

СИЛЬНЫЙ ГОД – НЕЙТРАЛЬНО ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ**Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО**

Высокие результаты. Вчера Газпром отчитался за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО: выручка и чистая прибыль немного превысили наш прогноз, однако EBITDA оказалась несколько хуже наших ожиданий. Продажи концерна в отчетном квартале продолжали расти практически на всех рынках, что в основном объясняется сезонностью – последний квартал традиционно характеризуется более низкими температурами и, соответственно, ростом потребления топлива. Повышение цен на углеводороды также способствовало росту поступлений. В результате выручка компании в IV квартале 2010 г. повысилась на 39% квартал к кварталу и на 30% год к году до 1 090 млрд руб. По итогам всего 2010 г. ситуация выглядит немного иначе – продажи газа в Европу сократились, но снижение было компенсировано ростом поставок на внутреннем рынке и в страны СНГ. Консолидированная выручка Группы Газпром за 2010 г. увеличилась на 20% до 3 597 млрд руб.

Рост выручки, снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Газпрома за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО, млрд руб.

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв.10/ III кв. 10, %	IV кв.10/ IV кв.09, %	2010/ 2009
Выручка	836	2 991	786	1 089	3 597	39	30	20
EBITDA	334	1 124	254	407	1 357	60	22	21
Чистая прибыль	315	794	161	329	998	105	5	26
Рентабельность EBITDA, %	40	38	32	37	38			
Чистая рентабельность, %	38	27	20	30	28			
Операционный денежный поток	310	897	271	442	1 460	63	42	63
Капитальные вложения	(209)	(796)	(264)	(351)	(1 043)	33	68	31
Основные средства		4 899			5 489			12
Денежные средства		250			441			76
Долгосрочные займы		1 184			1 124			(5)
Краткосрочные займы		425			191			(55)
Собственный капитал		5 649			6 536			16
Активы		8 369			9 236			10
Финансовый долг, в т.ч.:		1 609			1 315			(18)
краткосрочные займы		425			191			(55)
долгосрочные займы		1 184			1 124			(5)
Чистый долг		1 360			874			(36)
Краткосрочные займы / Финансовый долг		0,3			0,1			
Финансовый долг / EBITDA		1,4			1,0			
Чистый долг / EBITDA		1,2			0,6			
Собственный капитал / Активы		0,7			0,7			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Тенденция постепенного сокращения поставок газа в Европу скоро изменится на противоположную. Европейский рынок остается ключевым для Газпрома, учитывая, что цена газа в Европе более чем в три раза превышает внутрироссийский уровень, и почти в полтора раза выше, чем в СНГ. Однако в последние годы доля европейских поставок в общей выручке постепенно сокращалась – с 36% в 2009 г. до 30% в 2010 г., что объясняется как уменьшением объемов поставок, так и снижением средних цен в прошлом году. В тоже время продажи на внутреннем рынке и СНГ в 2010 г. продемонстрировали впечатляющий рост, увеличившись на 27% и 45% соответственно, в основном под влиянием дорожающего газа (на внутреннем рынке) и растущих цен и объемов поставок (в СНГ). Вопреки нашим предыдущим прогнозам мы полагаем, что в текущем году важность европейского рынка для Газпрома вновь увеличится на фоне ожидающегося роста потребления газа и его цены, особенно после аварии на АЭС «Фукусима», что уже заметно по результатам продаж февраля–марта текущего года, которые оказались выше прошлогодних значений. В то же время, учитывая

возможное ограничение роста газовых тарифов 5–6% в год, поддержать высокие темпы роста на внутреннем рынке на уровне значений 2010 г. у Газпрома вряд ли получится. Продажи в СНГ, возможно, продолжат увеличиваться, о чем свидетельствует повышение продаж в I квартале, однако этот рынок является довольно нестабильным и трудно прогнозируемым.

Рентабельность на стабильном уровне. На фоне сезонного роста цен и объемов продаж EBITDA в отчетном квартале увеличилась на 60% по отношению к III кварталу и на 22% год к году до 407 млрд руб., предполагая рентабельность EBITDA на уровне 37%, что немного ниже нашего прогноза. По итогам 2010 г. EBITDA увеличилась на 21% до 1 357 млрд руб., а рентабельность по данному показателю составила 38%. Негативное влияние на операционную эффективность концерна в прошлом году в основном оказали растущие расходы на персонал (+34% год к году до 343 млрд руб.), что объясняется как ростом средней заработной платы, так и консолидацией результатов ТГК-1. Доля прочих операционных расходов в структуре выручки, равно как и темпы их роста, оказались не столь существенными: по итогам года расходы на закупку газа и нефти увеличились всего на 1% до 616 млрд руб., налоги (кроме НП) выросли на 19% до 290 млрд руб., а стоимость транзита повысилась на 18% до 261 млрд руб. Чистая прибыль за 2010 г. выросла на 26% до 998 млрд руб., а чистая рентабельность составила 28%.

Внушительный денежный поток. Как это обычно бывает в «зимние» месяцы, компания продемонстрировала внушительные темпы роста операционного денежного потока, увеличившегося на 63% квартал к кварталу и на 42% год к году до 441 млрд руб. Вследствие достаточно консервативных инвестиционных планов и невысоких по меркам Газпрома капиталовложений свободный денежный поток вырос почти в восемь раз по сравнению с предыдущим кварталом и на 12% год к году до 140 млрд руб. По итогам всего 2010 г. свободный денежный поток достиг 410 млрд руб., тогда как в 2009 г. значение показателя было отрицательным. В результате с учетом чистого оттока средств от финансовой деятельности в размере 212 млрд руб., денежные средства на балансе компании увеличились на 76% год к году до 441 млрд руб. Аккумуляция такого объема ликвидности наводит на мысль, что компания может увеличить инвестиционную программу в текущем году. Однако существенного роста заимствований мы не ожидаем, так как накопленных средств и генерируемого компанией денежного потока должно хватить для покрытия ее инвестиционных потребностей.

Снижение долговой нагрузки. Несмотря на незначительное увеличение долга в IV квартале 2010 г. – до 1 315 млрд руб., по итогам всего года его размер снизился на 18% благодаря внушительному свободному денежному потоку. Это в свою очередь позволило сократить долговую нагрузку до уровня 1 в терминах Долг/EBITDA по итогам 2010 г. по сравнению с 1,4 в 2009 г., что лучше нашего предыдущего прогноза (1,1). Резкое увеличение денежных средств на балансе компании позволило ей показать еще более существенное снижение чистого долга – на 36% год к году до 875 млрд руб., а отношение Чистый долг/EBITDA опустилось до 0,6. Структура долга также продолжает улучшаться: на конец прошлого года доля краткосрочных обязательств снизилась до 15% против 26% в 2009 г.

Нейтрально для облигаций. Отчетность в очередной раз подтвердила высокое кредитное качество газового концерна, но мы не ожидаем, что его облигации существенным образом отреагируют на ее публикацию. На наш взгляд, как рублевые облигации, так и евробонды Газпрома в целом торгуются на вполне справедливых уровнях. Из общего ряда немного выбиваются долларовые Gazprom'14 и '20, спреды которых несколько шире, чем у соседних выпусков.

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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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

Управление по рынкам долгового капитала

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, myrsikovav@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 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

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, shelestovich@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
Степан Чургов, chugrovss@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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011