



ОАО «Газпром»: на острие успеха

Аналитический обзор к размещению облигаций серии АЗ

Екатерина Матвеева

СОДЕРЖАНИЕ

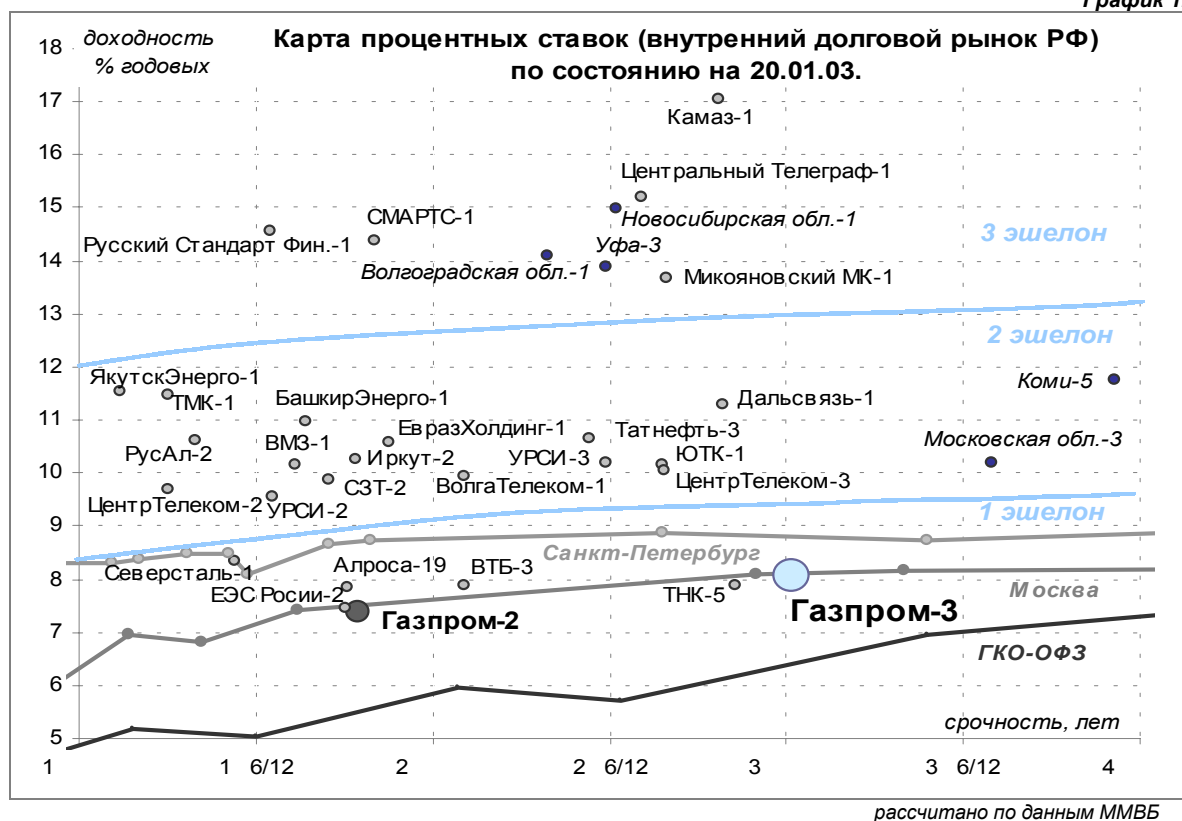
ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ОАО «ГАЗПРОМ»	3
ВНУТРЕННИЙ РЫНОК	3
ОБЛИГАЦИИ	3
ВЕКСЕЛЯ	7
ВНЕШНИЙ РЫНОК	8
РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ОАО «ГАЗПРОМ» СЕРИИ АЗ	11
Анализ доходности облигаций ОАО «Газпром» серии АЗ для нерезидентов	13
КРЕДИТНЫЙ РИСК ОАО «ГАЗПРОМ»: В ПИКЕ К ИНВЕСТИЦИОННОМУ УРОВНЮ	15
ОСНОВНЫЕ УСПЕХИ ОАО «ГАЗПРОМ» В 2003 ГОДУ	15
ТЕНДЕНЦИИ В ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	16
ДОБЫЧА ГАЗА.	16
ТАРИФЫ НА ГАЗ В РФ	18
АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОАО «ГАЗПРОМ»	18
ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ ОАО «ГАЗПРОМ» В 2004 ГОДУ	24
ДОБЫЧА ГАЗА	24
ТРАНСПОРТИРОВКА ГАЗА	25
СЕРИАЛ: СОЗДАНИЕ СП В БЕЛАРУСИ НА БАЗЕ ОАО «БЕЛТРАНСГАЗ»	25
СОЗДАНИЕ РОССИЙСКО-УКРАИНСКОГО КОНСОРЦИУМА ПО УПРАВЛЕНИЮ ГАЗОТРАНСПОРТНОЙ СИСТЕМОЙ УКРАИНЫ	26
ВЫПОЛНЕНИЕ ПРОФИЦИТНОГО БЮДЖЕТА-2004	27
P. S.	28
КОНТАКТЫ В ОАО «ПСБ»	29

ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ОАО «ГАЗПРОМ»

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Облигации

График 1.



Размещенный в самом конце 2002 года второй выпуск облигаций Газпрома на абсолютно «законных» основаниях стал в прошлом году ключевой бумагой среди российских корпоративных облигаций – как по уровню доходности, так и по ликвидности.

Благодаря хорошим финансовым показателям, масштабам деятельности и тому факту, что государство вновь имеет в управлении контрольный пакет акций газовой монополии, а также максимальной ликвидности среди всех внутренних облигационных займов предприятий процентные ставки по бумагам второго выпуска облигаций Газпрома являлись и, скорее всего, будут являться минимальным уровнем стоимости ресурсов на рынке для корпоративных заемщиков.

Определение доходности всех корпоративных облигаций соответствующей срочности при размещении вне зависимости от отраслевой принадлежности базируется на уровне спреда к ставке по Газпрому-2 исходя из степени дополнительного кредитного риска и риска ликвидности.

За 2003 год на выпуск Газпром-2 пришлось порядка 9% совокупного оборота по корпоративным облигациям на ММВБ (включая РПС – режим переговорных сделок). Это максимальная доля среди всех обращавшихся выпусков.

Объемы торгов внебиржевого рынка, которые проводятся через НДЦ, не учитываются, так как их достаточно сложно оценить, поскольку к концу 2003 года вне биржи в основном проводились лишь сделки репо с корпоративными облигациями.

Правда, в течение года доля оборотов, приходящаяся на облигации Газпрома, постепенно снижалась за счет бурного роста объема рынка корпоративных облигаций в целом (в частности, значительно повлияла на это активная экспансия на рынок облигаций телекоммуникационных компаний). Но при этом обороты ноября и декабря прошлого года не слишком показательны, так как существенная часть сделок приходилась на последние дни этих месяцев и проводилась зачастую с неликвидными бумагами с целью корректировки балансов банков.

График 2.



* доля дневного оборота Газпром-2 в обороте вторичного рынка корпоративных облигаций сглажена экспоненциальной скользящей средней, коэффициент сглаживания - 0,15

Таблица 1.

месяц	объем торгов на вторичном рынке корпоративных облигаций, млн. руб.	объем торгов Газпром-2, млн. руб.	объем торгов Газпром-2, в % к обороту рынка
Январь 04	17 119	1 434	8,4%
Декабрь 03	30 932	1 367	4,4%
Ноябрь 03	23 077	932	4,0%
Октябрь 03	29 168	2 506	8,6%
Сентябрь 03	26 855	1 602	6,0%
Август 03	16 755	899	5,4%
Июль 03	20 873	2 110	10,1%
Июнь 03	22 478	2 501	11,1%
Май 03	16 183	1 741	10,8%
Апрель 03	22 039	2 660	12,1%
Март 03	17 833	3 947	22,1%
Февраль 03	16 036	2 332	14,5%
Январь 03	9 463	1 141	12,1%

рассчитано по данным ММВБ

Динамика доходности облигаций Газпром-2 в основном повторяет колебания процентных ставок по государственным облигациям и в свою очередь задает движение цен остальных корпоративных бумаг.

Таблица 2.

облигации	доходность, в годовых	спред к облигациям Газпрома на 05.01.03	доходность, в годовых	спред к облигациям Газпрома на 21.01.04
ОФЗ 27018	13,20%	-170 б.п.	4,70%	-250 б.п.
МГор-24	14,30%	-60 б.п.	7,40%	17 б.п.
Газпром-2	14,75%	-	7,23%	-
ЕЭС России-2	14,19%	-56 б.п.	7,62%	39 б.п.
Уралсвязинформ-2	17,30%	255 б.п.	9,52%	229 б.п.
Алроса-19	14,47%	-28 б.п.	7,75%	52 б.п.

рассчитано по данным ММВБ

Наиболее ликвидные средне- и долгосрочные облигации (на 20.01.04).
Таблица 3.

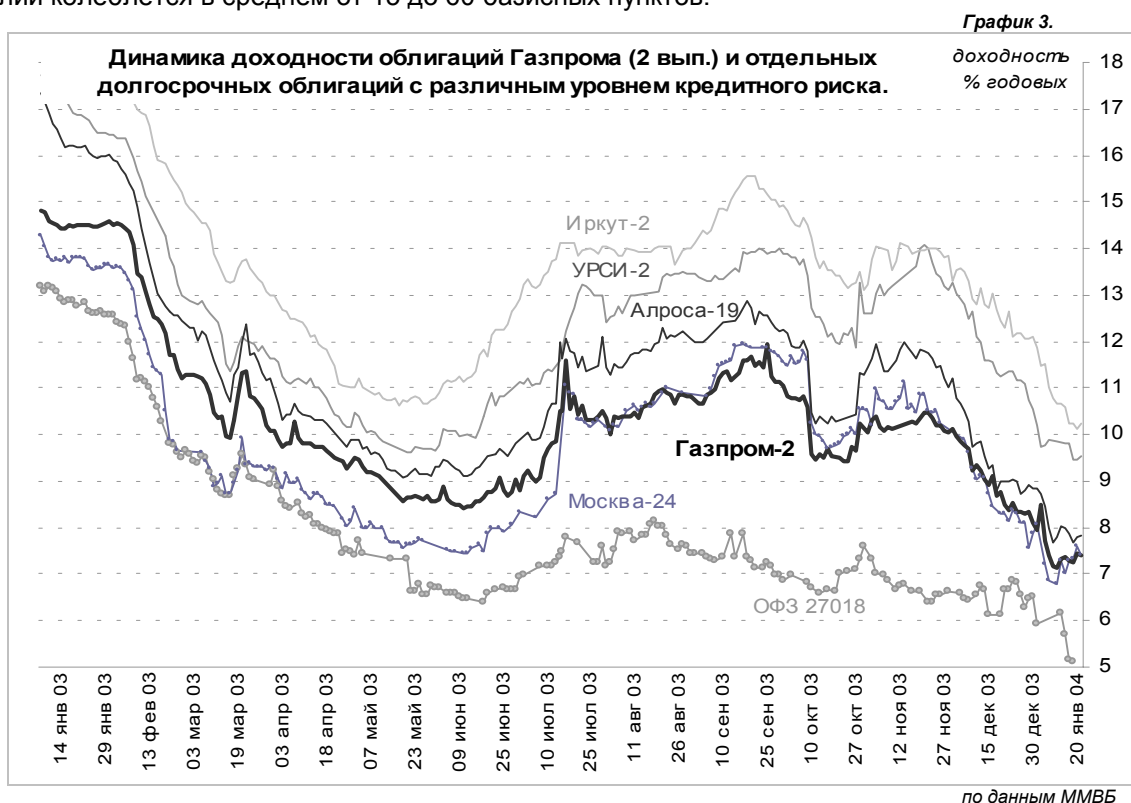
выпуск	объем эмиссии млрд. руб.	срочность, лет	доходность по средневзв., %	отрасль
государственные облигации				
ОФЗ 45002	9,2	2 6/12	5,70	-
ОФЗ 46001	32,5	4 8/12	7,68	-
ОФЗ 46002	29	8 7/12	7,87	-
муниципальные облигации				
Москва-33	4	1 4/12	6,80	-
СПб 25020	0,3	1 5/12	8,48	-
Москва-24	3	1 7/12	7,41	-
СПб 25031	0,35	1 10/12	8,73	-
Волгоградск. обл.-1	0,4	2 4/12	14,09	-
Уфа-3	0,4	2 6/12	13,88	-
Новосибирск. обл.-1	1,5	2 6/12	14,98	-
Москва-27	4	2 11/12	8,09	-
Москва-31	5	3 4/12	8,15	-
СПб 25033	0,35	3 5/12	8,72	-
Московск. обл.-3	4	3 7/12	10,18	-
Коми-5	0,5	3 11/12	11,75	-
корпоративные облигации				
ЦентрТелеком-2	0,6	1 3/12	9,68	телекоммуникации
РусАл-2	5	1 4/12*	10,6*	цветная металлургия
Северсталь-1	3	1 5/12*	8,34*	черная металлургия
Русск. Ст.-Фин.-1	0,5	1 6/12	14,54	холдинг
УРСИ-2	1	1 7/12	9,55	телекоммуникации
Выксунский МЗ-1	1	1 7/12	10,14	черная металлургия
БашкирЭнерго-1	0,5	1 8/12	10,97	энергетика
СЗ Телеком-2	1,5	1 9/12*	9,88*	телекоммуникации
ЕЭС России-2	3	1 9/12	7,47	энергетика
Алроса-19	3	1 9/12	7,83	алмазная промышленность
Иркут-2	1,5	1 9/12	10,24	приборостроение
Газпром-2	5	1 9/12	7,39	газовая промышленность
СМАРТС-1	0,275	1 10/12	14,38	телекоммуникации
ЕвразХолдинг-1	1	1 11/12*	10,58*	черная металлургия
ВолгаТелеком-1	1	2 1/12	9,92	телекоммуникации
ВнешТоргБанк-3	2	2 1/12	7,88	банки
Татнефть-3	1,5	2 5/12	10,66	нефтяной комплекс
УРСИ-3	3	2 6/12	10,19	телекоммуникации
Центр. Телеграф-1	0,5	2 7/12	15,19	телеграфная связь
ЦентрТелеком-3	2	2 8/12	10,04	телекоммуникации
ЮТК-1	1,5	2 8/12	10,13	телекоммуникации
Микояновский МК-1	1	2 8/12*	13,66*	мясная промышленность
Камаз-1	1,2	2 10/12	17,03	автомобильная промышленность
Дальсвязь-1	1	2 10/12*	11,27*	телекоммуникации
ТНК-5	3	2 10/12	7,88	нефтяной комплекс

