

ДОСТАТОЧНО СЛАБЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

Неожиданно резкое падение доходов. Вчера Газпром отчитался за 1 кв. 2012 г. по МСФО, результаты оказались несколько хуже наших прогнозов. Снижение выручки и EBITDA в отчетном периоде было ожидаемым, однако его масштабы превысили нашу оценку. Консолидированная выручка Газпрома в 1 кв. 2012 г. сократилась на 9% квартал к кварталу и на 7% год к году до 1,2 трлн руб., что, по нашему мнению, объясняется ретроактивными скидками европейским клиентам и снижением объемов продаж на рынке СНГ. Газовая монополия договорилась с рядом европейских клиентов о предоставлении им скидок задним числом, что уменьшило выручку в отчетном периоде на 79 млрд руб. (2,6 млрд долл.), по итогам всего года общий объем скидок может достигнуть 7 млрд долл. Кроме того, негативное влияние на выручку оказало снижение продаж в странах СНГ на 22% год к году до 172,4 млрд руб. (5,9 млрд долл.), вызванное ослаблением спроса в регионе. В то же время концерн частично компенсировал эти потери за счет европейских клиентов, увеличив продажи газа в Европу на 5% год к году до 492,3 млрд руб. (16,8 млрд долл.) – в основном в связи с ростом цен, так как физические объемы сократились на 8% год к году до 42,7 млрд куб. м.

Слабый контроль над расходами. Совокупная EBITDA газового концерна по итогам января–марта составила 379 млрд руб., что на 32% меньше, чем кварталом ранее, и на 33% уступает уровню годичной давности. Как следствие, рентабельность по EBITDA опустилась до 31% – минимального уровня с 2009 г. Основной причиной снижения рентабельности стал опережающий рост операционных расходов, особенно налоговой нагрузки (+55% год к году до 157,6 млрд руб.), на фоне повышения налога на добычу полезных ископаемых. Также из существенно увеличившихся расходов можно отметить затраты на транзит газа и нефти (+29% год к году до 82,4 млрд руб.), а также стоимость товаров для перепродажи (+44% до 34,7 млрд руб.). Чистая прибыль Газпрома опустилась на 18% квартал к кварталу и на 29% год к году до 327 млрд руб.

Впечатляющий рост свободного денежного потока. В 1 кв. 2012 г. Газпром существенно увеличил операционный денежный поток – на 5% квартал к кварталу и на 53% год к году до 598 млрд руб., что, однако, объясняется отнюдь не повышением операционной эффективности, а в основном снижением оборотного капитала. Объемы капзатрат относительно стабильны: снижение на 20% за квартал с высокой базы 4 кв. 2011 г. и на 2% год к году до 391 млрд руб. Мы ожидаем, что по итогам 2012 г. инвестиционная программа может вырасти до 1,3 трлн руб. (примерно 41 млрд долл.). Внушительный свободный денежный поток за 1 кв. в размере 207 млрд руб. был направлен как на снижение долговой нагрузки, так и на увеличение остатков денежных средств на балансе (+37% за квартал до 686 млрд руб.).

