

НЕПЛОХИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2 КВ. НА ФОНЕ СНИЖЕНИЯ ЭКСПОРТНЫХ ПОШЛИН; В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ УВЕЛИЧЕНИЕ ИНВЕСТПРОГРАММЫ

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

Рост EBITDA квартал к кварталу... В пятницу Газпром опубликовал неплохие результаты за 2 кв. 2012 г. по МСФО, на которые существенно повлияло снижение экспортных пошлин, что можно считать разовой статьей. Так, выручка составила 1 трлн руб. (32,4 млрд долл.), сократившись на 18% квартал к кварталу и на 2% году к году за счет снижения объемов реализации. EBITDA достигла 393 млрд руб. (-6% год к году, но +5% квартал к кварталу). Чистая прибыль снизилась на 40% год к году и на 47% квартал к кварталу до 173 млрд руб.

...благодаря снижению объема экспортных пошлин, что может быть связано с увеличением экспорта через «Голубой поток». Результаты оказались лучше наших ожиданий в основном ввиду более низкого, чем мы предполагали, объема уплаченных экспортных пошлин на газ на фоне увеличения поставок через «Голубой поток» в Турцию (не облагаются пошлинами). По всей видимости, наращивание поставок в Турцию обусловлено проблемами, которые испытывала эта страна с получением газа из Азербайджана и Ирана во 2 кв. 2012 г. Концерн также сообщил о ретроспективных выплатах европейским клиентам в размере 55 млрд руб. (1,7 млрд долл.) в результате пересмотра контрактных цен. На чистой прибыли сказался убыток от курсовых разниц. Необычный для апреля-июня рост EBITDA за квартал с учетом сезонности объясняется квартальным уменьшением ретроспективных платежей на 23 млрд руб. (0,7 млрд долл.).

Свободный денежный поток вновь под давлением капзатрат. Операционный денежный поток Газпрома по итогам 2 кв. составил 128 млрд руб. против 598 млрд руб., полученных кварталом ранее за счет снижения оборотного капитала, тогда как объем капзатрат сократился на 28% за квартал до 275 млрд руб. В результате свободный денежный поток за отчетный период остался отрицательным – минус 148 млрд руб. – против положительного значения в 1 кв. 2012 г. (216 млрд руб.). На днях концерн вновь объявил об увеличении инвестпрограммы на 2012 г. – до 975 млрд руб., что на 25% превосходит ранее запланированный уровень. Приоритетными проектами в сфере добычи по-прежнему являются Бованенковское, Ямбургское, Заполярное, Медвежье и Уренгойское месторождения. Мы ожидаем, что по итогам 2012 г. инвестпрограмма может вырасти до 1,3 трлн руб. (примерно 41 млрд долл.) и будет в основном профинансирована из операционного денежного потока, который, по нашей оценке, в 2012 г. составит 1,5 трлн руб. (45,6 млрд долл.).

Обращающиеся выпуски

GAZPRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Gazp '12 JPY	30 000 ¥	2,89	15 ноя 12	
Gazp '12 EUR	1 000 €	4,56	9 дек 12	0,33
Gazp '13 9.625%	1 750 \$	9,63	1 мар 13	1,32
Gazp '13 7.343%	400 \$	7,34	11 апр 13	1,68
Gazp '13 4.505%	122 \$	4,51	22 июл 13	
Gazp '13 5.625%	646 \$	5,63	22 июл 13	2,88
Gazp '13 7.51%	500 \$	7,51	31 июл 13	1,38
Gazp '13 6.58%	800 £	6,58	31 окт 13	2,07
Gazp '14 02	780 €	5,03	25 фев 14	1,35
Gazp '14 03	500 \$	10,50	8 мар 14	2,36
Gazp '14 07	1 250 \$	8,13	31 июл 14	2,39
Gazp '14 10	700 €	5,36	31 окт 14	1,73
Gazp '15 02	850 €	8,13	4 фев 15	2,04
Gazp '15 06	1 000 €	5,88	1 июн 15	2,12
Gazp '15 11	1 000 \$	5,09	29 ноя 15	2,64
Gazp '16 4.95%	1 000 \$	4,95	23 май 16	2,89
Gazp '16	1 350 \$	6,21	22 ноя 16	3,12
Gazp '17	1 400 €	3,76	15 мар 17	2,84
Gazp '17 03	500 €	5,14	22 мар 17	2,82
Gazp '17 11	500 €	5,44	2 ноя 17	3,00
Gazp '18 EUR	1 200 €	6,61	13 фев 18	3,09
Gazp '18 USD	1 100 \$	8,15	11 апр 18	3,47
Gazp '19	2 249 \$	9,25	23 апр 19	3,78
Gazp '20	399 \$	7,20	1 фев 20	3,19
Gazp '21 5.99%	600 \$	6,00	23 янв 21	4,06
Gazp '22	1 300 \$	6,51	7 мар 22	4,19
Gazp '22	1 000 \$	4,95	19 июл 22	4,20
Gazp '34	1 200 \$	8,63	28 апр 34	5,31
Gazp '37	1 250 \$	7,29	16 авг 37	5,25
Газпром-К-3	15 000 R	7,50	14 ноя 12	8,78
Газпром-09	5 000 R	7,23	12 фев 14	7,52
Газпром-11	5 000 R	13,75	24 июн 14	7,69