* - срочность, доходность корпоративных облигаций рассчитаны к дате ближайшей оферты
источник: данные СПББ, ММВБ, собственные расчеты

Увеличение спреда доходности Газпрома-2 к ставкам по ОФЗ за прошлый год проходило в рамках тенденции, характерной для всех корпоративных облигаций. Дело в том, что периодические расхождения в темпах изменения процентных ставок по ОФЗ и корпоративным облигациям (в том числе по Газпрому-2) объясняются зачастую «нерыночным» ценообразованием по государственным облигациям, номинированным в рублях, из-за вынужденного чрезмерного спроса на них со стороны Пенсионного фонда РФ, Сбербанка и страховых компаний. Так, несправедливость спреда Газпром-2 к государственным рублевым облигациям можно подтвердить и слишком существенной разницей по сравнению со спредами

по еврооблигациям Газпрома и государства (которые не превышают сейчас 100-110 б.п.). Причем даже если принимать во внимание тот факт, что ставки по облигациям в рублях в принципе выше, чем в валюте, все равно имеет место несколько чрезмерный дифференциал спредов и в относительном выражении. Так, доходность ОФЗ (соответствующей срочности и дюрации) в последнее время меньше, чем по займу Газпром-2 примерно на 35-40%, а ставки по суверенным еврооблигациям только на 15-20%, чем по евробондам газовой монополии.

Следует отметить при этом, что **за 2003 год облигации Газпром-2 опередили по темпам снижения доходности практически все облигации примерно соответствующей срочности**, что привело к падению спреда по бумагам газовой монополии в отрицательную область. Доходность таких облигаций первого эшелона, как ЕЭС России-2, Алроса-19 и т.д. в начале прошлого года была ниже, чем по займу Газпрома, а на текущий момент облигации Газпром-2 лидируют в снижении ставок среди корпоративных бумаг, в результате чего спред остальных «benchmarks» рынка к обращающемуся займу газовой монополии колеблется в среднем от 15 до 60 базисных пунктов.



В 2004 году (причем уже в ближайшее время), скорее всего, произойдет сокращение спреда между доходностью облигаций Газпрома и государственных выпусков облигаций, который увеличился во второй половине прошлого года из-за падения ставок по ОФЗ до отрицательной реальной доходности в 6-7% годовых (!), в связи с дальнейшим улучшением кредитоспособности Газпрома и снижения кредитных рисков по его обязательствам практически к государственному уровню.

За последние месяцы отношение инвесторов к оценке облигаций Газпрома и требуемой норме доходности по ним менялось, в том числе из-за качественного улучшения контроля государства как основного акционера за деятельностью компании.

В совокупности с ожиданиями дальнейшего общего снижения ставок по рублевым обязательствам, правда, по темпам гораздо более скромного, чем в 2003-м, можно предполагать **падение доходности по второму выпуску облигаций Газпрома в течение первого квартала этого года до 6,3%-6,5% годовых.**

Затем практически неизбежна коррекция из-за фиксации прибыли и возможного появления опасений некоторого ухудшения макроэкономической ситуации в РФ (например, вследствие снижения стоимости нефти с текущих чрезмерно высоких для потребителей уровней). Однако по итогам года мы ожидаем снижения ставок по рублевым корпоративным облигациям по сравнению с уровнями конца 2003 года в среднем не менее чем на 1-3% годовых.

Падение доходности же по Газпрому-2 будет опережать среднерыночные тенденции, в том числе в связи с переходом этой бумаги во второй половине этого года в другой класс срочности (менее 1 года) и использованием этих облигаций широким кругом инвесторов (в том числе страховыми компаниями, частными пенсионными фондами) как safe haven среди российских корпоративных облигаций (фактически в роли базового безрискового инструмента), так как статус бумаг газового монополиста будет стремиться и дальше к «квазигосударственному».

Векселя

От былого величия рынка векселей Газпрома к настоящему времени практически не осталось и следа. Если еще год назад векселя газовой монополии занимали по объему до 50-60% всего ликвидного рынка (так называемых финансовых векселей, которые своевременно погашаются деньгами), то по состоянию на январь 2004 года в обращении остались преимущественно совсем краткосрочные и полугодовые векселя, которые большинство участников рынка желают купить, а вот желающих продать на «досках» внебиржевых вексельных систем можно сосчитать, как правило, на пальцах одной руки.

Вексельные индексы, рассчитываемые компанией «Регион» - одним из крупнейших операторов рынка векселей (которые наиболее полно отражают ситуацию на рынке), на середину января давали следующую картину: среди векселей срочностью около месяца бумаги Газпрома экспертно занимают не более 10% рынка, а среди шестимесечных векселей – около 5%. В индексах с другой срочностью обязательства Газпрома просто отсутствуют, что вполне отражает текущий дефицит предложения этих векселей.

Газпром, наконец, выполнил свои многочисленные обещания сократить вексельную программу и тем самым снизить процентные расходы.

По головной компании размер выпущенных в обращение векселей за 9 месяцев 2003 года сократился:

	на 01.01.03		на 01.10.03		изменение (в руб.)
Долгосрочные векселя	8 763 млн. руб.	\$276 млн.	1 286 млн. руб.	\$44 млн.	-85,3%
Краткосрочные векселя	23 339 млн. руб.	\$734 млн.	12 995 млн. руб.	\$441 млн.	-44,3%
Всего векселей	32 102 млн. руб.	\$1 010 млн.	14 281 млн. руб.	\$485 млн.	-55,5%

по консолидированной отчетности холдинга в целом вексельная задолженность составила:

	на 01.01.03		на 01.07.03		изменение (в руб.)
Долгосрочные векселя	20 218 млн. руб.	\$636 млн.	12 612 млн. руб.	\$415 млн.	-37,6%
Краткосрочные векселя	41 384 млн. руб.	\$1 302 млн.	36 465 млн. руб.	\$1 202 млн.	-11,9%
Всего векселей	61 602 млн. руб.	\$1 938 млн.	49 077 млн. руб.	\$1 618 млн.	-20,3%

По итогам 2003 года размер векселей непосредственно по ОАО «Газпром», по оценкам, снизился примерно на 70-80%, по холдингу в целом – на 45-50%.

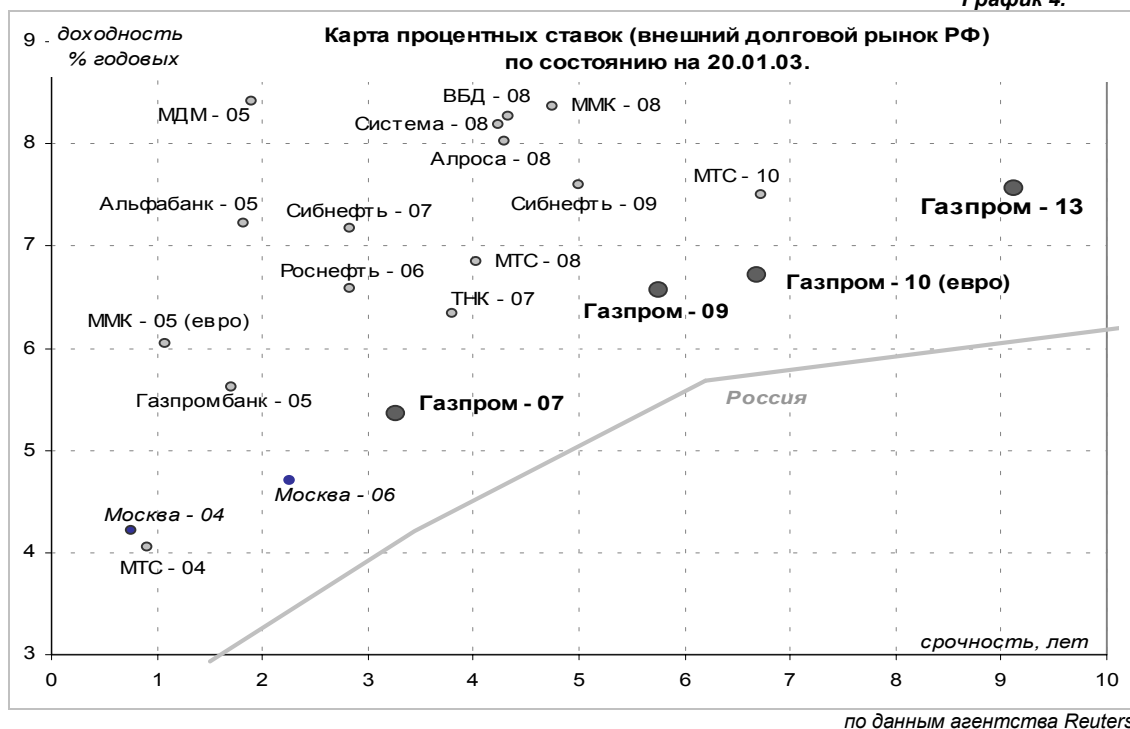
Наиболее эффективно отказ от вексельных схем проходит, разумеется, в головной компании, в то время как в бесчисленных дочерних структурах Газпрома изменение годами сложившейся практики работы с векселями (зачетные схемы и т.п.) происходит более сложно.

И тем не менее, изменения впечатляющие. И хотя доходность векселей газовой монополии снизилась практически также кардинально, как и облигаций (например, векселя срочностью 6 месяцев сейчас стоят в среднем 6-6,5% годовых, а раритетные годовые векселя – порядка 7% годовых, в то время как в начале прошлого года их доходность была выше более чем в два раза), Газпром не намерен использовать этот источник финансирования в будущем.

Поэтому, в соответствии с оптимистичными планами компании вообще свернуть вексельную программу к концу 2004 года, наиболее вероятно, что и ликвидный рынок векселей Газпрома как таковой к концу года исчезнет. Инвесторам будет предложен взамен более цивилизованный инструмент – облигации.

ВНЕШНИЙ РЫНОК

График 4.



В 2003 году Газпром разместил два выпуска еврооблигаций, при этом установив очередной рекорд по размеру выпуска среди российских корпоративных заемщиков. Надо отметить, что оба размещения проходили при существенном превышении спроса на бумаги по сравнению с объемом предложения.

В середине января журнал «International Financial Review» присудил Газпрому премии за лучший еврооблигационный выпуск 2003 года в номинациях «Облигации развивающихся рынков» (Emerging Market Bond) и «Облигации рынков Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки» (EEMEA Bond). Премии присуждены за размещение десятилетних еврооблигаций серии 144A в объеме \$1,75 млрд. с доходностью 9,625% годовых, которые купили более 400 инвесторов из США, стран Европы и Азии, а спрос при размещении превысил \$6,5 млрд.

График 5.



