

## РОСТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ БИЗНЕСА НА ФОНЕ ОПТИМИЗАЦИИ ЗАТРАТ И СОХРАНЕНИЕ КОМФОРТНОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ

### Финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по МСФО

**Рост EBITDA благодаря оптимизации расходов.** Вчера Газпром нефть представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по МСФО, которые в целом мы оцениваем позитивно. Так, выручка за июль-сентябрь возросла на 11% до 333 млрд руб., а EBITDA – на 36% до 95,6 млрд руб. При этом опережающие темпы роста операционной прибыли позволили компании продолжить повышение эффективности бизнеса – рентабельность бизнеса по EBITDA в 3 кв. увеличилась до 28,6% против 23,2% кварталом ранее. Хороших результатов, на наш взгляд, удалось достичь за счет сокращения транспортных издержек (-15% за квартал) и это на фоне увеличения физических объемов продаж нефтепродуктов, что, возможно, обусловлено оптимизацией логистики и повышением эффективности операций «своп». За рассматриваемый период чистая прибыль Газпром нефти, поддержку которой оказали доходы связанных компаний, составила 56,8 млрд руб.

**Хорошая генерация денежных потоков при умеренной инвестиционной программе.....** В 3 кв. оборотный капитал компания относительно предыдущего квартала вырос за счет увеличения дебиторской задолженности и запасов. В результате операционный денежный поток сократился на 6% за квартал и составил 50 млрд руб. (165,8 млрд руб. за 9 мес. 2012 г.). В свою очередь, свободный денежный поток на фоне роста капитальных затрат на 37% за квартал до 44 млрд руб. снизился более чем в три раза – до 6,3 млрд руб. против 22 млрд руб. кварталом ранее. Напомним, что до 2015 г. Газпром нефть должна провести модернизацию перерабатывающих мощностей, в рамках которой до конца текущего года запланированы инвестиции в объеме 5,5 млрд долл (или 171 млрд руб.). Принимая во внимание заявленные планы и объем затрат по итогам 9 мес. в размере 106 млрд руб., на 4 кв. придется пик расходов (64 млрд руб.), которые, согласно нашей оценке, будут профинансированы за счет собственных средств. Таким образом новых существенных заимствований до конца года не ожидается.

**...позволит сохранить долговую нагрузку на консервативном уровне.** Совокупный долг компании на конец сентября составил 240 млрд руб., увеличившись за квартал на 10% (в сентябре был размещен десятилетний евробонд на 1,5 млрд долл.). Коэффициенты долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA по-прежнему находятся на комфортных уровнях – 0,7 и 0,5 соответственно, а в структуре обязательств порядка 31% составляет краткосрочный долг. Мы полагаем, что на фоне положительных денежных потоков, даже с учетом роста инвестиционной активности в рамках принятой программы, долговая нагрузка компании в краткосрочной перспективе не превысит 1 (Долг/EBITDA), однако снижение свободного денежного потока при росте капзатрат и необходимости выплачивать дивиденды (15% от чистой прибыли по МСФО/US GAAP), в свою очередь, ограничит возможности компании, связанные с наращиванием ликвидности и сокращением имеющегося долга.

### Обращающиеся выпуски

| SIBNEF (Bloomberg) |            |          |           |            |
|--------------------|------------|----------|-----------|------------|
| Выпуск             | Объем, млн | Купон, % | Опц./Пог. | Доходн., % |
| ГазпромНефт '22    | 1 000 \$   | 4,38     | 19 сен 22 | 4,26       |
| ГазпрНефть-03      | 8 000 R    | 1,00     | 21 янв 13 | 9,09       |
| ГазпрНефть БО-5    | 10 000 R   | 7,15     | 9 апр 13  | 7,26       |
| ГазпрНефть БО-6    | 10 000 R   | 7,15     | 9 апр 13  | 7,26       |
| ГазпрНефть-11      | 10 000 R   | 8,25     | 9 фев 15  | 8,06       |
| ГазпрНефть-08      | 10 000 R   | 8,50     | 2 фев 16  | 8,47       |
| ГазпрНефть-09      | 10 000 R   | 8,50     | 8 фев 16  | 8,47       |
| ГазпрНефть-10      | 10 000 R   | 8,90     | 5 фев 18  | 8,68       |
| ГазпрНефть-04      | 10 000 R   | 8,20     | 16 апр 18 | 8,86       |

