

СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК БЛИЗОК К НУЛЮ, ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПОД КОНТРОЛЕМ

Финансовые результаты по итогам 3 кв. 2012 г.

Снижение цен для ЕС и рост НДПИ негативно отразились на финансовых результатах. Вчера Газпром опубликовал нейтральные, с нашей точки зрения, финансовые показатели 3 кв. 2012 г. по МСФО, а также провел телефонную конференцию. Выручка концерна в отчетном периоде составила 1,1 трлн руб., увеличившись на 11,5% относительно предыдущего квартала. EBITDA за квартал сократилась на 14,5% и достигла 336 млрд руб. Рост внутренних тарифов с 1 июля и умеренное увеличение объема экспортных поставок в ЕС и страны бывшего СССР не смогли компенсировать девятипроцентное снижение цен для европейских потребителей, повышение НДПИ и рост основных расходов, что привело к снижению EBITDA год к году (-15%). Отметим, что цены для ЕС понижаются четвертый квартал подряд, при этом в 3 кв. 2012 г. они опустились на 2%. Чистая прибыль за квартал выросла почти вдвое до 287 млрд руб.

Свободный денежный поток под давлением капзатрат, инвестпрограмма 2012 г. пересмотрена в сторону повышения.

Отчетный квартал оказался несколько более позитивным для компании с точки зрения генерирования доходов. Так, операционный денежный поток за отчетный период составил 258 млрд руб., увеличившись за июль–сентябрь фактически вдвое. В то же время рост капитальных и прочих инвестиций на 9% за квартал до 299 млрд руб. (после некоторого снижения во 2 кв.) негативно отразился на свободном денежном потоке, который уже второй квартал подряд находится в отрицательной зоне. В ходе телефонной конференции руководство компании вновь повысило прогноз по капитальным затратам – до 44 млрд долл. (1,36 трлн руб.), что на 5% выше наших ожиданий (41 млрд долл., или 1,27 трлн руб.) и на 10% прогноза менеджмента (40 млрд долл.). Исходя из нашей оценки операционного денежного потока по итогам 2012 г. (48 млрд долл., или 1,5 трлн руб.) свободный денежный поток окажется положительным (4 млрд долл.), однако его будет недостаточно даже для выплаты дивидендов, размер которых, как ожидается, составит 6–6,5 млрд долл. Хорошая новость заключается лишь в том, что менеджмент подтвердил намерение перейти к расчету дивидендов не по РСБУ, а по МСФО с 2014 г.

Обращающиеся выпуски

GAZPRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Gazp '13 9.625%	1 750 \$	9,63	1 мар 13	1,58
Gazp '13 7.343%	400 \$	7,34	11 апр 13	1,92
Gazp '13 4.505%	122 \$	4,51	22 июл 13	
Gazp '13 5.625%	646 \$	5,63	22 июл 13	3,31
Gazp '13 7.51%	500 \$	7,51	31 июл 13	1,51
Gazp '13 6.58%	800 J	6,58	31 окт 13	2,09
Gazp '14 02	780 €	5,03	25 фев 14	1,51
Gazp '14 03	500 \$	10,50	8 мар 14	2,41
Gazp '14 07	1 250 \$	8,13	31 июл 14	2,26
Gazp '14 10	700 €	5,36	31 окт 14	1,47
Gazp '15 02	850 €	8,13	4 фев 15	1,58
Gazp '15 06	1 000 €	5,88	1 июн 15	1,80
Gazp '15 11	1 000 \$	5,09	29 ноя 15	2,44
Gazp '16 4.95%	1 000 \$	4,95	23 май 16	2,55
Gazp '16	1 350 \$	6,21	22 ноя 16	2,74
Gazp '17	1 400 €	3,76	15 мар 17	2,16
Gazp '17 03	500 €	5,14	22 мар 17	2,29
Gazp '17 11	500 €	5,44	2 ноя 17	2,47
Gazp '18 EUR	1 200 €	6,61	13 фев 18	2,56
Gazp '18 USD	1 100 \$	8,15	11 апр 18	3,21
Gazp '19	2 249 \$	9,25	23 апр 19	3,54
Gazp '20	399 \$	7,20	1 фев 20	3,09
Gazp '21 5.99%	600 \$	6,00	23 янв 21	3,77
Gazp '22	1 300 \$	6,51	7 мар 22	4,02
Gazp '22	1 000 \$	4,95	19 июл 22	3,95
Gazp '34	1 200 \$	8,63	28 апр 34	5,26
Gazp '37	1 250 \$	7,29	16 авг 37	5,23
Газпром-09	5 000 R	7,23	12 фев 14	6,86
Газпром-11	5 000 R	13,75	24 июн 14	7,41