На текущий момент четыре займа Газпрома формируют минимальную (базовую) кривую доходности для отечественных компаний на внешнем долговом рынке.

Спред доходности еврооблигаций Газпрома к процентным ставкам суверенных бумаг РФ сократился по состоянию на начало 2004 года до уровня 95-110 базисных пунктов.

Если доходность еврооблигаций России за 2003-й год снизилась в среднем на 20%, то процентные ставки по еврооблигациям Газпрома упали на 30-32% за тот же период - инвесторы оценили финансовые результаты прошлого года газовой монополии, резкое сокращение краткосрочных долгов, рост выручки и прибыли, масштабные инвестиции.

Следует отметить, что рынок, как правило, опережает в своих оценках и более точно отражает кредитоспособность заемщиков, чем крупнейшие мировые рейтинговые агентства.

Так, доходность еврооблигаций Минфина РФ уже в конце мая 2003 года упала до уровней доходности по бумагам Мексики, имевшей первую ступень инвестиционного рейтинга от S&P и вторую – от Moody's, в то время как Moody's повысило суверенный рейтинг РФ до инвестиционной отметки (до Baa3, скакнув сразу через две ступени) только 8 октября 2003 года, а агентство S&P вообще пока не пересматривало рейтинг РФ (BB).

Аналогично, процентные ставки по еврооблигациям Газпрома сейчас существенно меньше, чем у многих крупных компаний развивающихся стран с тем же уровнем рейтинга, т.е. **инвесторы считают рейтинги Газпрома (BB- по S&P, BB по Fitch) заниженными и ожидают их пересмотра в ближайшем будущем.**

Но при этом страновой риск обеспечивает сохранение спреда доходности еврооблигаций и РФ, и Газпрома к средним процентным ставкам по займам крупных американских корпораций с минимальным инвестиционным рейтингом на уровне порядка 200 базисных пунктов.

Таблица 5.

Облигации:	казначейства США	американских корпораций с рейтингом AAA	американских корпораций с рейтингом BBB	Минфина РФ	Газпром-09
Доходность (в USD)	3,1% годовых	3,6% годовых	4,5-5% годовых	5,7% годовых	6,6% годовых

срочность облигаций - около 6 лет, данные по доходности на 21.01.04

Справочно.

Верхняя часть рейтинговой шкалы для облигаций трех крупнейших агентств США.

Таблица 6.

Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Уровень кредитной надежности
Инвестиционные уровни			
AAA	Aaa	AAA	Максимальный уровень
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	Очень высокий уровень
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	Уровень выше среднего, инвестиции надежны
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	Средний уровень, некоторая неопределенность
BBB-	Baa3	BBB-	
«Не инвестиционные» уровни (спекулятивные, рискованные обязательства)			
BB+	Ba1	BB+	Посредственный уровень, довольно высокая неопределенность
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
ВВ	Вb1	ВВ	Посредственный уровень, довольно высокая неопределенность
ВВ	Вb2	ВВ	
ВВ-	Вb3	ВВ-	
ВВ	Вb1	ВВ	Посредственный уровень, довольно высокая неопределенность
ВВ	Вb2	ВВ	
ВВ-	Вb3	ВВ-	

В текущем году Газпром еще больше увеличит свое присутствие на рынке еврооблигаций, упрочив и без того свое единоличное лидерство по ликвидности среди еврооблигационных займов российских предприятий и банков.

Объем заимствований в 2004 году по последнему проекту бюджета Газпрома составляет 150 млрд. руб. или около \$5,4 млрд. Львиная доля из этой суммы будет профинансирована за счет заимствований на внешнем рынке, в частности в рамках оставшихся 4 млрд. евро по программе среднесрочных заимствований, первый транш которой был размещен в конце сентября 2003 года.

Причем можно отметить, что в рамках этой программы Газпром получил возможность выходить на рынок практически моментально по мере необходимости, так как уже не нужна масштабная работа по подготовке займов (документация и т.п.). Поэтому учитывая, что минимальные ставки на рынке евробондов ожидаются в первом квартале (первом полугодии 2004 года), скорее всего, новые еврооблигации Газпрома появятся уже в ближайшее время. При этом, благодаря прогнозам углубления финансовых успехов газовой монополии прошлого года в текущем году (за счет более высоких цен на газ и более низкой долговой нагрузки), **Газпром может смело рассчитывать в ближайшие месяцы на дальнейшее сокращение спреда по доходности своих облигаций к процентным ставкам суверенных еврооблигаций РФ в среднем до уровня 60-80 базисных пунктов.**

Рынок российских еврооблигационных займов на 20.01.04.

Таблица 7.

выпуск	объем эмиссии, млн. долл./евро	срочность, лет	доходность по котировкам спроса, % годовых	отрасль
еврооблигации России				
РФ 2004 (евро)	1 023	2/12	3,38	-
РФ 2005 (евро)	639	1 2/12	3,44	-
РФ 2005	2 969	1 6/12	2,93	-
ОГВВЗ 6 транш	1 750	2 4/12	3,67	-
РФ 2007	2 400	3 5/12	4,22	-
ОГВВЗ 8 транш	865	3 10/12	4,90	-
ОГВВЗ 5 транш	2 707	4 4/12	5,22	-
РФ 2010	2 820	6 2/12	5,68	-
ОГВВЗ 7 транш	1 750	7 4/12	6,10	-
РФ 2018	3 466	14 6/12	6,77	-
РФ 2028	2 500	24 5/12	7,14	-
РФ 2030	18 336	26 3/12	6,97	-
муниципальные и корпоративные еврооблигации				
Москва 2004 (евро)	350	9/12	4,21	-
МТС 2004	300	11/12	4,05	сотовая связь
ММК 2005 (евро)	100	1 1/12	6,03	черная металлургия
Газпромбанк 2005	250	1 8/12	5,62	банки
Альфабанк 2005	175	1 10/12	7,22	банки
МДМ 2005	125	1 11/12	8,41	банки
Москва 2006 (евро)	400	2 3/12	4,71	-
Роснефть 2006	150	2 10/12	6,58	нефтяной комплекс
Сибнефть 2007	625	3 1/12	7,18	нефтяной комплекс
Газпром 2007	500	3 3/12	5,35	газовая промышленность
ТНК 2007	400	3 10/12	6,34	нефтяной комплекс
МТС 2008	400	4	6,85	сотовая связь
Система 2008	350	4 3/12	8,18	холдинг
Алроса 2008	500	4 4/12	8,02	алмазная промышленность
Вимм-Билль-Данн 2008	150	4 4/12	8,27	молочная промышленность
ММК 2008	300	4 9/12	8,36	черная металлургия
Сибнефть 2009	500	5	7,59	нефтяной комплекс
Газпром 2009	1 200	5 9/12	6,57	газовая промышленность
Газпром 2010 (евро)	1 000	6 8/12	6,72	газовая промышленность
МТС 2010	400	6 9/12	7,50	сотовая связь
Газпром 2013	1 750	9 1/12	7,56	газовая промышленность

по данным агентства Reuters

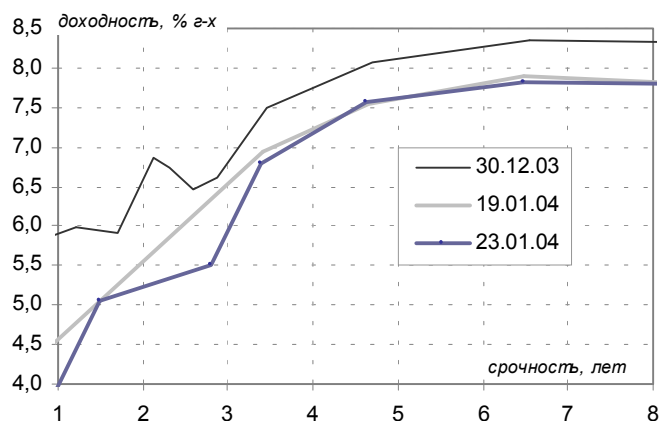
РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ОАО «ГАЗПРОМ» СЕРИИ АЗ

Размер займа	10 млрд. руб.
Срочность займа	1080 дней (3 года)
Дюрация займа	2,7 года
Купонный период	180 дней (6 месяцев)
Ставка купона	8,11% годовых
Дата размещения	3 февраля 2004 года
Место размещения/обращения	ММВБ
Организаторы	ПСБ, Ренессанс Капитал
Спред по доходности к Мгор-31 при размещении	-10-20 базисных пунктов
Спред по доходности к Газпром-2 при размещении	80-90 базисных пунктов
Вероятная доходность при размещении (на 22.01.04)	7,9-8,05% годовых

Исходя из целого ряда факторов, скорее всего, **инвесторы не получают премию в доходности на аукционе по размещению облигаций Газпрома серии АЗ** (за инвестиции на первичном рынке и отсутствие торгов по облигациям до регистрации итогов выпуска), которая при последних размещениях рублевых облигаций колебалась экспертно в среднем от 30 до 100 базисных пунктов в зависимости от уровня кредитоспособности заемщиков.

График 6.

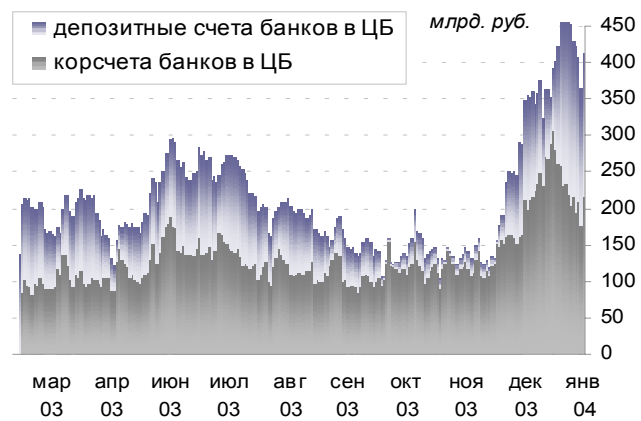
Изменение кривой доходности ОФЗ в начале 2004 года.



по данным ММВБ

График 7.

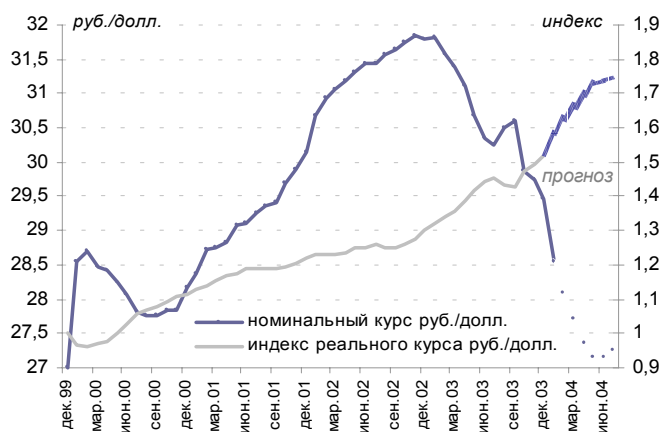
Динамика банковской ликвидности.



по данным ЦБ РФ

График 8.

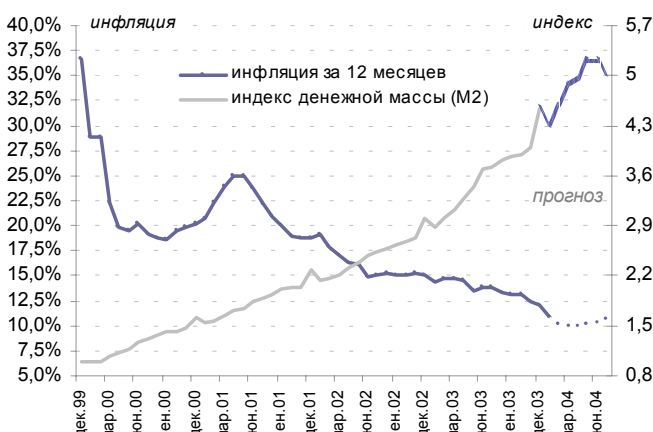
Динамика номинального и реального курса рубля к USD.



номинальный курс — на конец каждого месяца,
реальный курс руб./долл. = 100% на 31.12.99, с янв-04 — прогноз,
по данным ЦБ РФ

График 9.

Динамика денежного предложения (M2) и инфляции.



приведена среднегодовая инфляция на конец каждого месяца,
M2 = 100% на 31.12.99, с янв-04 — прогноз
по данным ЦБ РФ

Причины ожидать размещения Газпрома строго «по рынку» (если даже не чуть ниже рынка при избыточном спросе):

- рекордный размер займа, который не имеет альтернатив по уровню ликвидности;
- наименьший кредитный риск на текущий момент среди всех российских корпоративных заемщиков, который в течение этого года будет и дальше приближаться к уровню риска государства;
- максимальный за всю российскую историю избыток свободных средств в банковской системе;
- агрессивная тенденция падения ставок на рынке в целом на фоне высоких цен на нефть и темпов роста экономики, чрезмерной ликвидности, укрепления курса рубля к доллару и т.д.;
- дополнительный спрос со стороны нерезидентов – ожидается рекорд для российских бумаг по доле займа, которая будет размещена среди западных инвесторов.