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка останется вблизи текущих уровней при заявленной инвестпрограмме. На конец отчетного периода совокупный долг Газпрома составлял 1,5 трлн руб., что соответствует уровню начала года, тогда как за апрель–июнь показатель повысился на 8%. Вследствие снижения операционной эффективности долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА несколько возросла – до 0,9 и 0,6 соответственно против 0,8 и 0,4 на конец марта. При этом структура продолжает оставаться комфортной: порядка 24% совокупных обязательств являются краткосрочными. Исходя из нашего прогноза роста капитальных затрат в среднесрочной перспективе и необходимости выплачивать дивиденды (7,2 млрд долл. по итогам 2011 г., в последующие годы – по 25% чистой прибыли по МСФО независимо от объема капзатрат и налоговых выплат) долговая программа может быть пересмотрена, и, как следствие, коэффициент Долг/ЕБИТДА может возрасти до 1–1,1, что некритично для газового концерна. Напомним, в текущем году Газпром успешно разместил долгосрочные еврооблигации на сумму 2 млрд долл. (GAZPRU'22) и 1,4 млрд евро (GAZPRU'17), превысив ранее заявленный в бюджете объем заимствований (90 млрд руб.). Таким образом, мы не исключаем возможности дальнейших заимствований (в том числе выхода на первичный рынок).

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

Ключевые финансовые показатели Газпрома за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по МСФО, млрд руб.

	2010	2 кв. 11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12
Выручка	3 597	1 030	2 347	4 637	1 225	1 005	2 230
ЕБИТДА	1 412	417	982	1 973	376	393	769
Чистая прибыль	1 012	291	751	1 342	327	173	500
Основные средства	5 486		5 752	6 719	6 817		7 088
Денежные средства	441		455	501	686		513
Собственный капитал	6 536		7 180	7 761	8 088		8 051
Долг, в т.ч.:	1 315		1 270	1 540	1 408		1 527
краткосрочные займы	191		207	367	384		364
долгосрочные займы	1 124		1 063	1 173	1 024		1 163
Чистый долг	875		815	1 039	722		1 014
Активы	9 236		9 733	10 901	11 106		11 413
Операционный денежный поток	1 460	299	689	1 637	598	128	725
Денежн. поток от инв. деятельности	(1 050)	(258)	(667)	(1 605)	(351)	(278)	(629)
Денежн. поток от фин. деятельности	(212)	(24)	2	32	(44)	(43)	(87)
Капзатраты	(1 043)	(265)	(662)	(1 553)	(382)	(275)	(657)
Свободный денежный поток	417	34	27	84	216	(148)	68
Операц. денежн. поток / Капзатраты	1,4	1,1	1,0	1,1	1,6	0,5	1,1
Рентабельность по ЕБИТДА, %	39,3	40,5	41,9	42,5	30,7	39,1	34,5
Долг / ЕБИТДА	0,9		0,8	0,8	0,8		0,9
Чистый долг / ЕБИТДА	0,6		0,5	0,5	0,4		0,6
Собственный капитал / Активы	0,7		0,7	0,7	0,7		0,7
Собственный капитал / Долг	5,0		5,7	5,0	5,7		5,3
Доля краткосрочного долга, %	14,5		16,3	23,8	27,2		23,9