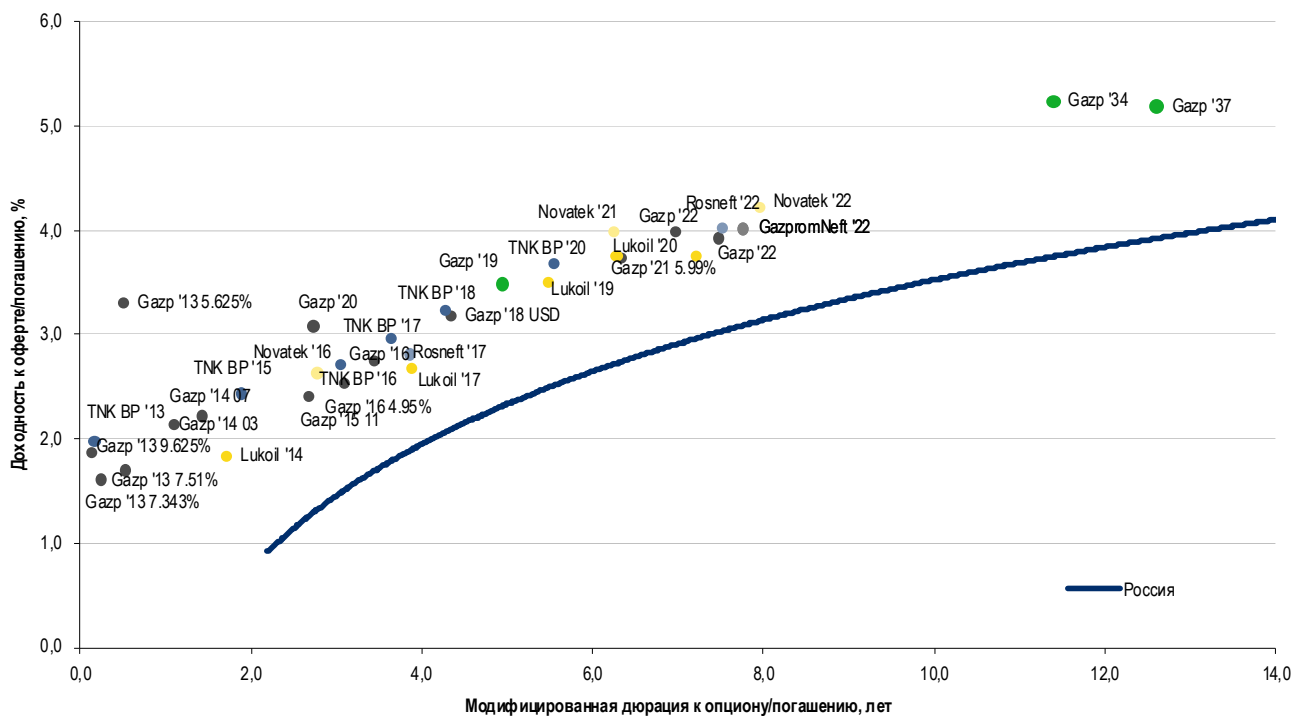
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка ожидаемо возросла и будет сохраняться на текущих уровнях. По итогам 3 кв. совокупный долг Газпрома практически не изменился и на конец сентября составил 1,6 трлн руб. , однако вследствие снижения операционной эффективности долговая нагрузка в терминах Долг/ЕВITDA и Чистый Долг/ЕВITDA вновь возросла до 1 и 0,7 соответственно против 0,8 и 0,4 еще на начало года. Структура долга при этом остается весьма комфортной – 24% совокупных обязательств являются краткосрочными и с лихвой покрываются денежными средствами. Запланированный объем капзатрат на 2013 г.(705 млрд руб.) является более низким по сравнению с прошедшим годом, однако программа, как мы полагаем, не включает затраты основных дочерних предприятий – Газпром нефти и Газпром энергохолдинга, – которые в 2013 г. в общей сложности могут вырасти на 15% год к году до 285 млрд руб., что потенциально сводит на нет возможную экономию. Принимая во внимание генерируемые денежные потоки и необходимость выплачивать дивиденды, мы полагаем, что Газпром будет ограничен в возможности снижения долговой нагрузки в среднесрочной перспективе, а коэффициент Долг/ЕВITDA сохранится на уровне 1–1,1, что является вполне контролируемым значением для газового концерна.

