


ГАЗПРОМБАНК

Газпром: по-прежнему лучшее кредитное качество на рынке

Рейтинги

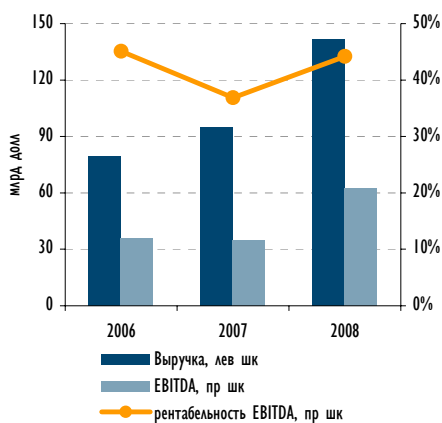
S&P	BBB
Moody's	Baa1
Fitch	BBB

Условия выпуска

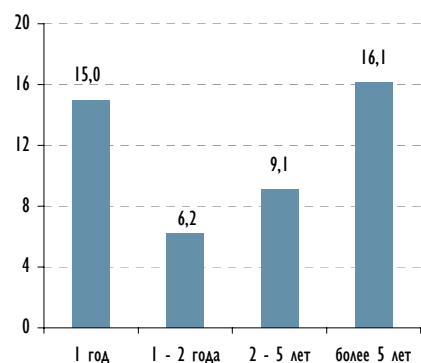
Эмитент	Газпром-11
Объем, млрд руб.	5
Погашение	2014 г.
Оферта	2 года
Ориентир по купону	13,75%-14%
Организаторы	Газпромбанк, Citі

Условия выпуска

Эмитент	Газпром-13
Объем, млрд руб.	10
Погашение	2012 г.
Оферта	1 год
Ориентир по купону	13,25%-13,5%
Организаторы	Газпромбанк, Citі

Динамика выручки и прибыли, 2006 – 2008 гг.


Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

График погашения долга, млрд дол., 31/12/2008


Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

До конца июня Газпром планирует разместить на рынке два выпуска рублевых облигаций общим объемом 15 млрд рублей. Мы полагаем, что, несмотря на снижение продаж и цен на газ на европейском рынке, Газпром остается «заемщиком номер 1» в России с точки зрения кредитного качества. Во-первых, масштаб потенциального снижения генерируемых денежных потоков не несет в себе критических рисков с точки зрения способности компании исполнять свои обязательства по долгам. Во-вторых, мы полагаем, что Газпром имеет массу возможностей для рефинансирования существующего долга, что также заметно снижает возможные риски ликвидности.

► **Финансы: отличные результаты 2008 года, но ухудшение продаж проявит себя в данных за 1П2009.** Газпром показал высокие финансовые результаты в прошлом году в основном благодаря заметному росту средней цены экспортных контрактов: выручка в долларах прибавила 49% к уровню прошлого года, рентабельность EBITDA выросла с 37% до 44%.

Стоит отметить, что результаты прошлого года дают несколько устаревшую картину финансового состояния Газпрома. Произшедшее сокращение продаж и цен реализации газа на европейском рынке, которое мы подробнее рассматриваем ниже, очевидно, найдет отражение в данных за первый – второй кварталы текущего года.

► **Умеренная долговая нагрузка, риски ликвидности – под контролем.** Долговая нагрузка Газпрома в целом не вызывает у нас опасений. По итогам прошлого года в терминах Долг/EBITDA кредитное плечо сократилось с 1,4х до 0,9х, в том числе за счет деконсолидации Газпромбанка из отчетности Группы Газпром: в абсолютном выражении задолженность составила около 46,5 млрд дол., в том числе 15 млрд дол. – краткосрочная часть.

После отчетной даты кредитный портфель вновь увеличился – согласно комментариям к отчетности, в январе – апреле Группа привлекла почти 9,9 млрд дол. (в том числе крупнейшие привлечения – выпуск еврооблигаций на 2,25 млрд дол. с погашением в 2019 году и кредит Сбербанка на 3 млрд дол. с погашением в 2014 г.). Заемные средства понесли, прежде всего, для финансирования новых приобретений: в апреле Газпром исполнил опцион на покупку у итальянской ENI 20% акций Газпром нефти за 4,1 млрд дол., а сама Газпром нефть в феврале закрыла сделку по приобретению 51% сербской NIS (400 млн евро). Кроме того, в феврале Газпром приобрел 12,5% акций ОАО «Белтрансгаз» (625 млн дол.). Еще одной крупной сделкой в ближайшее время должно стать приобретение Газпромом у ENI 51% компании Север-Энергия – по данным СМИ, сумма сделки составляет 1,5 млрд дол.

