

СТАБИЛЬНО ВЫСОКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ, НЕСМОТРЯ НА ВРЕМЕННЫЕ ЗАТРУДНЕНИЯ

Отчетность за 4 кв. и 2011 г. по US GAAP

Добыча нефти растет быстрее переработки. Вчера Газпром нефть опубликовала результаты по US GAAP за 4 кв. и весь 2011 г., которые оказались близки к нашим ожиданиям. Учитывая, что компания ранее уже раскрыла операционные показатели за прошлый год, результаты в сегментах добычи и переработки не стали сюрпризами для аналитиков. Добыча нефти выросла в последнем квартале прошлого года на 2% как за квартал, так и год к году до 94,6 млн барр., что в основном объясняется завершением сделки по приобретению компании «Газпром нефть Оренбург». По этой же причине увеличились и объемы добываемого газа, благодаря чему совокупная добыча углеводородов продемонстрировала опережающий рост, увеличившись на 6% квартал к кварталу до 110,6 млн барр. н.э. По результатам всего года добыча нефти поднялась лишь на 1% до 368,3 млн барр., а углеводородов – на 8% до 421,6 млн барр. н.э., что является одними из самых высоких темпов роста в отрасли. В сегменте нефтепереработки под влиянием плановых ремонтов на НПЗ компании (Омском и Московском) и сезонного снижения спроса производство нефтепродуктов за отчетный квартал сократилось на 13%, но увеличилось на 2% год к году и составило 9,6 млн т. По результатам всего года компания произвела 40,5 млн т нефтепродуктов – на 7% больше, чем в 2010 г. В ближайшие годы Газпром нефть ожидает дальнейшего роста добычи за счет новых месторождений как в России, так и за рубежом.

Временное падение переработки стало причиной сокращения

выручки... Выручка Газпром нефти в октябре–декабре прошлого года снизилась на 3% за квартал и поднялась на 24% год к году до 11,3 млрд долл., в то время как по итогам всего 2011 г. доходы увеличились на 34% до 44,2 млрд долл. Отрицательная динамика выручки по отношению к 3 кв. 2011 г. в основном объясняется квартальным снижением продаж нефтепродуктов на 14% до 7,5 млрд долл., при этом больше всего пострадали экспорт и продажи через собственную сеть АЗС, сократившиеся на те же 14%, чего не компании не удалось компенсировать даже за счет роста продаж нефти на 31% до 3,3 млрд долл. Часть невостребованной переработкой нефти была направлена на экспорт, и в связи с этим его объем за квартал увеличился на 36% до 2,9 млрд долл. В то же время увеличение выручки по итогам 2011 г. объясняется как улучшением операционных показателей, так и ростом цен на нефть и нефтепродукты.

...и незначительного снижения операционной рентабельности. EBITDA в 4 кв. 2011 г. снизилась на 12% за квартал до 2,2 млрд долл., но поднялась относительно уровня годичной давности на 69%, а по итогам года показатель вырос на 41% до 8,9 млрд долл. На этом фоне рентабельность Газпром нефти по EBITDA в октябре–декабре составила 20% против 22% в 3 кв. 2011 г. и 14% в 4 кв. 2010 г. Снижение рентабельности за отчетный квартал произошло по нескольким причинам: во-первых, в связи с ремонтами на НПЗ уменьшилась доля в продажах более прибыльных светлых нефтепродуктов, при этом ситуацию усугубило повышение экспортных пошлин на темные нефтепродукты в октябре прошлого года. Кроме того, сократились продажи сети АЗС компании, что также негативно отразилось на операционной эффективности компании. Из положительных моментов стоит выделить уменьшение объемов покупаемой нефти, а также жесткий контроль над операционными расходами, особенно в добыче, где себестоимость снизилась на 11% квартал к кварталу до 5,05 долл./барр. В то же время в переработке наблюдалась обратная ситуация – снижение объемов производства привело к росту удельной себестоимости на 42% за квартал до 3,84 долл./барр. Мы ожидаем продолжения роста рентабельности компании на фоне завершения ремонтных работ на НПЗ и сохранения высоких цен на нефть.

Обращающиеся выпуски Газпром нефти

Выпуск	Купон %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть %
ГазпНефть 03	14,75	23.07.2012	РУБ	6,75
ГазпНефть 04	8,20	16.04.2018	РУБ	8,74
ГазпНефть 08	8,50	02.02.2016	РУБ	8,81
ГазпНефть 09	8,50	08.02.2016	РУБ	8,59
ГазпНефть 10	8,90	05.02.2018	РУБ	8,99
ГазпНефть 11	8,25	09.02.2015	РУБ	-
ГазпНефть БО-5	7,15	09.04.2013	РУБ	7,47
ГазпНефть БО-6	7,15	10.04.2013	РУБ	7,48

Источники: Cbonds

Основные финансовые показатели Газпром нефти

US GAAP, млрд долл.

