

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Евробонды Газпрома: фокус на дальний конец кривой доходности

В нефтегазовом секторе на рынке российских евробондов «длинные» бумаги Газпрома сохраняют свою привлекательность для инвестиций, с учетом сохранения позитивного внешнего фона и все еще высокого спроса на облигации российских эмитентов.

Помимо этого, на следующей неделе компания планирует провести роуд-шоу с целью размещения долларовых еврооблигаций. План внешних заимствований концерна на этот год составляет 90,0 млрд. рублей. Мы ожидаем, что объем по новому выпуску может составить \$1,0 млрд., а предполагаемый срок обращения – 5-10 лет.

Финансовые результаты, млрд. рублей

	9М 2011	9М 2012
Выручка	3 297,0	3 351,0
ЕВITDA	1 378,0	1 105,0
Свободный денежный поток	1,0	27,0
	2011	9М 2012
Долг	1 540,0	1 633,0
Чистый долг	1 039,0	1 161,0
Активы	10 901,0	11 619,0

Основные коэффициенты

	2 011	9М 2012
Финансовый долг/активы	0,14	0,14
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,24	0,24
Чистый долг/ЕВITDA	0,50	0,70
Рентабельность по ЕВITDA	42,5%	33,0%

Кредитный рейтинг

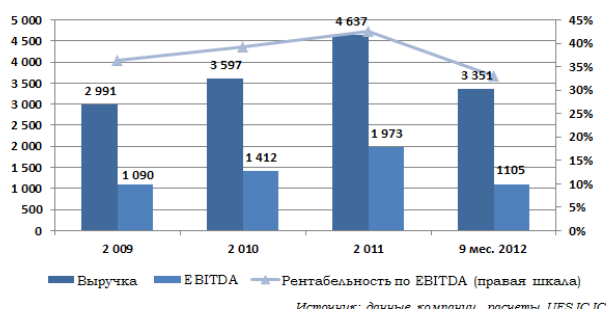
Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BBB	Baa1	BBB

Финансовые результаты

Недавно Газпром опубликовал финансовые результаты за 3 квартал и 9 месяцев 2012 года по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Выручка по итогам 9 месяцев составила 3 351 млрд. рублей (+1,6% г/г). За 3 квартал она увеличилась на 11,5% кв/кв до 1 121 млрд. рублей. Тем не менее, темп роста затрат по-прежнему выше темпа роста доходов, что и привело к очередному снижению ЕВITDA и операционной рентабельности.

ЕВITDA по итогам 9 месяцев сократилась на 19,8% г/г, составив 1 105 млрд. рублей. Ключевым фактором роста расходов для концерна стал рост НДПИ (+40,0% г/г), а также рост затрат на оплату труда, рост цен на покупаемые нефть и газ и другие расходы. В тоже время, ключевым фактором, который сдерживает темпы роста выручки, остается падение цен на поставляемый газ в Европе, в 3 квартале они опустились еще на 2,0% кв/кв. Чистая прибыль по итогам 9 месяцев также ожидаемо снизилась, составив 787,5 млрд. рублей (-16,0% г/г).

Динамика выручки, ЕВITDA и рентабельности по ЕВITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS IIC



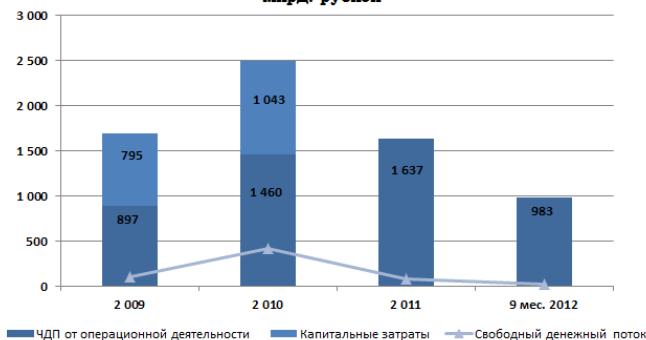
Денежные потоки и капитальные затраты

В целом 3 квартал оказался довольно неплохим для Газпрома, позволив нивелировать снижение финансовых результатов и денежных потоков в 1 полугодии 2012 года. Так, в 3 квартале ЧДП от операционной деятельности вырос почти вдвое относительно 2 квартала и составил 287 млрд. рублей. Однако по итогам 9 месяцев он снизился на 7,9%, составив 983,0 млрд. рублей. В тоже время, свободный денежный поток пока остался в положительной зоне, составив около 27,0 млрд. рублей, несмотря на то, что во 2 и 3 кварталах он оставался отрицательным.