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

**Облигации оценены справедливо.** Представленная отчетность во многом была ожидаемой и лишь очередной раз подтвердила высокое качество бизнеса Газпром нефти. Как следствие, мы не ожидаем реакции рынка на вышедшие результаты. В настоящее время в обращении находятся восемь рублевых выпусков компании, не отличающихся ликвидностью и оцененных, на наш взгляд, на вторичном рынке достаточно справедливо. Исключение составляет лишь более длинный ГазпрНефть-4 (УТР 8,92% @ апрель 2018), предлагающий самый широкий спред к ОФЗ, равный 170 б.п., однако потенциал сужения незначителен, и выпуск может быть интересен инвесторам с пассивной стратегией управления и только с точки зрения удержания до погашения. Мы также нейтрально относимся к новому SIBNEF'22 (УТМ 4,27%).

### Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

по МСФО, млрд руб.

|                                     | 2009    | 2010    | 1 п/г 11 | 9 мес. 11 | 2011    | 1 п/г 12 | 9 мес. 12 |
|-------------------------------------|---------|---------|----------|-----------|---------|----------|-----------|
| Выручка                             | 772,1   | 999,8   | 487,5    | 757,7     | 1 298,4 | 579,2    | 912,3     |
| ЕБИТДА                              | 191,8   | 220,9   | 140,1    | 222,7     | 298,6   | 149,3    | 244,9     |
| Чистая прибыль                      | 98,5    | 104,4   | 80,7     | 127,7     | 164,2   | 84,0     | 140,8     |
| Денежные средства                   | 26,3    | 34,9    | 31,7     |           | 29,4    | 69,3     | 73,5      |
| Долг, в т.ч.                        | 190,8   | 203,6   | 198,9    |           | 221,3   | 217,9    | 239,9     |
| краткосрочные займы                 | 65,0    | 53,0    | 32,7     |           | 44,3    | 76,8     | 74,5      |
| Чистый Долг                         | 164,6   | 168,7   | 167,2    |           | 191,9   | 148,6    | 166,4     |
| Собственный капитал                 | 564,3   | 642,2   | 615,6    |           | 732,2   | 781,3    | 836,2     |
| Активы                              | 904,7   | 995,4   | 975,9    |           | 1 118,2 | 1 207,8  | 1 252,3   |
| Операционный денежный поток         | 111,2   | 163,8   | 77,5     | 154,8     | 176,4   | 115,7    | 165,8     |
| Денежный поток от инв. деятельности | (155,9) | (147,4) | (54,8)   | (96,5)    | (160,9) | (70,3)   | (111,2)   |
| Денежный поток от фин. деятельности | 5,9     | (9,4)   | (24,9)   | (47,8)    | (22,1)  | (6,1)    | (9,4)     |
| Капзатраты                          | (83,7)  | (100,3) | (54,1)   | (87,6)    | (118,4) | (62,3)   | (106,0)   |
| Свободный денежный поток            | 27,4    | 63,5    | 23,3     | 67,3      | 58,0    | 53,5     | 59,8      |
| <b>Коэффициенты, %</b>              |         |         |          |           |         |          |           |
| Рентабельность по ЕБИТДА            | 24,8    | 22,1    | 28,7     | 29,4      | 23,0    | 25,8     | 26,8      |
| Долг / ЕБИТДА                       | 1,0     | 0,9     | 0,9      |           | 0,7     | 0,7      | 0,7       |
| Чистый долг / ЕБИТДА                | 0,9     | 0,8     | 0,7      |           | 0,6     | 0,5      | 0,5       |
| Собственный капитал / Активы        | 0,6     | 0,6     | 0,6      |           | 0,7     | 0,6      | 0,7       |
| Собственный капитал / Долг          | 3,0     | 3,2     | 3,1      |           | 3,3     | 3,6      | 3,5       |
| Доля краткосрочного долга           | 34,0    | 26,0    | 16,4     |           | 20,0    | 35,2     | 31,1      |
| Операц. денежн. поток / Капзатраты  | 1,3     | 1,6     | 1,4      | 1,8       | 1,5     | 1,9      | 1,6       |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\* по US GAAP с 2009-2011 гг.

## 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

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

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, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@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