Обращающиеся выпуски

GAZPRU (Bloomberg)					
Выпуск	Валюта	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Gazp '12 JPY	JPY	30 000	2,89	15 ноя 12	1,19
Gazp '12 EUR	EUR	1000	4,56	9 дек 12	1,00
Gazp '13 9.625%	USD	1750	9,63	1 мар 13	1,66
Gazp '13 7.343%	USD	400	7,34	11 апр 13	1,39
Gazp '13 4.505%	USD	122	4,51	22 июл 13	
Gazp '13 5.625%	USD	646	5,63	22 июл 13	2,45
Gazp '13 7.51%	USD	500	7,51	31 июл 13	1,36
Gazp '13 6.58%	GBP	800	6,58	31 окт 13	2,50
Gazp '14 02	EUR	780	5,03	25 фев 14	1,66
Gazp '14 03	USD	500	10,50	8 мар 14	2,26
Gazp '34	USD	1200	8,63	28 апр 14	
Gazp '14 07	USD	1250	8,13	31 июл 14	2,44
Gazp '14 10	EUR	700	5,36	31 окт 14	2,26
Gazp '15 02	EUR	850	8,13	4 фев 15	2,41
Gazp '15 06	EUR	1000	5,88	1 июн 15	2,65
Gazp '15 11	USD	1000	5,09	29 ноя 15	2,75
Gazp '16 4.95%	USD	1000	4,95	23 май 16	3,11
Gazp '16	USD	1350	6,21	22 ноя 16	3,28
Gazp '17	EUR	1400	3,76	15 мар 17	2,81
Gazp '17 03	EUR	500	5,14	22 мар 17	3,06
Gazp '17 11	EUR	500	5,44	2 ноя 17	3,25
Gazp '18 EUR	EUR	1200	6,61	13 фев 18	3,46
Gazp '18 USD	USD	1100	8,15	11 апр 18	3,60
Gazp '19	USD	2249	9,25	23 апр 19	3,96
Gazp '20	USD	399	7,20	1 фев 20	2,98
Gazp '21 5.99%	USD	600	6,00	23 янв 21	4,07
Gazp '22	USD	1300	6,51	7 мар 22	4,16
Gazp '22	USD	1000	4,95	19 июл 22	4,26
Gazp '37	USD	1250	7,29	16 авг 37	5,30
ГазпромК-3	RUB	15 000	7,50	14 ноя 12	7,18
Газпром-09	RUB	5 000	7,23	12 фев 14	7,53
Газпром-11	RUB	5 000	13,75	24 июн 14	7,23

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка останется невысокой. За январь–март совокупный долг Газпрома опустился на 9% до 1,4 трлн руб., при этом доля краткосрочных обязательств поднялась до 27% с 24%. Как следствие, даже несмотря на снижение операционной эффективности, Газпром сократил долговую нагрузку до 0,8 в терминах Долг/ЕБИТДА, а Чистый долг/ЕБИТДА – до 0,4, что является минимальным значением за последние несколько лет. В то же время, учитывая размер предполагаемых скидок в текущем году для европейских клиентов, дивиденды и масштабную инвестпрограмму, свободный денежный поток может приблизиться к нулю, и компании придется увеличивать долговую нагрузку.

Интересны GAZPRU'19 и GAZPRU'34. Отчетность Газпрома подтверждает высокое кредитное качество эмитента и вряд ли окажет существенное влияние на его облигации. Снижение рентабельности, на наш взгляд, носит временный характер, и до конца 2012 г. показатель повысится, хотя и будет ниже, чем в прошлом году под влиянием увеличившейся налоговой нагрузки. Долговая нагрузка концерна на конец 2012 г., по нашим ожиданиям, вряд ли превысит 1 в терминах Долг/ЕБИТДА. На внешнем рынке мы по-прежнему рекомендуем покупать выпуски GAZPRU'19 (YTM 3,96%) и GAZPRU'34 (YTM 5,35%). Локальные бумаги эмитента не отличаются высокой ликвидностью, приемлемые объемы торгов наблюдаются только в ГазпромКапитал-03, но он слишком короткий – оферта по нему наступает уже в ноябре текущего года.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