Анализ спредов по доходности облигаций Газпрома

Таблица 8.

	Срочность, лет	Дюрация, лет	Доходность	Спред Газпром2 к облигациям, б.п.
ОФЗ 27018	1 8/12	1 6/12	4,29%	284
ОФЗ 27022	2 1/12	1 11/12	5,34%	179
ОФЗ 45001	2 10/12	1 10/12	5,63%	150
МГор 28	1 11/12	1 8/12	7,34%	-21
Газпром-2	1 9/12	1 7/12	7,13%	-
				Спред к ОФЗ
ОФЗ 27025	3 5/12	3	6,79%	-
МГор 31	3 4/12	2 10/12	8,12%	133
Газпром-3	3	2 8/12	8%	120-130

по данным ММВБ от 22.01.04, доходность – по средневзвешенным ценам

Спред по доходности по облигациям города Москвы с дюрацией 1 8/12 года и 2 10/12 года составляет сейчас около 80 базисных пунктов. Соответственно, учитывая, что в последнее время доходность бумаг Газпрома ниже, чем по облигациям Москвы сопоставимой срочности и дюрации, можно считать уровень спреда в 80-90 базисных пунктов между займами газовой монополии срочностью примерно 2 и 3 года наиболее адекватным. Теоретически этот спред должен быть чуть ниже, но мы учитываем необходимую минимальную премию, требуемую инвесторами на первичном рынке (за отсутствие ликвидности в течение месяца до регистрации итогов выпуска).

Спред по ОФЗ с дюрацией около двух лет и около трех лет составляет на текущий момент порядка 130 пунктов. Однако на наш взгляд, он не является «рыночным» – слишком резкое снижение доходности по государственным облигациям срочностью до двух лет в последние дни было вызвано вынужденными вложениями в безрисковые инструменты огромной избыточной ликвидности банковской системы, а также разовым скачком свободных средств у страховых компаний, вызванным массовым заключением договоров по обязательному страхованию гражданской ответственности.

Соответственно, на текущий момент исходя из доходности второго выпуска облигаций Газпрома и диапазона возможного спреда между этой ставкой и доходностью при размещении займа серии АЗ от 80 до максимально 90-100 базисных пунктов, по расчетам на 22 января 2004 года ожидаемая доходность на аукционе составит от 7,9 до 8,05% годовых.

Анализ доходности облигаций ОАО «ГАЗПРОМ» СЕРИИ АЗ для нерезидентов

Скорее всего, при размещении рекордного по размеру для молодого российского рынка корпоративных облигаций нового выпуска Газпром-3 российские инвесторы столкнутся с ощутимой конкуренцией со стороны западных фондов.

В подтверждение этого предположения можно привести следующее:

- При последнем размещении еврооблигаций Газпрома (Loan Participation Notes) в рамках программы среднесрочных облигаций на 5 млрд. евро в конце сентября прошлого года эмитент увеличил объем первого транша до 1 млрд. евро по сравнению с первоначально планировавшимися 500 млн. евро. По оценкам андеррайтеров, спрос на данный выпуск превысил предложение в несколько раз, что явилось следствием высокой оценки иностранными инвесторами кредитоспособности компании, равно как и позитивных ожиданий по динамике ставок на российском рынке еврооблигаций.

Безусловно, «статус» еврооблигаций и внутренних облигаций различен с точки зрения первоочередности выполнения обязательств эмитентами, однако мы ожидаем, что, учитывая ничтожную вероятность дефолта «Газпрома» в ближайшем будущем, дифференциал валютной доходности между еврооблигационными и внутренними выпусками эмитента с лихвой «покроет» различия в формах заимствований. Кроме того, рейтинги от основных рейтинговых агентств как еврооблигационных займов «Газпрома», так и остальных обязательств (в том числе облигаций, номинированных в рублях) – ниже инвестиционного уровня, так что круг западных инвесторов на внешнем и внутреннем рынке займов компании может быть фактически идентичен.

- Разница в два раза в объемах займов Газпром-2 и Газпром-3 обеспечит отнюдь не линейное увеличение доли нерезидентов среди владельцев этих облигаций, так как для многих западных инвесторов размер займа порядка \$175 млн. является неприемлемо низким (исходя из ежедневной ликвидности таких облигаций и, соответственно, возможности оперативного вывода средств), в то время как объем выпуска около \$350 млн. уже не делает критичными (с точки зрения дальнейших оборотов) вложения по \$10-20 млн.
- В октябре 2003 года Россия получила инвестиционный рейтинг (хотя и только от агентства Moody's), что снизило риск вложений в инструменты, номинированные в рублях, а также подтвердило закономерность постоянного укрепления курса рубля и ожидания сохранения текущих экономических тенденций как минимум в первой половине 2004 года. Благодаря улучшению макроэкономической ситуации в РФ за 2003 год процентные ставки по внутренним долговым инструментам снизились в среднем в 2-2,3 раза, в то время как доходность еврооблигационных займов российских эмитентов сократилась только на 20-30% за прошедший год. При этом и на текущий момент запас роста цен и соответствующего снижения доходности по облигациям, номинированным в рублях, благодаря ожидаемому дальнейшему замедлению инфляции и укреплению рубля остается существенно больше, чем по внешним долгам.

Следует отметить, что в настоящее время средний спред еврооблигаций развивающихся стран к базовым государственным ценным бумагам США находится на достаточно низком уровне, что определяет сильную чувствительность динамики котировок по ним к колебаниям процентных ставок в США. А так как по прогнозам на 2004 год ключевая ставка по федеральным фондам в США возможно будет повышена ФРС на 50 базисных пунктов с текущего минимального за последние 40 лет уровня в 1% годовых, скорее всего, доходность облигаций американского Казначейства вырастет ко второй половине этого года и потянет за собой процентные ставки по еврооблигациям и российских эмитентов. На внутренний же долговой рынок РФ эта тенденция окажет лишь минимальное влияние за счет хорошей ситуации с ликвидностью банковской системы, продолжению притока капитала, особенно в первом полугодии, уже упомянутому сокращению инфляции.

- При горизонте вложений в облигации Газпром-3 в 6 месяцев валютная доходность для нерезидентов может составить по осторожной оптимистичной оценке **16-17% годовых** (только за счет получения купона и укрепления рубля, без учета возможного снижения процентных ставок на внутреннем рынке и роста цены облигаций за счет сокращения срочности выпуска), а при допущении более активного сдерживания Банком России роста рубля к доллару США в первом полугодии 2004 года, либо неожиданного ухудшения внешнеторговой конъюнктуры для российского экспорта – на уровне 10-13% годовых.

январь 22, 2004
аналитический обзор к размещению облигаций серии АЗ
Сравнение процентных ставок по еврооблигациям Газпрома, размещенным в 2003 году, с базовыми облигациями России, Казначейства США и ЕС
Таблица 9.

Выпуск	Валюта займа	Размер займа	Срочность на 21.01.04, лет	Доходность на 21.01.04	Дата размещения	Доходность при размещении
Газпром-10	EUR	1 млрд.	6 8/12	6,75%	27.09.03	7,80%
EU Bunds-7Y	EUR		7	3,78%		3,63%
<i>спред Газпром-10 / EU Bunds-7Y, базисных пунктов</i>				297		417
Газпром-13	USD	1,75 млрд.	9 1/12	7,60%	01.03.03	9,625%
Россия-10	USD		6 2/12	5,68%		6,40%
<i>спред Газпром-13 / Россия-10, базисных пунктов</i>				192		323
Россия-18	USD		14 6/12	6,77%		7,60%
<i>спред Газпром-13 / Россия-18, базисных пунктов</i>				83		203
US Treasuries-10Y	USD		10	4,10%		3,70%
<i>спред Газпром-13 / US Treasuries-10Y, базисных пунктов</i>				350		593

Сравнение валютной доходности по облигациям Газпрома, номинированным в рублях, с базовыми облигациями Казначейства США и ЕС
Таблица 10.

Выпуск	Валюта займа	Размер займа	Срочность на 21.01.04, лет	Доходность на 21.01.04	Дата размещения	Срочность при размещении	Доходность при размещении	Вариант прогноза курса
Газпром-2	RUB	5 млрд.	1 9/12	7,40%	19.11.02	3 года	16,20%	
<i>оценка доходности в USD*</i>				16,30%			25,07%	
US Treasuries-3Y	USD					3 года	2,16%	
<i>спред Газпром-2/US Treasuries-3Y, базисных пунктов</i>							2291	
US Treasuries-2Y	USD		2	1,65%				
<i>спред Газпром-2/US Treasuries-2Y, базисных пунктов</i>							1465	
Газпром-3	RUB	10 млрд.			03.02.04	3 года	8,00%	
<i>оценка доходности в USD*</i>							16,75%	1
							13,01%	2
US Treasuries-3Y	USD					3 года	2,10%	
<i>спред Газпром-3/US Treasuries-3Y, базисных пунктов</i>							1465	1
							1091	2

*сумма доходности в рублях и экспертной оценки доходности короткой позиции по доллару против рубля за 6 месяцев

Расчет дополнительной доходности вложений в облигации Газпром-3 за счет укрепления курса рубля к доллару США (по состоянию на 21.1.04)
Таблица 11.

Дата вложения средств	Курс рубль/доллар	Дата репатриации средств	Вариант прогноза	Курс рубль/доллар	Изменение курса	Доходность в USD	Период, дней
19.11.02	31,8231	21.01.04		28,8246	10,4%	8,9%	428
21.01.04	28,8246	21.07.04		27,6	4,4%	8,9%	182
03.02.04	28,7	03.08.04	1	27,5	4,4%	8,8%	182
03.02.04	28,7	03.08.04	2	28	2,5%	5,0%	182

доходности в таблицах указаны в % годовых, рассчитаны по данным ММВБ, агентства Reuters

КРЕДИТНЫЙ РИСК ОАО «ГАЗПРОМ»: В ПИКЕ К ИНВЕСТИЦИОННОМУ УРОВНЮ**ОСНОВНЫЕ УСПЕХИ ОАО «ГАЗПРОМ» В 2003 ГОДУ:**

- Исторически максимальный физический объем экспорта;
Экспорт газа в 2003 году вырос до 140 млрд. кубометров по сравнению с примерно 132 млрд. кубометров газа, экспортированного в 2002-м.
- Максимальный размер экспортной выручки за последние 30 лет – по предварительным данным, Газпром получил за прошедший год от экспорта \$16,5 млрд.;
- Увеличение показателей рентабельности до наибольших значений за последние 6 лет;
- Существенное улучшение структуры долга за счет быстрого сворачивания вексельной программы, сокращения других краткосрочных обязательств и рефинансирования долгов путем выпуска долгосрочных еврооблигаций и привлечения долгосрочных кредитов;
- Формирование проекта финансового плана (бюджета) на следующий год с профицитом в 10,76 млрд. руб.;
- Активная инвестиционная деятельность в добычу газа и развитие газотранспортной системы, в частности к началу 2004 года фактически решена проблема сокращения добычи природного газа из-за естественного истощения залежей на трех ведущих месторождениях Газпрома;
В конце 2003-ого была введена в действие третья установка комплексной подготовки газа Заполярного месторождения и третья нитка магистрального газопровода «Заполярное-Уренгой».
- Подготовка и начало реализации программы сокращения издержек и увеличения эффективности управления компанией в целом;
По данным компании, экономия различных расходов за 2003 год составила около 40 млрд. руб., существенная часть издержек была сокращена за счет изменения структуры долга и погашения части краткосрочных долгов.
- Кардинальное увеличение информационной прозрачности компании для инвесторов;
Аналитики уже забыли как о страшном сне, что буквально год с небольшим назад на сайте газовой монополии, например, можно было найти финансовую отчетность лишь двух- трехлетней давности.

Надо отметить, что благоприятные изменения, произошедшие с Газпромом в прошлом году, являлись следствием двух основных факторов: во-первых, улучшения внешнеторговой конъюнктуры для компании (цена на газ на внешнем рынке выросла за прошлый год примерно на 20%) и, во-вторых, следствием значительной активизации менеджмента газовой монополии в отношении роста эффективности ее деятельности.