В целом увеличение долга, на наш взгляд, не критично для Газпрома, тем более учитывая тот факт, что в основном компания привлекала долгосрочные ресурсы. По оценкам менеджмента, озвученным в ходе недавней пресс-конференции о финансово-экономической политике (25/06/2009), целевое соотношение Долг/EBITDA на конец 2009 года с учетом ожидаемого снижения собственных денежных потоков составляет 2х.

Исполнение обязательств по короткому долгу, на наш взгляд, не составит проблем для Газпрома. Хотя собственного денежного потока в этом году может не хватить для финансирования всех погашений, инвестиционной программы и приобретения активов (утвержденный прогноз по капитальным затратам составляет 637 млрд рублей, но, по комментариям представителей компании, сумма может быть сокращена на 30%), мы не сомневаемся в способности компании рефинансировать долг за счет привлечения новых заемных ресурсов на выгодных условиях, подтверждением чему можно считать уже осуществленные в первом квартале сделки. В апреле Газпром стал первым российским заемщиком, вышедшим на публичный долговой рынок.

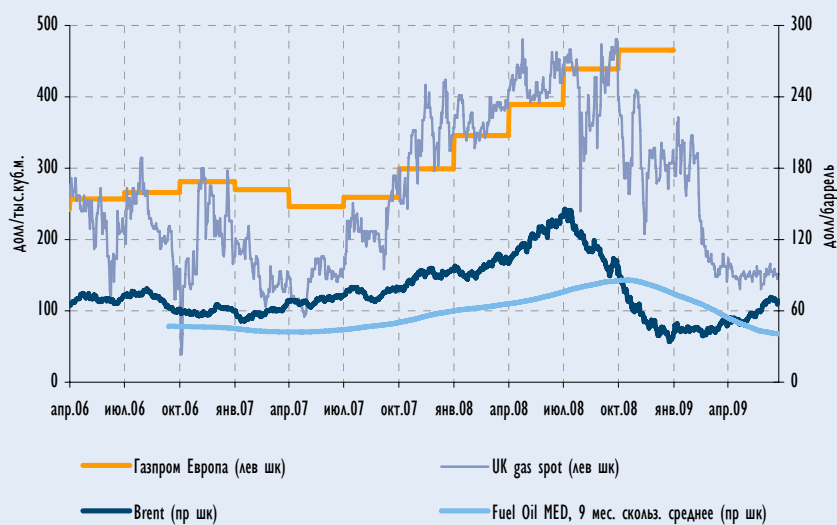
► В пользу наличия существенного потенциала привлечения новых кредитных ресурсов, в частности, говорит и довольно небольшая доля дол-



га, обеспеченного поступлениями от экспортной выручки – 2,2% от общего кредитного портфеля на конец прошлого года (против 10% в 2005 г. и почти 100% в 1999 г.). Поступления по экспортным контрактам представляют собой внушительную залоговую базу, которую компания потенциально может использовать в случае необходимости – хотя текущая конъюнктура финансовых рынков, на наш взгляд, позволяет Газпрому занимать без использования обеспечения.

- ▶ **Операционные результаты: временные трудности в первом полугодии...** 4-й кв. 2008 г. – 1П2009 г. стал непростым периодом для Газпрома: компания столкнулась с падением спроса на газ на ключевых рынках сбыта и снижением продаж. В частности, в четвертом квартале добыча газа сократилась на 5,9% к аналогичному периоду прошлого года (до 138 млрд куб. м), объемы реализации газа снизились на 8,7%, в том числе на 9,1% - в России и на 12,3% - на европейском рынке. Экспорт газа в Европу является ключевым бизнесом для компании, формирующим значительную часть выручки. В первом полугодии текущего года динамика операционных показателей еще ухудшилась – по данным отраслевых источников (Нефтяная Торговля) за первые пять месяцев добыча газа сократилась на 23% к аналогичному периоду прошлого года.
- ▶ **...лишь отчасти объясняются снижением потребления.** Падение продаж лишь отчасти объясняется «фундаментальными» причинами – глобальным замедлением экономической активности и, как следствие, меньшим уровнем потребления. По данным МЭА, в 4-м кв. 2008 г. и 1-м кв. 2009 г. потребление газа в Европе снизилось на 8,4% и 5,6% (год к году), тогда как импорт топлива в регион за эти два квартала упал почти на 20%, а продажи Газпрома в первом полугодии на рынке сократились на 40% (год к году). В существенной степени снижение реализации на экспортных рынках стало следствием возникшей разницы в стоимости российского газа и альтернативных источников голубого топлива.

