

РОСТ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Отчетность за 3 кв. и 9 месяцев 2011 г. по US GAAP

Скромные результаты в сегменте нефтедобычи. Вчера Газпром нефть представила в целом хорошие результаты по US GAAP за 3 кв. и 9 месяцев 2011 г. Показатели сегмента нефтедобычи оказались ожидаемо ровными – суточная добыча осталась в 3 кв. 2011 г. на уровне предыдущего квартала – около 1,13 млн барр. н.э./сутки, однако за счет большего количества дней общий результат сегмента вырос на 2% за квартал до 93 млн барр. нефти. Результаты за 9 месяцев текущего года выглядят скромнее: объем добычи практически не изменился относительно уровня годичной давности и составил около 274 млн барр. нефти, тогда как суточная добыча выросла на 7% год к году до 1,1 млн барр. н.э. Основное добывающее предприятие Ноябрьскнефтегаз в 3 кв. 2011 г. показало снижение добычи на 1% за квартал, что было компенсировано остальными активами, в том числе и зависимыми компаниями (Славнефть, Томскнефть и др.). Газпром нефть подтверждает планы, предусматривающие достижение к 2020 г. объема добычи нефти на уровне 100 млн т в год как за счет развития уже имеющихся у компании месторождений, так и путем приобретения новых.

Рост в основном обеспечен переработкой. В нефтепереработке ситуация заметно лучше. Общий объем производства вырос на 8% за отчетный квартал и на 9% год к году до 10,6 млн т, а за 9 месяцев 2011 г. – на 12% год к году до 29,3 млн т. В силу роста привлекательности переработки продолжает постепенно меняться и структура продаж нефти – за 9 месяцев текущего года было продано 31% добытой нефти по сравнению с 38% в 2010 г. и 41% в 2009 г. При этом экспорт нефти также постепенно теряет позиции – на его долю всего в совокупных продажах за январь–сентябрь текущего года пришлось 81% против 84% в 2010 г. В структуре продаж нефтепродуктов несколько уменьшилась доля АЗС, что, впрочем, было компенсировано остальными сегментами, в том числе авиазаправочными комплексами и бункерингом.

Рентабельность продолжает повышаться. Выручка за июль–сентябрь выросла лишь на 1% за квартал до 11,6 млрд долл., так как рост добычи и объемов переработки был нивелирован снижением цен на углеводороды (цена Brent упала на 3% за квартал до 113,4 долл./барр.). В то же время за 9 месяцев 2011 г. на фоне роста объемов производства и цен (Brent за период подорожала на 45% до 111,9 долл./барр.) выручка увеличилась на 39% год к году до 32,9 млрд долл. EBITDA компании в отчетном квартале увеличилась на 16% по сравнению с предыдущим кварталом и на 45% год к году до 2,7 млрд долл., а за 9 месяцев 2011 г. показатель повысился на 51% год к году до 7,2 млрд долл. Опережающие темпы роста операционной прибыли позволили Газпром нефти продолжить повышение эффективности бизнеса – рентабельность по EBITDA выросла в июле–сентябре до 23% по сравнению с 21% кварталом ранее, и до 22% в январе–сентябре, тогда как по итогам соответствующего периода 2010 г. она находилась на уровне 20%. Среди основных причин роста операционной эффективности компания отмечает квартальное снижение операционных расходов, а также уменьшение себестоимости закупаемой нефти и расходов на выплату пошлин и акцизов.

Обращающиеся выпуски Газпром нефти

Выпуск	Купон %	Оф/Пог	Валюта	Доход %
ГазпНефть 03	14,75	23.07.2012	РУБ	7,10
ГазпНефть 04	8,20	16.04.2018	РУБ	8,80
ГазпНефть 08	8,50	02.02.2016	РУБ	8,67
ГазпНефть 09	8,50	08.02.2016	РУБ	8,64
ГазпНефть 10	8,90	05.02.2018	РУБ	9,31
ГазпНефть БО-5	7,15	09.04.2013	РУБ	7,27
ГазпНефть БО-6	7,15	10.04.2013	РУБ	7,66