И хотя, как и в отношении страны (т.е. российского правительства) нельзя сказать, что беспрецедентно благоприятные условия внешней торговли были использованы на все 100%, так и в отношении Газпрома нельзя сказать, что был «выжат максимум» из высоких цен на газ на мировом рынке и крайне низких процентных ставок, тем не менее, совокупное влияние попыток оптимизировать хозяйственную деятельность газового монополиста и возможностей, которые дал прошедший год крупнейшим российским экспортерам, оказалось достаточным для построения прочного фундамента бизнеса Газпрома на годы вперед.

*«При хорошем кнуте и пряника не надо».
Закон Мёрфи*

Если предположить, что улучшение управления в Газпроме было связано отчасти с тенденциями усиления влияния государства на бизнес в принципе и более трепетного отношения властей к происходящему в государственных компаниях в частности, можно ожидать, что в текущем году менеджмент газовой монополии удвоит или даже утроит свои усилия. В том числе и для того, чтобы избежать возможных существенных кадровых перестановок после президентских выборов.

Ярким примером усиления влияния государства на деятельность газовой монополии стало отчасти «вынужденное» увеличение эффективности при расчете бюджета компании на следующий год.

Скорее всего, Совет директоров Газпрома в самом конце января утвердит третий вариант проекта финансового плана, предусматривающий профицит более, чем в 10 млрд. руб. Для сравнения, первоначальный вариант бюджета на 2004 год, сверстаный в компании, предполагал дефицит в размере 43 млрд. руб., а в его второй версии под давлением правительства (в частности МЭРТ, требовавшего сокращения расходов) дефицит был снижен лишь до 17,5 млрд. руб.

Одним из наиболее существенных изменений в деятельности компании в 2004 году станет переход к массовым закупкам товарно-материальных ценностей, сырья и т.п. на конкурсной основе. Ведь до настоящего времени компания не демонстрировала желание сокращать расходы и активно действовать в этом направлении, при том, что масштабы Газпрома и наследие советских времен в виде бюрократии, запутанной структуры и т.д. не оставляют сомнений в том, что резервы повышения эффективности за счет оптимизации затрат просто огромны. Если удастся реализовать намеченные в программе сокращения издержек планы, то снижение расходов, по идее, должно оказаться грандиозным.

Улучшение финансового состояния Газпрома за 2003 год видно даже «невооруженным взглядом». Достаточно обратить внимание на статьи в СМИ о газовой монополии в преддверии размещения 3 выпуска облигаций и на содержание газет и журналов полуторогодовой давности.

«Истерика» прессы относительно возможности дефолта крупнейшего российского предприятия из-за огромного краткосрочного долга на текущий момент ушла в небытие.

И хотя абсолютный размер краткосрочных долгов Газпрома по-прежнему впечатляет - около \$4,7 млрд. по головной компании на 01.10.03 и порядка \$6,4 млрд. по холдингу в целом по состоянию на 01.07.03 (правда, на конец 2003 года размер текущих долгов снизился, скорее всего, не менее чем на \$1,2 млрд. за счет рефинансирования выпуском долгосрочных еврооблигаций – 1 млрд. евро), если принимать во внимание гигантские масштабы самой компании, очевидно, что сумма краткосрочных долгов не критична для платежеспособности.

Так, **размер текущих кредитов, займов и векселей по итогам 9 месяцев прошлого года не превышал по головной компании 6,1% от ее активов.**

Таблица 12

Показатели долговой нагрузки	2000	2001	2002	2003**	2004**
Доля долгосрочных пассивов в совокупных обязательствах	42,3%	38,3%	42,2%	50,1%	63%
Доля краткосрочных пассивов в совокупных обязательствах	57,7%	61,7%	57,8%	49,9%	37%
в том числе доля текущих долгов* в совокупных обязательствах	32,1%	36,8%	30,6%	24,8%	17%
Доля текущих долгов* в валюте баланса	7,6%	9,2%	8,2%	6,1%	4%
Отношение текущих долгов к нераспределенной прибыли	128%	105%	80%	40%	
Отношение краткосрочных пассивов к нераспределенной прибыли	2,3 раза	1,8 раза	1,5 раза	80%	
Отношение текущих долгов к денежным средствам компании	3,6 раза	3,4 раза	2,8 раза	1,8 раза	

*кредиты и займы, векселя к уплате

** 2003 год - данные за 9 месяцев, 2004 год - пессимистичный/осторожный прогноз

ТЕНДЕНЦИИ В ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Добыча газа

Таблица 13.

Объемы добычи природного газа	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Добыча газа в России (млрд. м ³)	590	589,7	584,0	581,0	595,4	616,5
Добыча Газпрома (млрд. м ³)	553,7	545,7	523,2	512,0	523,8	540,2
Доля Газпрома в % от добычи газа в России	93,8%	92,5%	89,6%	88,1%	88,0%	87,6%

По итогам прошлого года увеличение добычи природного газа в РФ в целом составило всего 3,5%, а Газпром показал прирост в размере 3,1%. Казалось бы, темпы роста не впечатляют, особенно по сравнению с нефтяниками. Но при этом газовая монополия перевыполнила собственный план по добыче чуть больше чем на 1%.

Спокойная динамика производственных показателей обусловлена в основном двумя причинами.

Во-первых, она соответствует темпам роста потребления газа в европейском регионе, который является основным импортером российского газа. Так, в течение 5 последних лет потребление газа в Европе

ежегодно увеличивалось в среднем на 3,1%. Увеличение предложения более быстрыми темпами привело бы к снижению цен, даже несмотря на то, что они в принципе «привязаны» с определенным лагом к ценам нефти на мировом рынке.

Во-вторых, в настоящее время происходит снижение объемов добычи природного газа на трех ведущих месторождениях Газпрома, расположенных в Западной Сибири, а именно Медвежье, Уренгойском и Ямбургском, в связи с естественным истощением залежей. Соответственно, наращивание объемов добычи сопряжено с масштабными инвестициями в новые месторождения. За предыдущие два года компания как раз и осуществила основные капитальные вложения, которые позволят обеспечить рост добычи газа в ближайшие годы.

Таблица 14.

Перспективные объемы добычи газа	2004	2010	2020	2030
Добыча газа в России (млрд. м ³)		645-665	710-730	
Добыча Газпрома (млрд. м ³)	542		580-590	610-630
Доля Газпрома в % от добычи газа в России			80,8%	

Задачи обеспечения необходимых уровней добычи газа до 2010 г. будут решаться ОАО «Газпром» за счет Заполярного месторождения, которое достигнет проектной производительности – 100 млрд. м³ – в 2006 г., а также ввода в разработку сравнительно небольших площадей и месторождений-сателлитов, находящихся недалеко от месторождений-гигантов (Медвежье, Уренгойское, Ямбургское, Заполярное). Основным газодобывающим районом страны на рассматриваемую перспективу станет Ямало-Ненецкий автономный округ, где сосредоточено 72% всех запасов России. В период до 2010 года компенсация падения добычи газа будет обеспечиваться в основном за счет освоения новых месторождений этого района. Стратегическим приоритетным регионом добычи газа на долгосрочную перспективу станут полуостров Ямал, а также акватории северных морей России. Одновременно, в 2010-2020 годах предполагается развитие добычи газа в Восточной Сибири и районах Дальнего Востока (на базе освоения Ковыктинского газоконденсатного месторождения в Иркутской области, Чаяндинского нефтегазоконденсатного месторождения в Республике Саха, месторождений углеводородов в Красноярском крае, а также шельфовых месторождений на Сахалине).

Данные Газпрома по поставкам газа потребителям
Таблица 15.

Реализация газа	II квартал 2003 года				III квартал 2003 года			
	млрд.куб.м.	доля,%	млн .руб.	доля,%	млрд.куб.м.	доля,%	млн .руб.	доля,%
Россия	64,885	61,4	36 829	26,2	54,557	60,0	32 120	26,3
Страны СНГ и Балтии	9,647	9,1	10 483	7,5	8,028	8,8	7 708	6,3
Европа	31,091	29,4	93 220	66,3	28,416	31,2	82 122	67,3
Итого:	105,623	100	140 532	100	91,001	100	121 949	100

Основная специфика в графике поставок газа потребителям – сезонность.

Объем поставок природного газа зависит от потребностей потребителей в части осуществления поставок для отопительных нужд. Эти потребности, как правило, значительно возрастают во время отопительных сезонов, продолжительность которых широко варьируется в зависимости от широты местоположения, климатических и погодных условий.

Способ обеспечения стабильности – создание запасов газа. Для удовлетворения роста зимнего потребления ОАО «Газпром» осуществляет закачку излишков газа в течение летнего периода в подземные хранилища. Запасы газа в подземных хранилищах обеспечивают также устойчивость газоснабжения в случае серьезного сбоя в добыче либо аварии на магистральном трубопроводе.

ОАО «Газпром» эксплуатирует 24 подземных хранилища на территории России, в том числе в 2003 году начата закачка газа в 2 новых ПХГ. К началу отопительного сезона 2003/2004 гг. в подземных хранилищах созданы запасы товарного газа в объеме 62,0 млрд. м³ газа. Эти хранилища обеспечивают в отопительный период около 18% поставок газа российским потребителям и на экспорт, а в дни резких похолоданий эта величина достигает 26%. В настоящее время ОАО «Газпром» ведет строительство еще трех новых подземных газохранилищ.

Основной проблемой Газпрома является тот факт, что от поставок на внутренний рынок порядка 60% всего добытого газа компания получает только 30% выручки в связи с государственным регулированием внутренних тарифов.

ТАРИФЫ НА ГАЗ В РФ

В Прогнозе социально-экономического развития РФ на 2004 г. и на период до 2006 г. предусмотрено обеспечить рост реальных (т.е. сверх прогнозируемого уровня инфляции) цен на газ в 2005 г. на 16% и в 2006 г. на 4-7%.

Динамика тарифов на газ, установленных в соответствии с решениями Правительства РФ

Таблица 16.

Период	Средневзвешенная цена для промышленных потребителей, включая акциз (руб. за 1000 м3)	Изменение цены	Средневзвешенная цена для нужд населения	Изменение цены
с 01.11.99	312	20%	200	5%
с 01.05.00	373	20%	231	15%
с 20.01.01	440	18%	289	25%
с 15.02.02	528	20%	347	20%
с 01.07.02	607	15%	402	16%
с 01.01.03	733	20%	483	23%
с 01.01.04	880	20%	580	20%

Энергетической стратегией России на период до 2020 года, утвержденной Правительством РФ, предусматривается реализация до 2010 года государственной программы поэтапного совершенствования цен на газ и тарифов на услуги по его транспортировке, а именно:

- установление цен на газ в 2006 г. на уровне \$40-45 за 1000 м3, что обеспечит необходимые условия самофинансирования газовой отрасли;
- в 2010 г. предполагается доведение цен до \$59-64 за 1000 м3, при которых будут обеспечиваться рациональные соотношения цен на топливно-энергетические ресурсы, межтопливная конкуренция, увеличатся доходы бюджета за счет газовой отрасли.

На текущем этапе Газпром поддерживает создание биржи по торговле газом, где могло бы со временем продаваться около 100 млрд. м3 по свободным ценам. Газпром готов уже сегодня реализовать на бирже до 10% добываемого газа.

АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОАО «ГАЗПРОМ»

Динамика активов Газпрома (неконсолидированная отчетность)

Таблица 17.

Актив	2000	Изм.	2001	Изм.	2002	Изм.	01.10.03	Изм.
Нематериал. активы	0,1		0,1		0,5	399%	0,5	-3%
Основные средства	1 280 255	142%	1 231 417	-4%	1 254 216	2%	1 263 272	1%
Долгосрочные фин. вложения	212 693	11%	243 984	15%	263 407	8%	272 658	4%
в т.ч. в дочерние компании	172 075	14%	196 757	14%	196 805	0%	201 253	2%
Прочее	21 016	14%	50 051	138%	93 639	87%	40 066	-57%
Внеоборотные активы	1 513 965	105%	1 525 451	0,8%	1 611 262	5,6%	1 575 996	-2,2%
Запасы	17 907	75%	24 793	38%	52 407	111%	65 207	24%
в т.ч. сырье, материалы	120	82%	131	9%	266	102%	993	274%
незаверш. производство	3 872	30%	2 990	-23%	20 806	596%	41 823	101%
готовая продукция	2 793	294%	3 654	31%	17 354	375%	21 286	23%
товары отгруженные	10 974	69%	17 864	63%	12 912	-28%	548	-96%
НДС по приобретен. ценностям	14 287	499%	23 715	66%	25 624	8%	23 960	-6%
Деб.задолж-ть сверх 12 мес.	89 433	25%	125 291	40%	90 452	-28%	109 232	21%
Деб.задолженность до 12 мес.	239 290	37%	268 762	12%	300 060	12%	397 603	33%
Краткосрочные фин. вложения	35 691	11%	54 516	53%	42 090	-23%	45 425	8%
Денежные средства	41 130	54%	56 757	38%	62 806	11%	77 711	24%
Прочее	1,0	-99%	1,5	56%	1,2	-20%	1,1	-9%
Оборотные активы	437 738	38%	553 835	27%	573 440	4%	719 138	25%
Итого активов	1 951 703	84%	2 079 287	7%	2 184 702	5%	2 295 134	5%

Динамика пассивов Газпрома (неконсолидированная отчетность)
Таблица 18.