Долгосрочные выпуски привлекательны, в 2013 г. стоит ожидать новых размещений. Среди выпусков Газпрома мы рекомендуем обратить внимание на среднесрочные и долгосрочные выпуски GAZPRU '19 (YTM 3,54%), GAZPRU '34 (YTM 5,26%) и GAZPRU '37 (YTM 5,23%), предлагающие наибольшую премию в терминах Z-spread к сопоставимым выпускам газового концерна. Однако мы не исключаем, что в ближайшие дни бумаги будут находиться под давлением на фоне новостей о скором возвращении Газпрома на рынок публичного долга. Относительно планов на текущих год мы ожидаем, что при заявленных инвестициях концерн не раз выйдет на рынки долгового капитала, в том числе и на локальный рынок, сохраняющий привлекательность, учитывая предстоящую либерализацию. Кроме того, напомним, что в конце декабря Газпром нефть в рамках презентации долгосрочной стратегии объявила о больших инвестиционных планах, требующих новых заимствований, основным источником которых станет размещение новых долговых инструментов.

Более привлекательны долгосрочные бумаги Газпрома

Доходности эмитентов нефтегазового сектора, 17.01.2013 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты по итогам 3 кв. 2012 г.

Свободный денежный поток вновь под давлением капзатрат, долговая нагрузка под контролем

Ключевые финансовые показатели Газпрома за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по МСФО, млрд руб.

	2010	1 п/г 11	9мес. 2011	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	9 мес. 2012
Выручка	3 597	2 347	3 297	4 637	1 225	1 005	2 230	3 351
ЕВИТДА	1 412	982	1 378	1 973	376	393	769	1 105
Чистая прибыль	1 012	751	937	1 342	327	173	500	788
Основные средства	5 486	5 752	6 046	6 719	6 817		7 088	7 324
Денежные средства	441	455	382	501	686		513	471
Собственный капитал	6 536	7 180	7 358	7 761	8 088		8 051	8 331
Долг, в т.ч.:	1 315	1 270	1 430	1 540	1 408		1 527	1 633
краткосрочные займы	191	207	279	367	384		364	386
долгосрочные займы	1 124	1 063	1 151	1 173	1 024		1 163	1 247
Чистый долг	875	815	1 048	1 039	722		1 014	1 161
Активы	9 236	9 733	10 069	10 901	11 106		11 413	11 619
Операционный денежный поток	1 460	689	1 068	1 637	598	128	725	983
Денежн. поток от инв. деятельности	(1 050)	(667)	(1 069)	(1 605)	(351)	(278)	(629)	(883)
Денежн. поток от фин. деятельности	(212)	2	(59)	32	(44)	(43)	(87)	(122)
Капзатраты	(1 043)	(662)	(1 066)	(1 553)	(382)	(275)	(657)	(957)
Свободный денежный поток	417	27	1	84	216	(148)	68	27
Операц. денежн. поток / Капзатраты	1,4	1,0	1,0	1,1	1,6	0,5	1,1	1,0
Рентабельность по ЕВИТДА, %	39,3	41,9	41,8	42,5	30,7		34,5	33,0
Долг / ЕВИТДА	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8		0,9	1,0
Чистый долг / ЕВИТДА	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4		0,6	0,7
Собственный капитал / Активы	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7		0,7	0,7
Собственный капитал / Долг	5,0	5,7	5,1	5,0	5,7		5,3	5,1
Доля краткосрочного долга, %	14,5	16,3	19,5	23,8	27,2		23,9	23,6

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	Рентаб. ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чистый долг / ЕВITDA	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
	SocoPhillips 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	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	Газпром нефть	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	ЛУКОЙЛ	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-ВР	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
	Alliance Oil	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть	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
	SocoPhillips	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
2012П	Газпром	158 271	54 540	34,5	40 719	1,2	60 000	1,1	0,8	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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2013