Менеджмент повысил свой прогноз по капитальным затратам на 2012 год до 1 360 млрд. рублей. Тем не менее, мы прогнозируем, что по итогам 2012 года свободный денежный поток останется положительным и составит около 40-60 млрд. рублей.

В 2013 году Газпром планирует объем CAPEX на уровне 705,0 млрд. рублей, что существенно ниже капзатрат на 2012 год. Впрочем, в течение года они могут быть повышены. Тем не менее, в 2013 году мы ожидаем существенного роста свободного денежного потока и небольшого сокращения долговой нагрузки.

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, млрд. рублей



Источник: данные компании, расчеты UFSIC

Долговая нагрузка и ликвидность

По итогам 9 месяцев 2012 года финансовый долг компании вырос на 6,0% до 1 633 млрд. рублей относительно начала года. Чистый долг увеличился на 11,7% из-за некоторого снижения денежных средств. Падение EBITDA за 9 месяцев привело к ухудшению показателей покрытия долга, так долг/EBITDA вырос до 1,0, а чистый долг/EBITDA – до 0,7%. Ликвидность компании остается очень высокой. Так, доля краткосрочного долга в совокупном долге осталась на уровне 0,24, при этом весь объем краткосрочного долга (385,5 млрд. рублей) полностью покрывается остатками денежных средств (471,4 млрд. рублей). График погашения долга также остается комфортным, долг равномерно распределен по годам и не превышает 230,0 млрд. рублей в год.

Мы не ожидаем существенного изменения долговой нагрузки Газпрома в терминах ЧД/EBITDA по итогам 2012 года, показатель останется в районе 0,7-0,8. Хотя, в абсолютном выражении долг может вырасти, хотя бы в связи с нехваткой свободного денежного потока по итогам года для выплаты дивидендов. В 2013 году мы ожидаем некоторое снижение показателя в связи с более низким объемом запланированных капитальных затрат, до уровня 0,6. План внешних заимствований Газпрома на 2013 год составляет 90,0 млрд. рублей (всего 23,3% от краткосрочного долга). Таким образом, какая-

Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFSIC



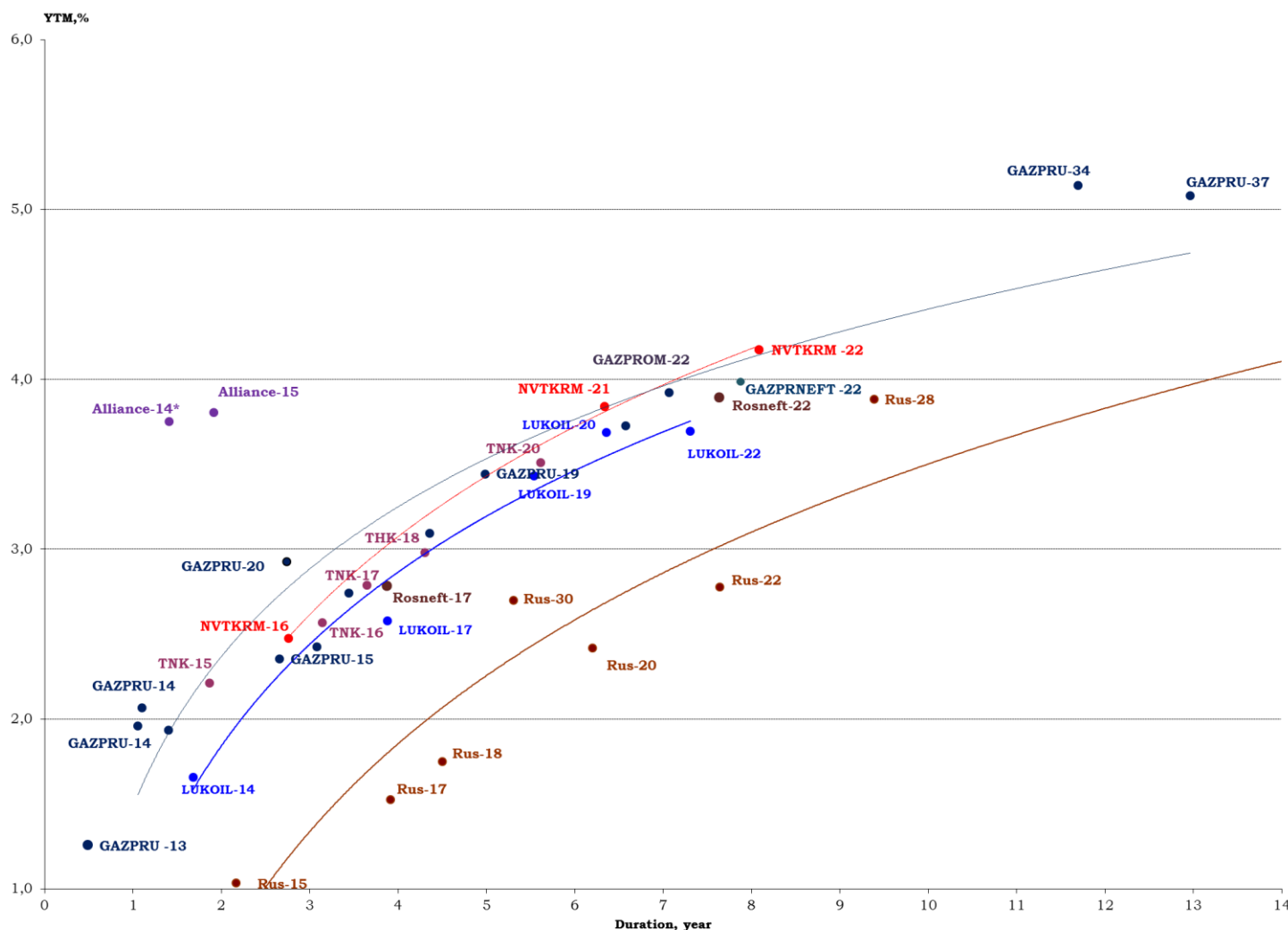
то часть краткосрочных заимствований будет погашена, а не рефинансирована, что сократит общий размер финансового долга.

Евробонды: фокус на дальний конец кривой доходности

Мы полагаем, что «длинные» евробонды Газпрома сохраняют свою привлекательность и имеют потенциал роста. В особенности интересны выпуски Газпром-22, Газпром-34 и Газпром-37. Последние два выпуска торгуются со спрэдом в районе 40 б.п. к собственной кривой доходности. Заметим, что оба выпуска являются одними из самых волатильных на российском рынке. Однако, в текущих рыночных условиях, мы по-прежнему считаем справедливой стратегию покупки бумаг с высокой дюрацией, поскольку потенциал снижения доходности на российском рынке еще сохраняется.

Также на следующей неделе ждем размещение нового выпуска евробондов. Его предполагаемый объем по нашей оценке может составить \$1,0 млрд., а срок обращения – от 5 до 10 лет. Доходность для этого диапазона по новому выпуску будет находиться в диапазоне от 3,2% до 4,2% годовых.

Еврооблигации нефтегазового сектора на 25 января 2013 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич
Хомяков Илья Маркович
Куш Алексей Михайлович
Полторанов Николай Владимирович
Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 73 01
Тел. +7 (495) 781 73 04
Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич
Балакирев Илья Андреевич
Козлов Алексей Александрович
Назаров Дмитрий Сергеевич
Милостнова Анна Валентиновна
Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 73 06
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

