

## ОТЧЕТНОСТЬ БЕЗ СЮРПРИЗОВ, ОБЛИГАЦИИ ВСЕ ЕЩЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

### Предварительная отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP

**Добыча нефти растет не спеша.** В пятницу Газпром нефть опубликовала отдельные операционные результаты, а также неаудированную отчетность за IV квартал и по итогам 2010 г. Итоги представляются нам нейтральными: операционные показатели демонстрируют рост, хотя и незначительный и достигнутый в основном за счет новых приобретений (пакеты акций в NIS и Sibir Energy). Добыча нефти с учетом доли в дочерних компаниях по итогам отчетного квартала снизилась на 1% квартал к кварталу до 93 млн барр., но выросла на 1% год к году, а по итогам 2010 г. увеличилась на 5% до 367 млн барр. Мы полагаем, что до выхода на полную мощность новых зарубежных месторождений (в Ираке, Ливии, Венесуэле и Экваториальной Гвинее), а также российских – на Ямале (Северэнергия) и в Оренбургской области объем добычи будет оставаться в целом стабильным. В то же время интенсивно растет добыча газа – за 2010 г. она составила 141 млрд куб. м, на 26% превысив уровень 2009 г. В свете этого компания ставит задачу к 2020 г. двести добычу углеводородов до 100 млн т нефтяного эквивалента. Производство нефтепродуктов продолжает расти, и также за счет новых активов, о чем особенно наглядно свидетельствуют результаты отчетного квартала, когда компания не приобретала новых активов: объем переработки снизился на 2,5% до 9,43 млн т квартал к кварталу. Однако по итогам 2010 г. объем переработки вырос на 13,2% до 35,7 млн т, что можно объяснить прежде всего увеличением доли Газпром нефти в капитале Московского НПЗ и, соответственно, доли в производстве завода.

#### Рост показателей обеспечен новыми приобретениями

Ключевые финансовые и операционные показатели Газпром нефти по US GAAP за IV квартал и весь 2010 г., млрд долл.

	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	8	24	8	9	33	8	20	36
ЕБИТДА	1	5	2	2	7	7	49	31
Чистая прибыль	1	3	1	1	4	12	52	14
ЕБИТДА, %	18	21	22	22	21			
Чистая прибыль, %	9	13	11	11	11			
Операционный денежный поток	1	3	2	1	5	(45)	1	55
Капвложения	(1)	(3)	(1)	(1)	(3)	(8)	14	27
Основные средства	-	14	15	-	-			
Денежные средства	-	1	1	-	1			32
Долгосрочные займы	-	4	3	-	5			18
Краткосрочные займы	-	2	20	-	2			(19)
Собственный капитал	-	19	2	-	-			
Активы	-	30	30	-	-			
Долг, в т.ч.:	-	6	6	-	7			5
краткосрочные займы	-	2	2	-	2			(19)
долгосрочные займы	-	4	4	-	5			18
Чистый долг	-	5	5	-	5			1
Краткосрочные займы / Долг	-	0,3	0,3	-	0,3			
Долг / ЕБИТДА	-	1,2	0,9	-	1,0			
Чистый долг / ЕБИТДА	-	1,0	0,7	-	0,8			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	13	14	18	26	20			
Добыча нефти, млн барр.	92	349	93	93	367	(1)	1	5
Производство нефтепродуктов, млн т	8	32	10	9	36	(2)	13	13

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Цены на нефть способствовали росту выручки,** что компенсировало некоторое сокращение как добычи, так и производства нефтепродуктов. В отчетном квартале выручка возросла на 8,1% квартал к кварталу до 9,1 млрд долл. и на 19,8% по сравнению с уровнем годичной давности. При этом по итогам 2010 г. темпы роста выручки несколько снизились по сравнению с показателем за 9 месяцев 2010 г. и составили 35,6% против 43% соответственно. Итоговый показатель выручки за год был равен 32,8 млрд долл. Основное давление на рентабельность продолжают оказывать расходы

Предварительная отчетность за IV квартал и весь 2010 г.

на налоги и экспортные пошлины, выросшие по отношению к 2009 г. на 32% и 68% соответственно вслед за ценами на нефть. От этого пострадала операционная эффективность компании – рентабельность EBITDA опустилась по итогам прошлого года до 21% с 22% в 2009 г.

**У компании растут инвестиционные аппетиты.** Основные направления капвложений – модернизация НПЗ в свете изменения налоговой нагрузки на нефтеперерабатывающий сегмент бизнеса нефтяных компаний, а также новые приобретения и развитие приобретенных активов. По итогам 2010 г. объем инвестиций остался на уровне 2009 г. – около 4,9 млрд долл., из которых 1,9 млрд долл. были израсходованы в IV квартале. В то же время стабильно растущие объемы поступлений от основной деятельности позволяют компании сохранять положительную величину свободного денежного потока – 540 млн долл. по итогам 2010 г. Несмотря на это, Газпром нефть продолжает активно привлекать заимствования на долговом рынке и в начале февраля разместила облигации на 30 млрд руб., имея в запасе еще семь зарегистрированных выпусков облигаций на общую сумму 50 млрд руб.

**Контролируемый рост долговой нагрузки в IV квартале.** В связи с новыми приобретениями совокупный долг компании в отчетном квартале вырос на 14,6% до 6,6 млрд долл., но за весь 2010 г. задолженность возросла лишь на 5%. Рост объемов продаж и сохранение уровня рентабельности позволило снизить отношение Долг/EBITDA до 1 по итогам прошлого года с 1,22 в 2009 г. Структура долга остается вполне комфортной – доля краткосрочных обязательств стабильна и составляет около 30%. Также лучше, чем в 2009 г., выглядит ситуация и с обслуживанием долга – коэффициент покрытия процентных платежей вырос до 20. Исходя из темпов роста выручки и стабильных показателей рентабельности по EBITDA дальнейшее увеличение обязательств может в краткосрочной перспективе вызвать рост долговой нагрузки до 1,2–1,3. Однако мы ожидаем, что по итогам 2011 г. она снизится до 1,1 и останется на этом уровне в ближайшие годы.

**Облигации привлекательны.** В обращении находятся четыре выпуска облигаций эмитента на общую сумму 38 млрд руб. Наиболее ликвидные из них – Газпром нефть 03 (YTP 6,47%) и Газпром нефть БО-5 (YTM 7,32%), предлагающие премию в размере 110–115 б.п. к кривой ОФЗ и торгующиеся выше схожих по дюрации выпусков Газпрома примерно на 50 б.п. Недавно размещенные выпуски Газпром нефть 08,09 и 10 еще не вышли на вторичный рынок, но исходя из ставок купонов их премия к кривой ОФЗ составляет около 115–120 б.п. Бумаги Газпром нефти выглядят достаточно привлекательно и отличаются хорошим соотношением цены и качества, особенно с учетом того, что НОВАТЭК (BBB-/Baа3/BBB), имеющий схожие рейтинги и существенно ступающий эмитенту по масштабам бизнеса, котируется с дисконтом в доходности в размере порядка 30 б.п. к бумагам эмитента. К тому же на кривой уже обращающихся выпусков Газпром нефти лежат некоторые выпуски МТС (BB/Ba2/BB+).

# 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 Мырсыкова, 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, grinkrug@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