составил -206 млн долл.

**Снижение долговой нагрузки.** За I квартал долг компании увеличился на 18% до 7,84 млрд долл., что практически полностью объясняется размещением облигаций на сумму 30 млрд руб. в феврале. Это позволило немного улучшить структуру долга – доля коротких обязательств снизилась до 25% с 26% в 2010 г., а отношение Проценты к уплате/EBITDA поднялось с 20 в прошлом году до 24 в отчетном квартале. Благодаря росту EBITDA долговая нагрузка опустилась с 1,0 в 2010 г. до 0,9 по результатам прошлого квартала. По нашим оценкам, в текущем году она не должна превысить уровень 1,1 в терминах Долг/EBITDA.

**Облигации привлекательны.** В целом отчетность в очередной раз подтвердила высокое кредитное качество компании. Сейчас в обращении находятся семь выпусков облигаций эмитента на общую сумму 68 млрд руб., торгующиеся со спредом к кривой ОФЗ в размере около 100 б.п. На наш взгляд, бумаги Газпром нефти выглядят довольно сильно перепроданными и предлагают неплохое соотношение цена/качество. В пользу такого предположения говорит тот факт, что НОВАТЭК БО-1 (BBB-/Baa3/BBB), обладающий меньшими масштабами бизнеса и более высокой долговой нагрузкой, торгуется с более узким спредом к кривой ОФЗ в размере 80 б.п., или практически на одном уровне с облигациями Газпрома, что, по нашему мнению, неоправданно.

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011