Источники: Bloomberg, Cbonds.info

Основные финансовые показатели Газпром нефти

	US GAAP, млрд долл.			
	2008	2009	2010	9 мес.11
Выручка	34	24	33	33
EBITDA	8	5	7	7
Чистая прибыль	5	3	3	4
Рентаб. EBITDA, %	23	21	20	22
Чистая рентаб., %	14	13	10	12
Опер. ден. поток	5	3	5	5
Капитальные инвестиции	(3)	(3)	(3)	(3)
Основные средства	9	14	16	18
Денежные средства	2	1	1	1
Долгосрочные займы	2	4	5	5
Краткосрочные займы	2	2	2	1
Собственный капитал	14	19	21	23
Активы	20	30	32	35
Долг, в т.ч.:	3,7	6,3	6,6	6,6
краткосрочные займы	2,1	2,1	1,7	1,3
долгосрочные займы	1,6	4,2	4,9	5,3
Чистый долг	1,6	5,4	5,5	5,1
Краткоср. займы / Долг	0,6	0,3	0,3	0,2
Фин. долг / EBITDA	0,5	1,2	1,0	0,8
Чистый долг / EBITDA	0,2	1,0	0,8	0,6
EBITDA / Проценты	46,9	14,1	20,0	28,7
Капитал / Активы	0,7	0,6	0,6	0,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Значительные денежные потоки. Денежный поток от основной деятельности, в том числе за счет снижения оборотного капитала, увеличился довольно существенно – на 29% за отчетный квартал и на 24% год к году до 2,4 млрд долл., а за 9 месяцев 2011 г. он увеличился на 14% год к году до 4,9 млрд долл. Квартальный рост капвложений на 64% до 1,1 млрд долл. объясняется увеличением инвестиционной программы модернизации перерабатывающих активов. Однако по сравнению с динамикой прошлого года рост показателя выглядит гораздо скромнее – за 9 месяцев текущего года капвложения увеличились на 11% до 2,6 млрд долл. Как следствие, свободный денежный поток вырос до 2,3 млрд долл., что выше, чем в 2010 г. (2,1 млрд долл.) и 2009 г. (867 млн долл.). В ближайшие годы компания планирует поддерживать достаточно высокие темпы инвестиций – не менее 4 млрд долл. в год, из которых от 1 до 1,5 млрд долл. будут потрачены на добычу, около 1,5–2 млрд долл. предполагается вложить в переработку, а порядка 1 млрд долл. пойдет на финансирование новых проектов. Тем не менее, по нашим оценкам, высокие инвестиционные аппетиты не мешают компании генерировать стабильно положительный денежный поток.

Долговая нагрузка продолжает снижаться. Благодаря значительным денежным потокам компания получила возможность сократить объем долга – на 7% за квартал до 6,6 млрд долл. Структура долга выглядит вполне комфортно – доля краткосрочных обязательств составляет 20%. Снижению долговой нагрузки также способствовало повышение операционной эффективности – значение коэффициента Долг/ЕБИТДА опустилось по итогам 9 месяцев до 0,8 по сравнению с 0,9 в 1 п/г 2011 г. и 1 в 2011 г. Мы полагаем, что на фоне положительных денежных потоков, даже с учетом роста инвестиционной активности, долговая нагрузка не должна выйти в ближайшие год-полтора за пределы 1.

Идей в облигациях пока не видно. На наш взгляд, находящиеся в обращении семь выпусков облигаций Газпром нефти оценены вполне справедливо: доходность длинных бумаг немного уступает доходности выпусков РусГидро, а короткие торгуются с небольшой премией к ФСК. Исключение составляет длинный Газпром нефть 10, спред которого к кривой ОФЗ – самый широкий среди бумаг эмитента и составляет 100 б.п. Однако потенциал столь длинной бумаги (дюрация около 4,8 года) в условиях нестабильного рынка представляется неочевидным, и рекомендовать ее сейчас к покупке мы не будем.

Существенный рост денежных потоков при снижении долговой нагрузки

Ключевые финансовые и операционные показатели Газпром нефти по US GAAP за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., млрд долл.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %	9 мес.11/ 2010, %
Выручка	8,4	23,7	32,8	11,5	11,6	32,9	0,8	37,9	38,8	
ЕБИТДА	1,8	4,8	6,7	2,3	2,7	7,2	16,4	44,9	51,0	
Чистая прибыль	0,9	2,5	3,4	1,2	1,3	4,0	9,5	47,1	59,5	
Рентабельность ЕБИТДА, %	21,8	20,0	20,5	19,9	22,9	21,8				
Чистая рентабельность, %	10,8	10,6	10,5	10,6	11,5	12,2				
Операционный денежный поток	2,0	4,3	5,4	1,9	2,4	4,9	28,5	24,3	14,4	
Капитальные инвестиции	(1,0)	(2,4)	(3,3)	(0,7)	(1,1)	(2,6)	63,9	9,1	10,8	
Основные средства		15,3	15,9			17,6				14,7
Денежные средства		1,2	1,1			1,5				24,3
Долгосрочные займы		4,2	4,9			5,3				25,3
Краткосрочные займы		1,6	1,7			1,3				(15,9)
Собственный капитал		19,9	20,8			23,2				16,9
Активы		30,4	32,1			34,7				14,2
Фин. долг, в т.ч.:		5,8	6,6			6,6				14,1
краткосрочные займы		1,6	1,7			1,3				(15,9)
долгосрочные займы		4,2	4,9			5,3				25,3
Чистый долг		4,6	5,5			5,1				11,5
Краткосрочные займы / ФД		0,3	0,3			0,2				(26,3)
Фин. долг / ЕБИТДА		1,0	1,0			0,8				(20,2)
Чистый долг / ЕБИТДА		0,8	0,8			0,6				(22,0)
ЕБИТДА / Проценты к уплате	25,8	18,3	20,0	30,0	32,7	28,7				57,1
Собственный капитал / Активы		0,7	0,6			0,7				2,4

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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovann@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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@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, halt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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