	2008	2009	2010	2011
Выручка	33,9	24,2	32,8	44,2
ЕБИТДА	7,8	5,2	6,7	8,9
Чистая прибыль	4,7	3,1	3,4	5,3
Рентабельность ЕБИТДА, %	23,1	21,5	20,5	20,2
Чистая рентабельность, %	13,9	12,7	10,5	12,1
Опер. ден. поток	5,5	3,5	5,4	6,0
Капитальные инвестиции	(3,4)	(2,6)	(3,3)	(4,0)
Основные средства	9,2	14,3	15,9	19,3
Денежные средства	2,1	0,9	1,1	0,9
Долгосрочные займы	1,6	4,2	4,9	5,4
Краткосрочные займы	2,1	2,1	1,7	1,3
Собственный капитал	14,1	18,7	20,8	24,9
Активы	20,2	29,9	32,1	36,7
Долг, в т.ч.:	3,7	6,3	6,6	6,7
краткосрочные займы	2,1	2,1	1,7	1,3
долгосрочные займы	1,6	4,2	4,9	5,4
Чистый долг	1,6	5,4	5,5	5,8
Краткоср. займы / Долг	0,6	0,3	0,3	0,2
Долг / ЕБИТДА	0,5	1,2	1,0	0,7
Чистый долг / ЕБИТДА	0,2	1,0	0,8	0,6
ЕБИТДА / Проценты	47	14	20	27
Капитал / Активы	0,7	0,6	0,6	0,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рост капвложений в 2012 г. не будет критическим. Операционный денежный поток компании продолжает расти, но достаточно скромными темпами – по итогам 2011 г. он увеличился на 11% до 6 млрд долл. В то же время за отчетный квартал его значение опустилось на 56% и повысилось на 1% год к году до 1 млрд долл. Столь скромные показатели во многом объясняются ростом оборотного капитала, который, в свою очередь, частично обусловлен положительной динамикой нефтяных цен. Наряду с масштабной инвестиционной программой, крупными приобретениями и дивидендами эти факторы привели к снижению совокупного денежного потока в область отрицательных значений (минус 225 млн долл.). В результате объем денежных средств на балансе сократился на 20% по итогам 2011 г. до 0,9 млрд долл. (–37% за квартал). В 2012 г. капвложения Газпром нефти вырастут как минимум на 30%, как за счет продолжающейся модернизации НПЗ (на эти цели планируется потратить около 1 млрд долл.), так и ввиду реализации ряда проектов в добыче, в том числе на важнейших для компании месторождениях – Приобском, Месояхском и Новопортовом. Тем не менее, по нашим прогнозам, капзатраты будут практически полностью профинансированы из растущего операционного потока, таким образом, Газпром нефти не потребуется существенно наращивать долг.

Долговая нагрузка стабилизировалась, возможен небольшой рост. По итогам 2011 г. долг Газпром нефти практически не изменился – на конец года он составил 6,7 млрд долл., что на 1% превышает уровень 9 мес. 2011 г., и почти соответствует показателю конца 2010 г. Структура долга компании вполне комфортная и не несет рисков – доля краткосрочных обязательств составляет около 19%. Долговая нагрузка также стабильна – отношение Долг/ЕБИТДА находится вблизи уровня 0,8, а Чистый долг/ЕБИТДА – около 0,6. Однако в текущем году, согласно нашему достаточно консервативному прогнозу, при сохранении рентабельности на достигнутом уровне и вышеупомянутом росте капвложений возможен незначительный рост долговой нагрузки до уровня около 1 в терминах Долг/ЕБИТДА.