млрд руб., МСФО	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	Изм. за кв., %	Изм. за год, %
Выручка	3 597	1 317	1 340	4 637	1 225	(9)	(7)
ЕБИТДА	1 412	565	554	1 973	379	(32)	(33)
Чистая прибыль	1 012	460	398	1 342	327	(18)	(29)
Основные средства	5 486	5 591		6 719	6 817	1	
Денежные средства	441	444		501	686	37	
Собственный капитал	6 536	6 980		7 761	8 088	4	
Долг, в т.ч.:	1 315	1 288		1 540	1 408	(9)	
краткосрочные займы	191	179		367	384	5	
долгосрочные займы	1 124	1 109		1 173	1 024	(13)	
Чистый долг	875	844		1 039	722	(30)	
Активы	9 236	9 508		10 901	11 106	2	
Операционный денежный поток	1 460	390	570	1 637	598	5	53
Денежн. поток от инв. деятельности	(1 050)	(409)	(536)	(1 605)	(351)	(34)	(14)
Денежн. поток от фин. деятельности	(212)	26	90	32	(44)	(149)	(273)
Капзатраты	(1 043)	(397)	(487)	(1 553)	(391)	(20)	(2)
Свободный денежный поток	417	(7)	83	84	207	149	(3 059)
Операц. денежн. поток / Капзатраты	1,4	1,0	1,2	1,1	1,5	31	56
Рентабельность по ЕБИТДА, %	39,3	42,9		42,5	30,9		
Долг / ЕБИТДА	0,9	0,8		0,8	0,8		
Чистый долг / ЕБИТДА	0,6	0,5		0,5	0,4		
Собственный капитал / Активы	0,7	0,7		0,7	0,7		
Собственный капитал / Долг	5,0	5,4		5,0	5,7		
Доля краткосрочного долга, %	14,5	13,9		23,8	27,2		

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы		
2010	Газпром	118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7		
	Газпром нефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6		
	ЛУКОЙЛ	86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7		
	ТНК-ВР	44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6		
	Транснефть	15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6		
	Новатэк	3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5		
	Alliance Oil	13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5		
	Татнефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6		
	Башнефть	86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7		
	Развитые страны												
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5	
	SonocoPhillips	A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4	
	ExxonMobil	AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4	
Развивающиеся страны													
	CNOOC	AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7	
	MOL	BB+/-/BBB-	20 738	2 438	11,8	1 463	1,1	5 820	2,4	1,8	1,2	0,4	
	Petrobras	BBB/A3/BBB	120 508	33 742	28,0	45 008	0,7	69 847	2,1	0,9	1,9	0,6	
2011	Газпром	BBB/Baa1/BBB	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7	
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7	
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7	
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть	BBB/Baa1/-	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5	
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6	
	Alliance Oil	B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5	
	Татнефть	-/Ba2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6	
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5	
	Развитые страны												
	Chevron		236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	-	0,1	1,6	0,6
	SonocoPhillips		230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4	
	ExxonMobil		433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5	
Развивающиеся страны													
	CNOOC		37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	-	0,5	1,9	0,7
	MOL		26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
	Petrobras		146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
1 кв. 12	Газпром	BBB/Baa1/BBB	40 792	12 621	30,9	13 023	1,5	48 003	0,8	0,4	1,7	0,7	
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	11 474	2 037	17,8	1 009	2,1	7 376	0,8	0,6	1,9	0,7	
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	35 261	5 146	14,6	2 421	1,6	9 398	0,5	1,5	2,3	0,7	
	ТНК-ВР		16 089	3 635	22,6	1 432	2,4	7 365	0,5	0,5	1,2	0,5	
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	1 811	841	46,5	250	3,2	2 582	0,9	0,6	1,4	0,7	
	Alliance Oil		815	218	26,7	151	1,0	1 689	2,3	2,0	1,7	0,5	
	Башнефть		3 923	824	21,0	162	1,1	4 444	1,3	1,2	2,3	0,4	
	Татнефть	-/Ba2/BB	5 030	1 233	24,5	306	4,1	2 934	0,8	0,6	1,9	0,7	
2012П	Газпром		153 637	56 626	36,9	43 697	1,0	67 093	1,2	1,0	2,2	0,7	
	Газпром нефть		45 325	8 768	19,3	5 387	1,3	6 697	0,8	0,6	1,1	0,7	
	ЛУКОЙЛ		131 243	17 846	13,6	14 050	1,0	9 487	0,5	0,5	2,0	0,8	
	ТНК-ВР		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5	
	Транснефть		20 968	10 515	50,1	7 914	1,0	20 292	1,9	1,4	2,8	0,6	
	Новатэк		7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7	
	Alliance Oil		2 922	749	25,6	1 030	0,5	1 909	2,5	1,5	1,7	0,5	
	Татнефть		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6	
Башнефть		16 798	2 966	17,7	1 115	1,8	3 493	1,2	0,9	1,8	0,4		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012