Пассив	2000	Изм.	2001	Изм.	2002	Изм.	01.10.03	Изм.
Капитал и резервы	1 375 170	97%	1 377 283	0%	1 380 547	0%	1 380 293	0%
Нераспределенная прибыль	115 888	836%	182 067	57%	221 897	22%	350 791	58%
Собственные средства	1 491 058	110%	1 559 350	4,6%	1 602 444	2,8%	1 731 084	8%
ДС кредиты и займы	176 891	-13%	182 019	3%	236 717	30%	280 548	19%
Прочие ДС пассивы	17 963	463%	16 859	-6%	9 109	-46%	1 766	-81%
в т.ч. векселя					8 763		1 286	
Долгосрочные пассивы	194 853	-6%	198 877	2,1%	245 826	23,6%	282 314	14,8%
Краткосрочные кредиты банков	83 174	48%	12 111	-85%	150 913	в 12,4р.	126 801	-16%
Прочие краткосрочные займы	33 983	в 1209р.	122 328	260%	4 062	-97%	324	-92%
Кредиторская задолженность	148 300	74%	186 291	26%	181 378	-3%	146 948	-19%
в т.ч. поставщики и подрядчики	46 127	1839%	67 251	46%	100 321	49%	76 125	-24%
векселя к уплате	30 713		56 878	85%	23 339	-59%	12 995	-44%
по оплате труда	2	-11%	4	81%	5	21%	32	528%
перед бюджетом	16 502	226%	13 680	-17%	12 833	-6%	13 859	8%
авансы полученные	820	в 136р.	684	-17%	687	0%	410	-40%
Прочие текущие пассивы	334	170%	330	-1%	79	-76%	7 663	9561%
Текущие пассивы	265 791	88%	321 059	21%	336 432	4,8%	281 736	-16%
Итого Пассив	1 951 703	84%	2 079 287	7%	2 184 702	5%	2 295 134	5%

Изменение структуры баланса Газпрома за 2000-2003гг.
Таблица 19.

Актив	2000	2001	2002	01.10.03
Основные средства	65,6%	59,2%	57,4%	55,0%
Долгосрочные фин. вложения	10,9%	11,7%	12,1%	11,9%
в т.ч. в дочерние компании	8,8%	9,5%	9,0%	8,8%
Прочее	1,1%	2,4%	4,3%	1,7%
Внеоборотные активы	77,6%	73,4%	73,8%	68,7%
Запасы	0,9%	1,2%	2,4%	2,8%
НДС по приобретен. ценностям	0,7%	1,1%	1,2%	1,0%
Деб. задолженность сверх 12 мес.	4,6%	6,0%	4,1%	4,8%
Деб. задолженность до 12 мес.	12,3%	12,9%	13,7%	17,3%
Краткосрочные фин. вложения	1,8%	2,6%	1,9%	2,0%
Денежные средства	2,1%	2,7%	2,9%	3,4%
Оборотные активы	22,4%	26,6%	26,2%	31,3%
Итого активов	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Пассив	2000	2001	2002	01.10.03
Капитал и резервы	70,5%	66,2%	63,2%	60,1%
Нераспределенная прибыль	5,9%	8,8%	10,2%	15,3%
Собственные средства	76,4%	75,0%	73,3%	75,4%
ДС кредиты и займы	9,1%	8,8%	10,8%	12,2%
Прочие ДС пассивы	0,9%	0,8%	0,4%	0,1%
в т.ч. векселя			0,4%	0,1%
Долгосрочные пассивы	10,0%	9,6%	11,3%	12,3%
Краткосрочные кредиты банков	4,3%	0,6%	6,9%	5,5%
Прочие краткосрочные займы	1,7%	5,9%	0,2%	0,0%
Кредиторская задолженность	7,6%	9,0%	8,3%	6,4%
в т.ч. поставщики и подрядчики	2,4%	3,2%	4,6%	3,3%
векселя к уплате	1,6%	2,7%	1,1%	0,6%
перед бюджетом	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Прочие текущие пассивы	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%
Текущие пассивы	13,6%	15,4%	15,4%	12,3%
Итого Пассив	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

январь 22, 2004
аналитический обзор к размещению облигаций серии АЗ
Динамика основных статей отчета о прибылях и убытках (неконсолидированная отчетность)
Таблица 20.

Финансовые результаты	2000	Изм.	2001	Изм.	2002	Изм.	2003*	Изм.*	9 мес 2002	9 мес 2003	Изм.
Выручка от реализации (нетто)	375 390	65%	474 471	26%	602 100	27%	795 000	32%	421 528	565 442	34%
Себестоимость реализации	79 622	73%	144 539	82%	215 200	49%	266 848	24%	155 740	191 310	23%
Прочие расходы на производство	119 170	31%	165 014	38%	285 000	73%	310 298	9%	197 108	219 456	11%
Прибыль/убыток(-) от реализации	176 598	96%	164 919	-7%	101 900	-38%	217 854	114%	68 680	154 676	125%
Прочий доход / расход	-100 417	132%	-47 206	-53%	-41 700	-12%	-4 538	-89%	-18 257	-1 089	-94%
Прибыль/убыток отчет. периода	76 181	62%	117 713	55%	60 200	-49%	213 315	254%	50 423	153 587	205%
Налог на прибыль	31 742	271%	45 785	44%	6 700	-85%	44 796	569%	6 042	15 478	156%
Нераспр. прибыль/убыток отч. пер.	44 439	15%	71 928	62%	53 500	-26%	168 519	215%	44 381	138 109	211%

** прогноз*
Динамика основных финансовых показателей.
Таблица 21.

Показатели финансовой устойчивости	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003	оптим. зн.
Коэффициент независимости	0,67	0,76	0,75	0,73	0,75	>0,6
Коэффициент обеспеченности собственными средствами товарных запасов	-2,40	-0,71	0,70	-0,11	1,75	>0,6
Коэффициент обеспеченности собственными средствами среднереализуемых оборотных активов	-0,13	-0,07	0,08	-0,02	0,26	0,5-0,7
Коэффициент привлечения	0,49	0,30	0,32	0,36	0,32	<0,5
Коэффициент имущества производственного назначения	0,52	0,67	0,62	0,63	0,59	>0,5

данные для расчетов, в млн. руб.	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003				
Собственный капитал	709 744	1 491 063	110%	1 559 354	5%	1 602 447	3%	1 731 086	8%
Валюта баланса-нетто	1 058 419	1 951 703	84%	2 079 287	7%	2 184 702	5%	2 295 134	5%
Основные средства и вложения	740 081	1 513 965	105%	1 525 451	1%	1 611 262	6%	1 575 996	-2%
Запасы и затраты	12 615	32 046	154%	48 354	51%	76 961	59%	88 610	15%
Наличие собственных оборотных средств	-30 337	-22 902		33 903		-8 815		155 091	
Заемные средства	345 485	442 677	28%	503 074	14%	573 146	14%	562 282	-2%
Имущество производственного назначения	549 022	1 304 181	138%	1 283 543	-2%	1 367 601	7%	1 344 686	-2%
Среднереализуемые оборотные активы	229 183	331 403	45%	400 109	21%	466 952	17%	593 872	27%

Показатели платежеспособности	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003	оптим. зн.
Коэффициент абсолютной (срочной) ликвидности	0,25	0,20	0,21	0,22	0,33	0,2-0,5
Коэффициент уточненной ликвидности	1,87	1,33	1,19	1,24	1,99	>1-1,2
Коэффициент текущей ликвидности (покрытия)	1,62	1,25	1,25	1,39	2,11	>2-2,5
Расчетный коэффициент обеспеченности собственными средствами	0,09	0,12	0,15	0,23	0,31	>1

данные для расчетов, в млн. руб.	1999		2000		2001		2002		9 мес. 2003	
Ликвидные средства 1 группы (немедленно реализуемые активы)	26 751	41 130	54%	56 757	38%	62 806	11%	77 711	24%	
Ликвидные средства 2 группы (счета дебиторов и средства в расчетах)	174 605	238 852	37%	268 472	12%	297 918	11%	394 408	32%	
Ликвидные средства 3 группы (запасы и затраты)	6 129	21 073	244%	30 490	45%	64 049	110%	88 062	37%	
Сумма ликвидных средств	229 183	331 403	45%	400 109	21%	466 952	17%	593 872	27%	
Текущие (быстрореализуемые) краткосрочные обязательства	107 945	210 833	95%	272 579	29%	291 551	7%	237 808	-18%	
Краткосрочные долговые обязательства	141 564	265 786	88%	321 056	21%	336 429	5%	281 734	-16%	

январь 22, 2004
аналитический обзор к размещению облигаций серии АЗ

Показатели эффективности управления	1999	2000	2001	2002	9 мес.2003	оптим.зн.
Оборачиваемость дебиторской задолженности	195	315	274	235	214	70-100
Оборачиваемость кредиторской задолженности	112	255	223	197	148	
Оборачиваемость оборотных средств	231	380	339	301	275	
Фондоотдача	0,86	0,29	0,38	0,48	0,45	>0,5
Общая рентабельность продаж	20,7%	20,3%	24,8%	10,0%	27,2%	>15-20%
Чистая рентабельность продаж	17,0%	11,8%	15,2%	8,9%	24,4%	
Рентабельность собственного капитала	6,6%	5,1%	7,5%	3,8%	8,9%	

данные для расчетов, в млн. руб.	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003	9 мес. 2002				
Выручка от реализации	227 339	375 390	65%	474 471	26%	602 056	27%	565 442	34%	421 528
Средняя стоимость основных производственных фондов	264 010	1 280 255	385%	1 255 836	-2%	1 242 817	-1%	1 258 744	4%	1 211 697
Средняя величина дебиторской задолженности	123 370	328 723	166%	361 388	10%	392 283	9%	448 674	4%	431 693
Средняя величина кредиторской задолженности	70 782	265 786	276%	293 421	10%	328 742	12%	309 081	-9%	338 212
Средние остатки оборотных средств	145 794	396 608	172%	446 843	13%	503 856	13%	576 031	6%	541 735
Балансовая прибыль	47 103	76 181	62%	117 713	55%	60 185	-49%	153 587	205%	50 423
Чистая прибыль	38 555	44 439	15%	71 928	62%	53 513	-26%	138 109	211%	44 381
Затраты на производство	137 027	198 792	45%	309 553	56%	500 146	62%	410 742	16%	352 849

По состоянию на 01.01.03 финансовые показатели Газпрома в своей основной массе удовлетворяли оптимальным значениям, благодаря значительному росту выручки и еще более значительному – прибыли, сокращению краткосрочных долгов и значительному сокращению не связанных с непосредственными затратами на производство расходов.

«Проблемные места»:

- Несмотря на тенденцию значительного улучшения ситуации с собственными оборотными средствами, их уровень пока недостаточен для высших оценок по кредитоспособности.

Причины сложностей с их наращиванием не меняются – специфика газового бизнеса предполагает накопление весьма значительных запасов газа, т.е. наличие огромных оборотных активов, а, несмотря на снижение краткосрочных обязательств, компания за прошлый год фактически не снизила уровень долга в целом в связи с необходимостью осуществления масштабных инвестиций.

- Медленное сокращение дебиторской задолженности.

С одной стороны, это является следствием роста тарифов на газ и увеличения объемов поставок, с другой стороны, наращивание дебиторской задолженности является отражением сохраняющихся проблем, связанных с низким уровнем платежеспособности покупателей, и в первую очередь предприятий ЖКХ, ряда бюджетных структур, а также стран СНГ (в первую очередь Украины, Белоруссии, Молдовы). Подобные тенденции создают определенные трудности для компании в регулировании системы текущих расчетов.

Просроченная дебиторская задолженность ОАО «Газпром» по состоянию на 01.10.03 составила 100,1 млрд. руб. (19,8% от общего размера дебиторской задолженности), наиболее существенной из которой является:

- задолженность по договорам на поставку природного газа (29,45% от суммы просроченной задолженности);
- задолженность за аренду имущества (14,04%).

Основными дебиторами, имеющими текущую дебиторскую задолженность перед газовой монополией, являются ее дочерние структуры:

Таблица 22.