Стабильно высокая рентабельность и низкая долговая нагрузка

Ключевые финансовые и операционные показатели Газпром нефти за 4 кв. и весь 2011 г., US GAAP, млрд долл.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	2011	4 кв.11/ 3 кв.11, %	4 кв.11/ 4 кв.10, %	2011/ 2010, %
Выручка	9,1	32,9	11,6	11,3	44,2	(3)	24	34
ЕБИТДА	1,7	6,3	2,5	2,2	8,9	(12)	27	41
Чистая прибыль	1,0	3,4	1,3	1,6	5,3	19	56	56
Рентабельность ЕБИТДА, %	19,1	19,2	21,6	19,5	20,2			
Чистая рентабельность, %	11,2	10,4	11,5	14,0	12,1			
Опер. ден. поток	1,1	5,4	2,4	1,1	6,0	(56)	(1)	11
Капитальные инвестиции	(0,9)	(3,3)	(1,1)	(1,4)	(4,0)	27	50	22
Основные средства		16,5	17,6		19,3	10		17
Денежные средства		1,1	1,5		0,9	(37)		(20)
Долгосрочные займы		4,9	5,3		5,4	3		10
Краткосрочные займы		1,7	1,3		1,3	(4)		(27)
Собственный капитал		21,1	23,2		24,9	7		18
Активы		32,7	34,7		36,7	6		12
Долг, в т.ч.:		6,7	6,6		6,7	1		0
краткосрочные займы		1,7	1,3		1,3	(4)		(27)
долгосрочные займы		4,9	5,3		5,4	3		10
Чистый долг		5,5	5,1		5,8	12		4
Краткосрочные займы / Долг		0,3			0,2			
Долг / ЕБИТДА		1,1			0,7			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,9			0,6			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	22,8	18,2	30,8	27,9	27,2			
Собственный капитал / Активы		0,6			0,7			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Идеи – в длинных облигациях. Отчетность Газпром нефти в очередной раз подтвердила высокое кредитное качество компании и отразила солидный рост операционных показателей. Даже временное снижение переработки в 4 кв. 2011 г. не оказало существенного влияния на долговую нагрузку и рентабельность компании. Сейчас в обращении находится восемь выпусков локальных облигаций эмитента, однако размещенный в середине января Газпром нефть, 11 пока не торгуется. Короткий третий выпуск не представляет интереса, так как торгуется практически на одних уровнях с Газпромом и ЛУКОЙЛом. Спред большинства выпусков к кривой ФСК ЕЭС составляет 5–10 б.п., что, на наш взгляд, является справедливым уровнем. Однако мы считаем привлекательными выпуски Газпром нефть, 08 и 09, предлагающие премию к другим бумагам эмитента сопоставимой дюрации около 20 б.п., и к ФСК ЕЭС в размере примерно 30 б.п.

См. таблицу на следующей странице.

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чистый Долг / ЕВITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
2009	Газпром	94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6	
	Газпром нефть	24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6	
	ЛУКОЙЛ	68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7	
	ТНК-ВР	24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6	
	Транснефть	11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5	
	НОВАТЭК	2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6	
	Alliance Oil	1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6	
	Татнефть	12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6	
	Башнефть	6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7	
	Развитые рынки											
	Chevron	159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6	
	CopocoPhillips	136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4	
	ExxonMobil	275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5	
Развивающиеся рынки												
	CNOOC	15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7	
	MOL	16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4	
	Petrobras	91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5	
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 рынки											
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	CopocoPhillips	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 рынки												
	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+/NR/BBB-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7
	Petrobras	BBB/A3/BBB	21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4
2011П	Газпром	BBB/Baa1/BBB	144 818	56 673	39,1	40 516	0,9	52 677	0,9	0,8	2,0	2,0
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	40 783	8 608	21,1	4 200	1,4	8 191	1,0	0,7	1,0	1,0
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	135 420	18 496	13,7	9 315	1,5	8 849	0,5	0,3	2,1	2,1
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 591	14 494	23,9	4 153	2,5	8 041	0,6	0,4	1,7	1,7
	Транснефть	BBB/Baa1/-	20 636	10 237	49,6	7 567	0,8	18 944	1,9	1,3	2,8	2,8
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	6 476	3 160	48,8	729	3,4	2 576	0,8	0,6	0,9	0,9
	Alliance Oil	B+/-/B	3 311	702	21,2	970	0,6	1 568	2,2	1,8	1,4	1,4
	Татнефть	WR/BA2/BB	21 986	3 885	17,7	1 910	1,2	4 777	1,2	0,9	2,2	2,2
	Башнефть	NR	16 723	3 499	20,9	1 048	2,6	3 913	1,1	0,9	1,3	1,3
	2012П	Газпром		153 637	56 841	37,0	43 697	1,0	66 553	1,2	1,0	2,1
Газпром нефть			37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	1,0
ЛУКОЙЛ			123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	2,0
ТНК-ВР			56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 752	0,7	0,5	1,5	1,5
Транснефть			21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	2,6
Новатэк			7 499	3 353	44,7	298	9,7	2 338	0,7	0,3	1,3	1,3
Alliance Oil			3 412	1 147	33,6	343	2,4	1 922	1,7	1,0	2,2	2,2
Татнефть			21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	2,2
Башнефть			14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	1,5

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

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, grishchenkovan@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, myrsikovav@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@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,

Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@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