Средние цены европейских контрактов Газпрома, цены на нефтепродукты и спот-цены на газ



Источник: данные Компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Газпром продает газ в Европе на основе долгосрочных контрактов, цены которых привязаны к ценам на нефтепродукты с лагом в 6–9 месяцев. Как следствие, в четвертом квартале, несмотря на довольно существенное снижение цен на нефть, средняя цена реализации Газпрома в Европе выросла – притом, что стоимость голубого топлива на европейском спотовом рынке начала снижаться. По последним комментариям представителей Газпрома (в частности, главы Газпром экспорта Александра Медведева), европейские потребители в 4-м кв. 2008 г. – 1-м кв. 2009 г. оптимизировали закупки сырья, стараясь по максимуму заместить российский газ газом из подземных хранилищ. Кроме того, в общей структуре потребления увеличилась доля сырья, купленного на спотовом рынке, а также норвежского газа, контрактные цены которого в гораздо большей степени привязаны к спот-ценам.



Также определенный вклад в снижение продаж внес и очередной виток «газового кризиса» на Украине, нарушивший график поставок в январе текущего года.

- ▶ **Во втором полугодии ситуация существенно улучшится.** Согласно ожиданиям менеджмента, для Газпрома оно должно стать существенно лучше первого, главным образом, за счет следующих факторов:
 - ▶ Сокращение спреда цен, заложенных в европейских контрактах Газпрома, и цен реализации основных конкурентов, по мере учета в формуле произошедшего в 3-м – 4-м кварталах прошлого года падения стоимости нефтепродуктов;
 - ▶ Необходимость восполнения «потраченных» в начале года запасов газа в ПХГ по мере приближения нового отопительного сезона;
 - ▶ Стремление европейских потребителей выйти на минимальный уровень, заложенный в контрактах «take-or-pay» (последнее условие является общим для большинства долгосрочных экспортных контрактов Газпрома).

По оценкам компании, средняя цена реализации газа в Европе в этом году составит 280 долл. за тыс. куб. м (средняя цена в 2008 году – 407 долл. за тыс. куб. м), при этом объем продаж на европейском рынке ожидается на уровне 142,1 млрд кубометров (снижение на 23% к уровню прошлого года) а выручка от данного направления – 39,5 млрд долл. (в 2008 году – около 75 млрд долл.).

Стоит отметить, что, помимо ожидаемого улучшения ситуации с продажами в Европе, определенный вклад в улучшение операционных показателей может внести и рост закупок газа странами СНГ, в частности, Украиной, после снижения с 1 июля контрактной цены (в 2009 году определяется по «европейской» формуле со скидкой 20%).

Газпром: основные операционные и финансовые показатели

	2008	Рост, %	2007	Рост, %	2006	
Производственные показатели:						
Доказанные и вероятные запасы углеводородов, SPE, млрд барр. н.э.	140,2	2,7%	136,5	0,6%	135,7	
Добыча газа, млрд куб. м.	549,7	0,2%	548,6	-1,3%	556,0	
Добыча нефти и конденсата, млн тонн	42,9	-5,3%	45,3	-0,2%	45,4	
Продажа газа, млрд куб. м., в т.ч.	573,1	0,2%	572,0	-1,2%	578,8	
	Россия	292,2	-4,8%	307,0	-2,9%	316,3
	СНГ	96,5	0,0%	96,5	-4,5%	101,0
	Европа и другие страны	184,4	9,4%	168,5	4,3%	161,5
Финансовые показатели:						
Выручка, млн долл.	141 471	49,2%	94 836	19,6%	79 310	
ЕБИТДА, млн долл.	62 486	78,8%	34 951	-2,2%	35 747	
Рентабельность ЕБИТДА	44%	+7 п.п.	37%	-8 п.п.	45%	
Финансовый долг, млн долл., в т.ч.	46 481	-24,5%	61 537	50,2%	40 982	
	Краткосрочный	15 000	-29,9%	21 410	43,2%	14 947
	Долгосрочный	31 482	-22,9%	40 856	56,9%	26 035
Денежные средства, млн долл.	11 703	2,9%	11 371	11,2%	10 225	
Долг / ЕБИТДА*	0,9		1,7		1,1	
Операционный денежный поток, млн долл.	40 868	74,5%	23 423	16,8%	20 051	
Капитальные затраты, млн долл.	28 733	35,1%	21 267	30,9%	16 252	

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка
*Рассчитано на основе данных отчетности в рублях

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
Яков Яковлев+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Степан Чугров+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 21789
Stepan.Chyugrov@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков****директор**
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Трейдинг****Александр Семенников**
+7 (495) 988 2373
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru**Илья Ремизов**+7 (495) 983 1880
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988-24-11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**+7 (495) 428 49 80
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упомянутые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.