

ХОРОШИЕ ПОКАЗАТЕЛИ С УЧЕТОМ СЕЗОННОСТИ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО

Стабильно высокие показатели. В понедельник Газпром нефть представила результаты по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., которые оказались несколько лучше наших ожиданий. Это уже второй квартал, в котором компания публикует отчетность по МСФО вместо US GAAP, поэтому сравнение некоторых данных с уровнями годичной давности не совсем показательно. Газпром нефть демонстрирует хорошие показатели как в добыче, где наблюдаются неплохие темпы роста, так и в переработке, объемы которой в отчетном периоде существенно возросли. На фоне увеличения выручки, в том числе благодаря трейдингу, рентабельность по EBITDA компании в отчетном квартале снизилась до 16%, в основном вследствие роста налоговой нагрузки под влиянием временного лага между ростом цены на нефть и повышением экспортных пошлин. Долговая нагрузка при этом продолжает постепенно снижаться (отношение Чистый долг/EBITDA на конец отчетного периода составило 0,5).

Сохранение положительной динамики добычи и переработки.

Компания по-прежнему демонстрирует рост операционных показателей. Так, за отчетный квартал добыча нефти несущественно снизилась до 92,3 млн барр., однако по сравнению со 2 кв. 2011 г. рост составил 2%, а в 1 п/г 2012 показатель повысился на те же 2% год к году до 184,8 млн барр. Стоит отметить, что усилия компании по интенсификации добычи нефти привели к росту доли собственной добычи: за квартал добыча увеличилась на 1%, в то время как в зависимых компаниях она снизилась более чем на 1%. Все большую роль в сегменте добычи играет газ: его производство в апреле-июне выросло на 1% до 97 млрд куб. футов, а в 1 п/г 2012 г. рост показателя составил уже 27% год к году до 193,2 млрд куб. футов, что связано как с приобретением активов в Оренбургской области в прошлом году, так и с ростом добычи попутного газа. Модернизация НПЗ позволила увеличить производство нефтепродуктов на них на 10% квартал к кварталу и на 3% год к году до 10,6 млн т, тогда как в 1 п/г показатель поднялся на 8% год к году до 20,2 млн т.

Снижение цен компенсировано увеличением объемов. Консолидированная выручка Газпром нефти во 2 кв. 2012 г. выросла на 6% квартал к кварталу и на 8% год к году до 12,4 млрд долл. (в рублевом выражении – на 10% и 18% соответственно). На фоне снижения цен на нефть и вялого роста цен на нефтепродукты в отчетном квартале, поддержку выручке оказали увеличившиеся объемы продаж нефти и нефтепродуктов. Так, продажи нефти в апреле-июне поднялись на 13% квартал к кварталу и на 15% год к году до 4,6 млн т, несмотря на то, что добыча росла более низкими темпами. Такая ситуация объясняется ростом масштабов трейдингового бизнеса компании, а также распродажами запасов, накопленных в 1 кв. 2012 г. Увеличение продаж нефтепродуктов в основном связано с расширением переработки, так как доля трейдинга нефтепродуктами у компании относительно невелика.

Обращающиеся выпуски

SIBNEF (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ГазпрНефть-03	8 000 R	1,00	21 янв 13	8,51
ГазпрНефть БО-5	10 000 R	7,15	9 апр 13	7,42
ГазпрНефть БО-6	10 000 R	7,15	9 апр 13	7,49
ГазпрНефть-11	10 000 R	8,25	9 фев 15	8,14
ГазпрНефть-08	10 000 R	8,50	2 фев 16	8,59
ГазпрНефть-09	10 000 R	8,50	8 фев 16	8,40
ГазпрНефть-10	10 000 R	8,90	5 фев 18	9,04
ГазпрНефть-04	10 000 R	8,20	16 апр 18	8,97

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели

Газпром нефти

US GAAP и МСФО

	2010	2011	2012П
Выручка	32,8	44,2	45,3
ЕБИТДА	6,7	8,9	8,8
Чистая прибыль	3,4	5,3	5,3
Рентабельность по EBITDA, %	20,5	20,2	19,3
Чистая рентабельность, %	10,5	12,1	11,7
Операционный денежный поток	5,4	6,0	7,2
Капзатраты	(3,3)	(4,0)	(5,4)
Основные средства	15,9	19,3	
Денежные средства	1,1	0,9	
Долгосрочные займы	4,9	5,4	
Краткосрочные займы	1,7	1,3	
Собственный капитал	20,8	24,9	
Активы	32,1	36,7	41,1
Долг, в т.ч.:	6,6	6,7	6,7
краткосрочные займы	1,7	1,3	
долгосрочные займы	4,9	5,4	
Чистый долг	5,5	5,8	5,2
Доля краткосрочного долга, %	26	19	
Долг / EBITDA	1,0	0,7	0,8
Чистый долг / EBITDA	0,8	0,6	0,6
EBITDA / Проценты	20,0	27,2	
Капитал / Активы	0,6	0,7	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ожидаемое снижение операционной рентабельности. EBITDA Газпром нефти во 2 кв. 2012 г. опустилась на 2% квартал к кварталу (в рублевом выражении – поднялась на 2%) и на 4% год к году до 2,0 млрд долл., а в 1 п/г показатель снизился на 5% относительно уровня годичной давности и составил 4,1 млрд долл. Основным фактором снижения операционной эффективности стал уже упоминавшийся выше временной лаг между ценами на нефть и экспортными пошлинами на нее. В отчетном квартале нефть подешевела, однако в связи ее удорожанием в предыдущие кварталы экспортные пошлины во 2 кв. были повышены, и объем соответствующих выплат компании увеличился на 13% квартал к кварталу и на 22% год к году до 4,7 млрд долл. Давление на рентабельность компании оказало и увеличение объемов менее прибыльного трейдингового бизнеса. С другой стороны, необходимо отметить определенные успехи компании в части контроля над затратами: к примеру, операционные расходы в отчетном квартале снизились на 5% за квартал и увеличились на 42% год к году (в рублевом выражении – сократились на 1% за квартал, а год к году выросли всего на 2%).