Основные дебиторы	Доля Газпрома в УК	Размер задолженности на 01.10.03, млрд. руб.	% от общего размера дебиторской задолженности
ЗАО «Ямалгазинвест»	100%	68,8	13,6
ООО «Ямбурггаздобыча»	100%	61,8	12,2
Итого:		130,6	25,8

Структура доходов Газпрома по итогам 9 месяцев 2003 года
Таблица 23.

Вид доходов	9 месяцев 2002 года		9 месяцев 2003 года		Изменения	
	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %	%	п.п
Продажа газа	339,8	80,6	449,8	79,6	+32,4	-1,0
Предоставление имущества в аренду	68,9	16,3	73,3	12,9	+6,4	-3,4
Услуги по транспортировке газа	11,4	2,7	22,6	4,0	+98,2	+1,3
Реализация продуктов нефтегазопереработки	-	-	15,9	2,8	x	x
Реализация газового конденсата	-	-	3,3	0,6	x	x
Прочая реализация	1,1	0,3	0,5	0,1	-54,5	-0,2
Услуги по хранению газа	0,3	0,1	-	-	x	x
Итого	421,5	100	565,4	100	+34,1	x

Рост доходов от продажи газа обусловлен ростом тарифов как на внутреннем рынке (в текущем году он составил 20%), так и на внешнем рынке, где рост цен на газ с временным лагом 6-9 месяцев следует за ростом цен на нефть.

В разрезе статей доходов, наибольший темп прироста (+98,2%) за 9 месяцев текущего года в сравнении с аналогичным периодом прошлого года произошел по доходам, получаемым от услуг по транспортировке газа, что также обусловлено повышением тарифов на данный вид услуг (с 01.08.03 в соответствии с постановлением ФЭК России были повышены на 20% тарифы на услуги по транспортировке газа, оказываемые ОАО «Газпром» независимым организациям).

Необходимо отметить, что в составе доходов, отражаемых в отчетности головной компании, в текущем году появились доходы от реализации продуктов переработки, что связано с серьезным наращиванием перерабатывающих мощностей компании.

Себестоимость

В течении 9 месяцев текущего года за счет реализации политики сокращения издержек, а также сокращения амортизационных начислений, темпы роста себестоимости были ниже аналогичного показателя по вырубке.

Структура себестоимости по итогам 9 месяцев 2003 года
Таблица 24.

Вид доходов	9 месяцев 2002 года		9 месяцев 2003 года		Изменения	
	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %	%	п.п
Продажа газа	76,7	49,3	76,2	39,8	-0,7	-9,5
Предоставление имущества в аренду	64,7	41,6	68,6	35,9	+6,0	-5,7
Услуги по транспортировке газа	12,9	8,3	26,1	13,6	+102,3	+5,3
Реализация продуктов нефтегазопереработки	-	-	15,9	8,3	x	x
Реализация газового конденсата	-	-	3,7	1,9	x	x
Прочая реализация	1,3	0,8	0,8	0,5	-38,5	-0,3
Услуги по хранению газа	0,1	-	-	-	x	x
Итого	155,7	100	191,3	100	+22,9	x

В перспективе, компания предполагает возможность роста себестоимости в связи с началом освоения ямалских месторождений в более отдаленных по сравнению с разрабатываемыми в настоящее время районах, расположенных в более суровых климатических условиях. Кроме того, на динамику затрат могут повлиять изменения в системе налогообложения.

Так, например, с 1 января 2004 г. отменяется акциз на минеральное сырье (природный газ), но в тоже время с этого момента увеличивается размер экспортной пошлины на природный газ с 5 до 30% от таможенной стоимости, а также вводится ставка налога на добычу полезных ископаемых при добыче природного газа в размере 107 рублей за 1000 м³ вместо действующей ставки 16,5% от стоимости добытого природного газа.

Валовая прибыль
Структура валовой прибыли по итогам 9 месяцев 2003 года
Таблица 25.

Вид доходов	9 месяцев 2002 года		9 месяцев 2003 года	
	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %
Продажа газа	263,1	98,9	373,6	99,9
Предоставление имущества в аренду	4,2	1,6	4,7	1,2
Услуги по транспортировке газа	-1,5	-0,5	-3,5	-0,9
Реализация продуктов нефтегазопереработки	-	-	0	0
Реализация газового конденсата	-	-	-0,4	-0,1
Прочая реализация	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1
Услуги по хранению газа	0,2	+0,1	-	-
Итого	265,8	100	374,1	100

Несмотря на то, что темпы роста доходов от оказания услуг по транспортировке газа довольно значительны, высокий уровень инвестиционной составляющей в составе затрат не позволяет вывести данный вид услуг на положительную рентабельность.

Существенное опережение по темпам роста чистой прибыли увеличения прибыли от продаж за три квартала прошлого года было обеспечено ростом положительного сальдо по внереализационным операциям (сальдо между внереализационными доходами и расходами составило +21,5 млрд. руб., что на 21,1 млрд. руб. больше, чем за аналогичный период прошлого года, когда этот показатель был на уровне 0,4 млрд. руб.). Получение значительного сальдо по внереализационным операциям, вероятнее всего, было связано с положительными курсовыми разницеми, возникшими в связи с падением курса доллара. Объем чистой прибыли компании по итогам 2003 года, скорее всего, достигнет 170 млрд. рублей, что является лучшим показателем для всех российских компаний за новейшую историю РФ.

В целом, причиной большой чистой прибыли является наряду с налоговыми послаблениями, безусловно, рост доходов от экспорта газа (по данным российского министерства энергетики, Газпром отправлял в 2003 году на экспорт газ по средней цене \$126 за 1 тыс. куб. метров, а в 2002 году - в среднем по \$70-80).

Консолидированная отчетность ОАО «Газпром» (основные статьи, в млрд. руб.)
Таблица 26.

Консолидированный баланс						
	2001	2002	изменение	на 01.07.03	доля	изменение
АКТИВЫ	2 471	2 481	+0,4%	2 598	100	+4,7%
Внеоборотные активы	1 975	2 050	+3,8%	2 093	80,6	+2,1%
Основные средства	1 783	1 855	+4,0%	1 897	73,0	+2,3%
Инвестиции	127	123	-3,1%	110	4,2	-10,6%
Оборотные средства	495	430	-13,1%	505	19,4	+17,4%
Денежные средства	52	58	+11,5%	67	2,6	+15,5%
Товарно-материальные запасы	85	89	+4,7%	91	3,5	+2,2%
Дебиторская задолженность	258	192	-25,6%	240	9,2	+25,0%
ПАССИВЫ	2 471	2 481	+0,4%	2 598	100,0	+4,7%
Обязательства	750	759	+1,2%	789	30,4	+4,0%
Краткосрочные обязательства	450	370	-17,8%	363	14,0	-1,9%
Кредиторская задолженность	124	96	-22,6%	128	4,9	+33,3%
Краткосрочные займы	193	185	-4,1%	157	6,0	-15,1%
Долгосрочные обязательства	299	389	+30,1%	426	16,4	+9,5%
Долгосрочные займы	237	249	+5,1%	278	10,7	+11,6%
Отложенные налог. обязательства	-	63	-	79	3,0	+25,4%
Доля меньшинства	17	10	-41,2%	12	0,5	+20,0%
Акционерный капитал	1 704	1 712	+0,5%	1 797	69,2	+5,0%
Отчет о прибылях и убытках						
	2001	2002	изменение	6 мес. 2002	6 мес. 2003	изменение
Выручка от продаж	713	645	-9,5%	307	422	+37,5%
Операционные затраты	507	497	-2,0%	230	279	+21,3%
Прибыль от продаж	206	148	-28,2%	77	142	+84,4%
Прибыль до налогообложения	232	166	-28,4%	80	145	+81,3%
Чистая прибыль	13	29	+123,1%	10	104	+940,0%

ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ ОАО «ГАЗПРОМ» В 2004 ГОДУ

Добыча газа

Разработка месторождения «Заполярье»

Ключевые параметры месторождения:

- общие запасы газа - более 3,3 трлн. куб. м. (5 место в мире);
- местоположение – ЯНАО;
- проектная мощность - к началу 2005 г. на трех действующих УКПГ Заполярного месторождения будет добываться 100 млрд. куб. м в год, в 2008 г. будут сданы еще две УКПГ суммарной мощностью 24,1 млрд. куб. м газа.

Первая установка комплексной подготовки газа (УКПГ-1С) производительностью 35 млрд. куб. м газа в год была введена в октябре 2001 года, УКПГ-2С производительностью 32,5 млрд. куб. м газа в год - в декабре 2002 года, а УКПГ-3С с проектной мощностью 32,5 млрд. куб. м в год запущена в работу 19 декабря 2003 года.

Для транспортировки газа с газонефтеконденсатного месторождения «Заполярье» используется трехниточный магистральный газопровод «Заполярье-Уренгой».

Первая нитка газопровода (протяженностью 209 км) была введена в эксплуатацию в декабре 2001 года. Строительство второй очереди газопровода (188,7 км) завершено в конце декабря 2002 года. Последние тестовые испытания третьей нитки газопровода (188 км) прошли в начале 2004 года.

Инвестиционная программа

Инвестиционная программа Газпрома на 2004 год состоит из проекта Плана капитального строительства на 2004 год по головной компании и проекта Плана долгосрочных финансовых вложений.

Объем планируемых **инвестиций головной компании** на 2004 год на заседании Правительства РФ 20.11.03 был принят за основу в сумме **232,34 млрд. руб.** (в 2002 году - 157,1 млрд. руб., план на 2003 год – 193,3 млрд. руб.), из них:

- на финансирование капитальных вложений - 212,34 млрд. руб.;
- на долгосрочные финансовые вложения - 20,0 млрд. руб.

Инвестиционная программа дочерних обществ Газпрома предполагала **20,7 млрд. рублей** капитальных вложений.

Однако впоследствии из-за изменений в проекте бюджета компании на этот год **размер инвестиционной программы головной компании был сокращен до 212,3 млрд. руб.** (в соответствии с требованиями МЭРТ РФ). Мы не располагаем детальным проектом финансового плана в последней редакции, но можно предположить, что структура инвестиций, скорее всего, не претерпела существенных изменений.

Основные задачи инвестиционной программы:

- рациональное использование разведанных запасов газа, обеспечение расширенного воспроизводства сырьевой базы отрасли;
- развитие газотранспортной инфраструктуры для использования возможности освоения новых газодобывающих районов и диверсификация экспортных поставок газа;
- ресурс- и энергосбережение, сокращение потерь и снижение затрат на всех стадиях технологического процесса при подготовке запасов, добыче и транспорте газа;
- комплексное извлечение и использование всех ценных компонентов попутного и природного газа.

Все объекты, входящие в План капитального строительства головной компании, отнесены к группам:

- промышленное (206,84 млрд. руб. или 97,4% от общей суммы плана);
- и непромышленное строительство (5,5 млрд. руб. или 2,6% от общей суммы плана).

Запланировано, что капитальные вложения в строительство по основным направлениям деятельности на 2004 год составят:

Таблица 27.

Вид деятельности	Сумма (млрд. руб.)	% от общей суммы Плана головной компании
добыча газа	56,87	26,8
транспорт газа	115,4	54,3
подземное хранение газа	6,68	3,1
переработка газа	1,49	0,7

Основным направлением инвестиций является развитие газотранспортной системы. Из 115,4 млрд. руб. предусмотренных на эти цели:

- 18,17 млрд. руб. планируется направить на реконструкцию газотранспортной системы;
- 87,57 млрд. руб. - на развитие систем магистрального транспорта газа, в том числе:
 - на строительство магистрального газопровода СРТО – Торжок;
47,19 млрд. руб., ввод мощности - 409,24 км. газопроводов и 1 компрессорная станция
 - на строительство газопровода Ямал – Европа;
14,47 млрд. руб., в том числе участок Торжок - Белосток РФ - 6,23 млрд. руб., участок граница Белоруссии - граница Польши - 8,11 млрд. руб.; ввод мощности - 325,07 км. газопроводов, 3 компрессорные станции, задел 2-х компрессорных станций;
 - на создание системы газопроводов Заполярное — Уренгой;
6 млрд. руб., ввод мощности - 71,85 км газопроводов;
 - на газопровод-подключение Песцового месторождения к системе газопроводов «Ямбург-Центр»;
5 млрд. руб., ввод мощности - 46 км. Газопроводов;
 - на расширение Уренгойского газотранспортного узла;
4,5 млрд. руб., ввод мощности - 2 компрессорные станции;
 - на строительство газопровода Починки - Фролово - Изобильное – ССПХГ;
6,38 млрд. руб., ввод мощности - 2 компрессорные станции;
 - на газопровод Россия - Турция («Голубой поток»);
1,08 млрд. руб.