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Нейтрально для облигаций, интересны выпуски GAZPRU'19 и GAZPRU'34. Во 2 кв. показатели Газпрома традиционно снижаются под влиянием сезонных факторов, как следствие, результаты в целом не преподнесли существенных сюрпризов и не должны оказать влияния на котировки. В последние месяцы еврооблигации газового концерна торгуются хуже квазисуверенных бумаг вследствие пересмотра долгосрочных контрактов с европейскими клиентами и возможного ослабления рыночных позиций, а также необходимости осуществления значительных инвестиций, однако связанные с этим опасения инвесторов, на наш взгляд, несколько преувеличены. Газпром по-прежнему один из самых надежных эмитентов среди российских эмитентов, а его кредитному качеству и рейтингам в среднесрочной перспективе ничего не угрожает. Среди евробондов мы по-прежнему отдаем предпочтение выпускам GAZPRU'19 (YTM 3,78%) и GAZPRU'34 (YTM 5,31%).

См. карту доходностей и таблицу на следующих страницах.

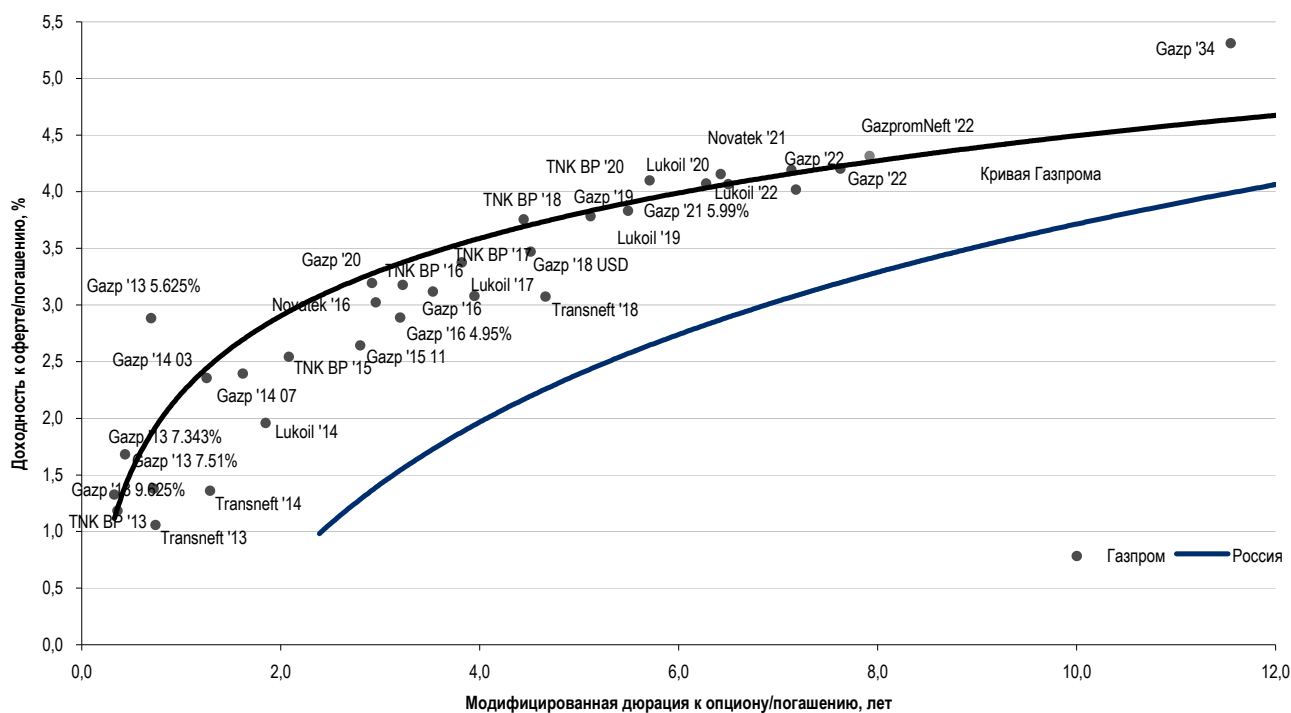
Предыдущие публикации по теме:

Сентябрь 7, 2012 г. Газпром – Достаточно слабые результаты. Финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120907_FI_Gazprom_1Q12%20IFRS.pdf?docid=13612&lang=ru

Среди выпусков Газпрома интересны GAZPRU'19 и GAZPRU'34

Доходности еврооблигаций эмитентов нефтегазового сектора, 02.11.2012 г.



Источники: Bloomberg, 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	Кэфф. 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	
	СолосоPhillips 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
	СолосоPhillips	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, 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

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@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 2012