Капзатраты продолжают расти. Операционный денежный поток во 2 кв. 2012 г. снизился на 19% за квартал и на 9% год к году до 1,7 млрд долл., что стало следствием как общего снижения операционной эффективности, так и увеличения оборотного капитала. На этом фоне капвложения практически не изменились по сравнению с 1 кв. 2012 г. и выросли на 52% год к году до 1 млрд долл., что привело к существенному снижению свободного денежного потока до 0,7 млрд долл. с 1,1 млрд долл. в предыдущем квартале. Кроме того, компания подтвердила инвестпрограмму на 2012 г. в объеме около 5,5 млрд долл., что предполагает увеличение капзатрат во 2 п/г 2012 г. до 3,5 млрд долл. По нашей оценке, собственного денежного потока Газпром нефти в целом хватит на финансирование инвестпрограммы, таким образом, существенных заимствований компании во второй половине года мы не ожидаем.

Долговая нагрузка на стабильно низком уровне. Долг компании в рублевом выражении практически не изменился, сократившись на 10% в пересчете на доллары США, прежде всего за счет ослабления рубля. При этом его структура стала заметно короче – доля краткосрочных обязательств на конец 1 п/г 2012 г. поднялась до 35% с 24% в 1 кв. 2012 г. и 19% в 2011 г. (в ближайший год компании предстоит погасить или рефинансировать более 2,3 млрд долл.). С другой стороны, Газпром нефть продолжает накапливать денежные средства на балансе, благодаря чему чистый долг за отчетный квартал уменьшился на 16% до 4,5 млрд долл. На этом фоне отношение Долг/EBITDA за 1 п/г осталось на уровне начала года и составило 0,8, а коэффициент Чистый долг/EBITDA опустился до 0,5 с 0,6 в 1 кв. 2012 г. По нашей оценке, масштабная инвестпрограмма во 2 п/г 2012 г. не приведет к существенному росту долговой нагрузки, учитывая стабильный положительный операционный денежный поток и запас ликвидных активов на балансе. Таким образом, отношение Долг/EBITDA по итогам 2012 г. вряд ли превысит уровень 1,0.

Облигации оценены справедливо. Отчетность вновь подтвердила высокое кредитное качество Газпром нефти и ее способность генерировать стабильные положительные денежные потоки даже при росте капзатрат. Как следствие, публикация результатов, по нашему мнению, не окажет заметного влияния на облигации компании. Сейчас в обращении находится семь выпусков рублевых облигаций, ликвидность которых достаточно низкая. Уровни, на которых торгуются выпуски Газпром нефти (премия к кривой ОФЗ составляет около 110 б.п.), представляются нам вполне справедливыми.

См. таблицы на следующих страницах.

Сезонное снижение рентабельности, долговая нагрузка под контролем

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО и US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., млрд долл.

	2 кв.11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 11	2 кв.12/ 1 кв.12, %	2 кв.12/ 2 кв.11, %	1п/г 12/ 1 п/г 11
Выручка	11,5	21,3	44,2	11,7	12,4	23,7	6	8	11
ЕБИТДА	2,1	4,2	8,9	2,1	2,0	4,1	(2)	(4)	(5)
Чистая прибыль	1,2	2,7	5,3	1,7	1,1	2,7	(35)	(9)	3
Рентабельность по ЕБИТДА, %	18,4	19,9	20,2	17,8	16,4	17,1			
Чистая рентабельность, %	10,6	12,5	12,1	14,5	8,9	11,6			
Операционный денежный поток	1,9	2,5	6,0	2,1	1,7	3,8	(19)	(9)	51
Капзатраты	(0,7)	(1,5)	(4,0)	(1,0)	(1,0)	(2,0)	(0)	52	35
Основные средства		16,8	19,3	19,8		18,5	(7)		
Денежные средства		1,1	0,9	2,0		2,1	6		
Дебиторская задолженность		3,5	3,6	2,4		2,5	4		
Долгосрочные займы		5,9	5,4	5,6		4,3	(24)		
Кредиторская задолженность		2,1	2,1	1,5		2,5	70		
Собственный капитал		21,9	24,9	26,8		23,8	(11)		
Активы		34,8	36,7	40,0		36,8	(8)		
Долг, в т.ч.:		7,1	6,7	7,4		6,6	(10)		
краткосрочные займы		1,2	1,3	1,8		2,3	34		
долгосрочные займы		5,9	5,4	5,6		4,3	(24)		
Чистый долг		6,0	5,8	5,4		4,5	(16)		
Доля краткосрочного долга, %		16	19	24		35			
Долг / ЕБИТДА		0,9	0,7	0,8		0,8			
Чистый долг / ЕБИТДА		0,8	0,6	0,6		0,5			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	27,9	25,1	27,2	26,2	23,3	24,7			
Собственный капитал / Активы		0,6	0,7	0,7		0,6			

Источники: данные 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	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
	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		
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	123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	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	21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	0,6		
	Новатэк	7 256	3 321	45,8	718	4,0	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7		
	Alliance Oil	3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	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	14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	0,5			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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
Дарья Васильева, vasilievada@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