Правительство России на заседании 20.11.03 поручило ОАО «Газпром» в ближайшее время представить технико-экономическое обоснование проекта по строительству Северо-Европейского газопровода по дну Балтийского моря.

Транспортировка газа

Развитие газотранспортной системы на территории России не вызывает у Газпрома больших проблем. Безусловно, это требует значительных инвестиций и усилий, но в прошлом году капитальное строительство газопроводов финансировалось исправно, равно как и сроки сдачи намеченных объектов в принципе не затягивались.

Скорее всего, в ближайшем будущем менеджмент Газпрома также жестко будет контролировать выполнение инвестиционной программы на 2004 год, тем более, что его очень активно пытается контролировать и Министерство по экономическому развитию и торговли РФ.

Вопросы относительно расширения инфраструктуры возникают в основном лишь в двух направлениях – белорусском и украинском.

СЕРИАЛ: СОЗДАНИЕ СП В БЕЛАРУСИ НА БАЗЕ ОАО «БЕЛТРАНСГАЗ»

Справка:

ОАО «Белтрансгаз» владеет 6.642 км газопроводов на территории Беларуси, сетью из 8 компрессорных и 250 газораспределительных станций, Осиповичским и Прибугским газохранилищами.

В 2003 году в систему «Белтрансгаза» поступило 50 млрд. куб. м газа, в том числе 31 млрд. - транзит «Газпрома» в Европу (доход от транзита - порядка \$80 млн. в год), около 17 млрд. куб. м природного газа (на сумму \$600 млн.) было потреблено в Беларуси, причем потребности страны были обеспечены «Газпромом» в размере примерно 10 млрд. куб. м., остальное – поставили независимые российские производители природного газа.

Таким образом, за прошлый год в направлении Беларуси было отправлено порядка 28% от совокупного физического объема экспорта Газпрома, в том числе транзитом через эту страну был поставлен 21,5% экспорта.

При этом белорусская сторона оплатила «Газпрому» только 95% стоимости собственных прошлогодних поставок, а задолженность перед компанией за потребленный до 1 января 2003 года природный газ составляет сейчас \$137,7 млн.

Газпром заинтересован в приобретении 50% акций ОАО «Белтрансгаз» по балансовой стоимости, изначально оцененной белорусской стороной в размере около \$600 млн. Соглашение между двумя странами по поводу создания СП было подписано еще в апреле 2002 года.

Основная цель создания объединенной компании для Газпрома – получить контроль за дисциплиной оплаты газа, поставляемого в Белоруссию, а также за транзитом российского газа через Белоруссию в Европу.

По состоянию на текущий момент переговоры «Газпрома» и белорусской стороны в очередной раз зашли в тупик в связи с неприемлемыми для РФ условиями, выдвигаемыми Беларусью, последняя версия стоимости «Белтрансгаза» которой составила \$5 млрд.

Но если в прошлом году сценарий развития отношения между российской и белорусской стороной был довольно скучен, то с декабря 2003-ого, похоже, началась кульминационная фаза сюжета, и буквально в ближайшее время можно ожидать развязки.

Проблемой Газпрома в сложившейся ситуации является практически полная невозможность влиять на события – вовлечены политические интересы страны, поэтому газовой монополии только остается подчиняться этим интересам.

Начиная с 1 января 2004 года при поддержке властей Газпром прекратил поставки газа Беларуси до подписания контракта на этот год и решения вопроса с Белтрансгазом. В середине января поставки через газопроводы Газпрома прекратили и независимые производители.

Выбор Беларуси:

- или продать 50% «Белтрансгаза» сейчас и подписать контракт с «Газпромом» на поставку газа в эту страну по стоимости \$30-40 (т.е. по цене так называемого 5-го ценового пояса РФ) в течение 5 лет;
- или при условии проведения независимой оценки балансовой стоимости «Белтрансгаза» с привлечением аудиторской компании, имеющей международный авторитет, в текущем году получить до 18,5 млрд. куб. м природного газа по \$50 (по ценовым условиям Украины), что приведет к дополнительным расходам бюджета Беларуси в размере около \$250 млн. (так как бюджет рассчитан на стоимость газа не выше \$40 за 1 тыс. куб. м);
- или продолжать бездействовать (т.е. вообще не выполнять подписанные с РФ соглашения) и либо сидеть на «голодном газовом пайке», возможно обходясь поставками только независимых производителей («Итера», «Транснафта») в размере не более 8,5 млрд. куб. м по цене около \$50 или выше, либо покупать при этом газ у «Газпрома» по рыночным ценам (вплоть до \$80 за 1 тыс. куб. м), либо попросту воровать российский газ, который идет транзитом в Европу.

Логично было бы предположить, что под жестким давлением со стороны России вопрос создания, наконец, СП «Белтрансгаз» должен быть решен в ближайшее время, однако действия президента Беларуси не всегда отличаются логичностью, поэтому четких прогнозов разрешения ситуации на текущий момент нет.

Менеджмент Газпрома заявлял, что компания в принципе готова постепенно перейти к экспорту газа в Европу по другим каналам. Однако понятно, что переориентация экспортных потоков потребует дополнительных инвестиций и может быть сопряжена с определенными финансовыми потерями.

Поэтому неблагоприятное развитие событий в отношениях РФ с Беларусью является на текущий момент одним из самых существенных рисков для Газпрома.

Создание российско-украинского консорциума по управлению газотранспортной системой Украины

Развитие газотранспортной системы в украинском направлении не дошло пока до уровня политического скандала (как с Беларусью), однако и оно пока толком не реализуется. И опять же непосредственно Газпром достаточно слабо может на это повлиять. В частности, наибольшие сложности кроются в основном в украинском законодательном поле.

Переговоры по созданию российско-украинского газотранспортного консорциума откладывались в течение всего 2003 года по «техническим причинам» и по причинам «непредставления необходимой документации российской стороной». В то же время, по некоторым данным, Украина, которая многие годы копила долги за поставки российского газа и прославилась на весь мир так называемым «несанкционированным отбором» российского газа на пути его следования в Европу, расширяет собственные экспортные контакты. Последний договор о газовом сотрудничестве был заключен Украиной в Варшаве осенью 2003 года на поставку 7 млрд. кубометров газа, в то время как по согласованию с Газпромом был оговорен предельный уровень в 5 млрд. кубометров.

Однако, скорее всего, за текущий год консорциум все же будет создан – наглядный пример отключения газа для Беларуси, по идее, должен иметь должный эффект на власти Украины, а кроме того, Украина отчаянно нуждается в финансировании модернизации своей газопроводной системы, а средства в общем-то взять неоткуда, кроме как у Газпрома.

Выполнение профицитного бюджета-2004

Выполнить поставленные задачи можно будет за счет:

- дальнейшего сокращения издержек;
- дальнейшего увеличения выручки;
- дальнейшего замещения краткосрочного долга долгосрочным, причем по низким ставкам.

Сокращение издержек

В последней версии финансового плана 2004 года предполагается сокращение расходов на 25 млрд. руб., правда, это сокращение в меньшей степени касается увеличения эффективности расходов, так как его львиная доля обусловлена снижением среднего расчетного курса доллара на этот год, который закладывается в бюджет с 31,1 руб./долл. (как в бюджете РФ) до 29,5 млрд. руб.

Кроме того, компания планирует в ближайшие 2-3 года сократить затраты на электроэнергию на 10-15% за счет перехода покупки электроэнергии на ФОРЭМ. ООО "Газпромэнерго" - 100%-ое дочернее общество ОАО «Газпром» - получило возможность покупать электроэнергию на ФОРЭМ с 1 января 2004 года (ему было передано в аренду оборудование присоединенных к ЕЭС 14 наиболее энергоемких дочерних обществ Газпрома, занимающихся переработкой и транспортировкой газа).

Газпром выделил Газпромэнерго целевое финансирование в размере 720 млн. руб. на строительство многоуровневой территориально-распределенной автоматизированной системы коммерческого учета электроэнергии.

Также в компании был принят за основу проект Положения о порядке осуществления закупок материально-технических ресурсов (МТР) на конкурсной основе (в рамках только открытых торгов).

Предполагается, что в 2004 году доля закупок на основе конкурсов увеличится до 40%, в 2005 – до 50%, а к 2006 году достигнет 80% объема совокупных поставок МТР Газпрому.

Увеличение выручки

Рост выручки от реализации газа на внутреннем рынке ограничен предельным размером повышения тарифов, установленным Правительством РФ – 20% за 2004 год.

А вот что касается экспортных поставок, финальный вариант бюджета компании предполагает увеличение прогнозной среднегодовой цены на газ, поставляемый в Европу со \$116,6 за тысячу кубометров газа до \$127 за тысячу кубометров газа.

По данным Министерства энергетики в 2003 году стоимость 1 тыс. куб. м газа, поставлявшегося Газпромом в Европу стоила в среднем около \$126, поэтому учитывая, что цены на природный газ запаздывают по сравнению с ценами на нефть вплоть до 6 месяцев, новая проектная не кажется нереальной. Более того, если на мировом рынке нефти во втором полугодии 2004-ого не будет наблюдаться форс-мажорное падение котировок, среднегодовая экспортная цена для Газпрома окажется еще выше.

График 10



График 11



Однако по данным ГКС РФ прошлый год закончился со средней экспортной ценой газа около \$115 за тыс. куб. метров. Но в этом вопросе скорее можно доверять данным Минэнерго, используя статистику ГКС лишь для оценки тенденций.

P. S.

В МИНУВШЕМ ГОДУ СТАЛО ОКОНЧАТЕЛЬНО ЯСНО, ЧТО ГАЗПРОМ СТАНЕТ ЕДИНСТВЕННОЙ ЕСТЕСТВЕННОЙ МОНОПОЛИЕЙ, КОТОРАЯ СОХРАНИТСЯ В ПРАКТИЧЕСКИ НЕИЗМЕННОМ ВИДЕ, т.е. риски реформирования газовой отрасли путем «расчленения» Газпрома на текущий момент резко снизились. Президент РФ поддержал менеджмент компании в этом вопросе и, таким образом, оставил безответными попытки Министерства экономического развития и торговли РФ настоять на разделении добычи, транспортировки и сбыта газа в России.

Скорее всего, единственная либерализация, которая грозит Газпрому в 2004 году – это либерализация рынка акций газовой монополии, в результате которой ценные бумаги Газпрома и на фондовом рынке могут стать benchmark №1 (заменив акции РАО «ЕЭС России»), как и на внутреннем рынке корпоративных облигаций.



КОНТАКТЫ В ОАО «ПСБ»**ДИРЕКЦИЯ ПО УСЛУГАМ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ**

Борисов Сергей	Директор	Тел.: (812) 329-81-92 Факс: (812) 329-81-80 borisovs@icbank.ru
Шиганова Инна	Начальник Управления эмиссионного финансирования	Тел.: (812) 329-81-63 Факс: (812) 329-81-98 innash@icbank.ru
Чередин Евгений	Заместитель начальника Управления эмиссионного финансирования	Тел.: (812) 329-81-85 Факс: (812) 329-81-98 evgen@icbank.ru
Куприянов Алексей	Главный консультант Управления эмиссионного финансирования	Тел.: (812) 329-81-98 Факс: (812) 329-81-98 kupriyanovAV@icbank.ru

**ДИРЕКЦИЯ КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ
ОТДЕЛ АНАЛИЗА ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ**

Соломин Олег	Начальник отдела	Тел.: (812) 329-83-81 Факс: (812) 329-83-81 son@icbank.ru
Матвеева Екатерина	Начальник сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81 Факс: (812) 329-84-81 Katyam@icbank.ru
Поникаровская Нина Регионы, лесная и нефтегазовая промышленность	Главный консультант сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81
Максимова Ольга Энергетика, телекоммуникации, металлургия	Ведущий консультант сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81
Журавлева Нина Макроэкономика	Консультант сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81
Галечьян Артем Долговой рынок	Консультант сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81
Харлампиев Дмитрий Макроэкономика	Консультант сектора анализа эмитентов	
Петушков Сергей Техническая поддержка	Ведущий консультант сектора анализа эмитентов	Тел.: (812) 329-84-81

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью ОАО «Промышленно-строительный банк». Несанкционированное копирование, воспроизведение и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения ОАО «ПСБ» в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Промышленно-строительный банк». Приведенная информация получена из источников, которые, по мнению «Промышленно-строительного банка», являются надежными. «Промышленно-строительный банк», его руководящие и его прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме относительно точности, полноты такой информации и отсутствия в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Данный материал носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. «Промышленно-строительный банк» и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве эмитентов, консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний.

Финансовые вложения в России сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с такими инвестициями.