

ВЛИЯНИЯ НА ОБЛИГАЦИИ НЕ ОЖИДАЕТСЯ

Результаты за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

В четверг Газпром опубликовал результаты за III квартал и 9 месяцев 2010 г. по МСФО. По сравнению с III кварталом 2009 г. компания увеличила добычу по всем направлениям – по газу (на 2% до 104 млрд куб. м), нефти (на 1% до 8,2 млн т) и газовому конденсату (на 12% до 2,8 млн т). Однако в сравнении со II кварталом 2010 г. ситуация выглядит несколько скромнее: производство газа снизилось на 12% в связи с более теплой погодой, объемы добычи газового конденсата остались без изменений, и только нефтяной сегмент смог показать рост на 2,5%. Впрочем, это не помешало консолидированной выручке увеличиться в отчетном квартале на 15% год к году до 786 млрд руб., и на 3% квартал к кварталу, что объясняется существенным ростом цена на углеводороды.

Продажи на европейском рынке снижаются, на внутреннем растут. Благодаря высоким экспортным ценам (более чем в три раза выше внутренним) в структуре выручки по-прежнему преобладают европейские продажи газа. Однако из-за давления со стороны потребителей и растущей доли контрактов, привязанных к более низким спотовым ценам, доля экспортных продаж постепенно снижается. Несмотря на рост объема поставок в Европу по итогам 9 месяцев прошлого года на 4% год к году до 107,8 млрд куб. м, продажи газа снизились на 12% год к году до 772,9 млрд руб. Отметим, что падению продаж в Европе компания противопоставила рост выручки на внутреннем рынке – за 9 месяцев 2010 г. она увеличилась на 34% до 437,4 млрд руб., что стало возможным благодаря как увеличению объемов продаж, так и росту тарифов. Поддержали выручку также нефтедобыча и нефтепереработка (рост продаж на 29% до 645 млрд руб.) и энергетический сегмент (рост на 51% до 206 млрд руб.).

Экспорт в Европу будет сокращаться и дальше, об этом свидетельствуют и операционные показатели за весь 2010 г., согласно которым продажи газа в Европу, составив 138,6 млрд куб. м, оказались ниже ожиданий на 1,5%. Мы считаем, что спотовый рынок и дальше будет негативно влиять на результаты Газпрома: компании придется учитывать его более низкие цены и корректировать объемы и цены контрактов. В то же время внутренний рынок продолжает набирать силу и компенсирует проблемы на европейском рынке – в 2010 г. продажи в РФ выросли на 3% до 290,2 млрд руб., к тому же росту выручки будет способствовать продолжающаяся либерализация цен. Ключевым остается вопрос, как долго компании удастся поддерживать высокие темпы роста на внутреннем рынке. Тем более что в связи с решением правительства обеспечить независимым производителям газа более свободный доступ к газотранспортной системе Газпрома может усилиться конкуренция.

Рентабельность под давлением. В III квартале резко снизилась операционная рентабельность Газпрома. В то время как рентабельность по EBITDA по итогам I полугодия 2010 г. находилась в районе 40%, в III квартале она составляла уже 32%, а по итогам 9 месяцев – 38%. Опережающий рост операционных расходов в основном обусловлен увеличением затрат на закупку нефти из-за роста цен на углеводороды, а также увеличением тарифов на транспортировку нефти, газа и продуктов нефтегазопереработки. Значительное влияние оказали также расходы на электро- и теплоэнергию, а также на оплату труда, возросшие в связи с консолидацией в отчетности новых приобретений. Тем не менее по итогам 2010 г. рентабельность по EBITDA должна, по нашим оценкам, восстановиться до 39–40%, чему будет способствовать холодная погода в IV квартале.

Долговая нагрузка без существенных изменений. В прошлом году благодаря значительному денежному потоку Газпром достаточно активно сокращал объем обязательств – отток по финансовой деятельности по итогам 9 месяцев 2010 г. составил 199,9 млрд руб. За счет этого с начала года объем совокупного долга снизился на 20% до 1 286 млрд руб. Однако в отчетном квартале долг уменьшился не так значительно – всего на 4% квартала к кварталу. Доля краткосрочных обязательств немного снизилась – с 22% по итогам I полугодия 2010 г. до 17%. Отношение долг/EBITDA на конец сентября по сравнению со II кварталом практически не изменилось, оставшись на уровне 1, но снизилось относительно 1,4 на начало 2010 г. Мы полагаем, что компании по силам удержать долговую нагрузку в пределах 1,1.

Нейтрально для облигаций. Мы не ожидаем существенного влияния опубликованных результатов на облигации Газпрома. Результаты подтвердили высокое кредитное качество компании и, как ожидалось, отразили снижение объемов экспорта газа в Европу и усиление роли внутреннего рынка. По нашему мнению, в обозримом будущем кредитному качеству и рейтингам эмитента ничто не угрожает. Прояснить планы компании в отношении поставок в Европу, перспективы либерализации внутренних цен и ряд других вопросов должен День инвестора, проводящийся Газпромом сегодня.

Результаты за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

На наш взгляд, и рублевые облигации, и евробонды компании торгуются в целом на вполне справедливых уровнях. Немного выбивается из общей картины рублевый выпуск Газпром А13, торгующийся с доходностью около 6,25% к погашению в июне 2012 г. и предлагающий премию к остальным выпускам порядка 20 б.п.

Долговая нагрузка под контролем, рентабельность – под давлением

Отчетность ОАО "Газпром" за III квартал и 9 месяцев по МСФО, млрд руб.

	III кв. 09	9 мес.09	2009	II кв. 10	III кв. 10	9 мес.10	III кв.10/ II кв. 10, %	III кв.10/ III кв. 09, %	9 мес.10/ 9 мес.09, %	9 мес.10/ 2009, %
Выручка	684	2 155	2 991	764	786	2 508	3	15	16	
ЕВИТДА	206	745	1 124	290	254	951	(12)	23	28	
Чистая прибыль	174	479	794	171	161	669	(6)	(7)	40	
ЕВИТДА, %	30	35	38	38	32	38				
Чистая прибыль, %	25	22	27	22	20	27				
Операционный ден. поток	63	587	897	265	271	1 018	2	330	73	
Капитальные вложения	(193)	(587)	(796)	(209)	(264)	(692)	27	37	18	
Основные средства			4 899	5 115		5 246				7
Денежные средства			250	371		316				26
Дебиторская задолженность			847	667		668				(21)
Долгосрочные займы			1 184	6 062		1 065				(10)
Краткосрочные займы			425	1 042		221				(48)
кредиторская задолженность			502	302		547				9
Собственный капитал			5 649	510		6 248				11
Активы			8 369	8 516		8 688				4
Финансовый долг, в т.ч.:			1 609	1 344		1 286				(20)
краткосрочные займы			425	302		221				(48)
долгосрочные займы			1 184	1 042		1 065				(10)
Чистый долг			1 360	973		970				(29)
Краткосрочные займы / ФД			0,3	0,2		0,2				
Финансовый долг / ЕВИТДА			1,4	1,0		1,0				
Чистый долг / ЕВИТДА			1,2	0,7		0,8				
ЕВИТДА / Проценты к уплате	10	13	15	29	38	31				
Собственный капитал / Активы			0,7	0,7		0,7				

Источники: отчетность 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, 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

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 Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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