

ПОЧТИ ГАЗПРОМ

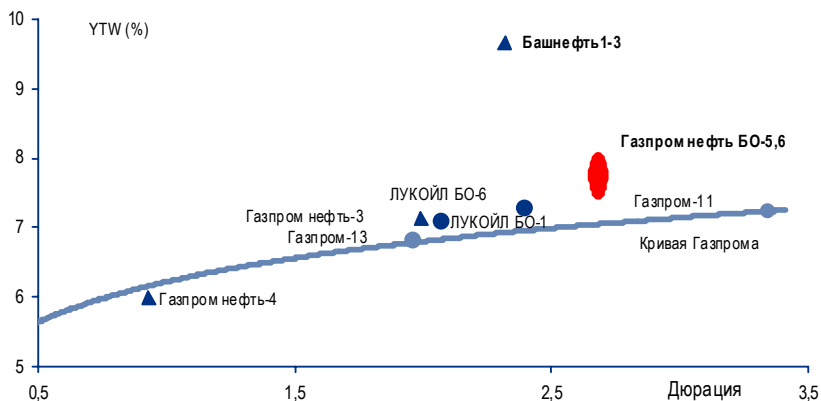
РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Книга заявок закрывается 9 апреля. Продолжается формирование книги заявок на приобретение биржевых облигаций Газпром нефти серий БО-5 и БО-6. Параметры выпусков приведены в таблице справа. Размещение осуществляется в рамках зарегистрированной компанией программы эмиссии биржевых облигаций общим объемом 50 млрд руб. Выпуски удовлетворяют всем требованиям для включения в ломбардный список Банка России. Средства привлекаются эмитентом для финансирования основной деятельности (в том числе, приобретения новых лицензий и поддержания уровня общих капитальных затрат). По информации компании, в настоящий момент крупные приобретения новых активов не планируются. Тем не менее при анализе кредитных рисков Газпром нефти мы рекомендовали бы инвесторам закладывать в оценку и такой сценарий.

Справедливая доходность в середине заявленного диапазона. В настоящее время в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций Газпром нефти: Газпром нефть-3 и Газпром нефть-4. Текущий спред между близкими по дюрации выпусками Газпром нефть-3 и Газпром-13 равен приблизительно 25 б.п., а в октябре 2009 г. – апреле 2010 г. средний спред составлял, по нашим оценкам, около 17 б.п., периодически уходя и в отрицательную зону. Таким образом, рынок фактически не различает кредитный риск дочерней и материнской компании, что представляется нам необоснованным. Исходя из разницы в кредитных рейтингах двух эмитентов, мы оцениваем справедливую премию по доходности облигаций Газпром нефти к выпускам Газпрома в 50 б.п. Мы объясняем неоправданно узкий, на наш взгляд, текущий спред между обращающимися выпусками данных эмитентов «нехваткой» долговых инструментов Газпрома на рублевом рынке. Нижняя граница ориентира доходности по новым выпускам Газпром нефти предлагает премию в размере 25–30 б.п. к кривой Газпрома, исходя из чего справедливая доходность новых бумаг эмитента, по нашему мнению, находится ближе к середине заявленного диапазона. Мы рекомендуем инвесторам помнить о планах самого Газпрома разместить рублевые облигации на 300 млрд руб. в период 2010–2015 гг.

Справедливая премия к кривой Газпрома 50 б.п.

Диаграмма доходностей рублевых облигаций



* Все копии по состоянию на 7 апреля 2010 г.
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

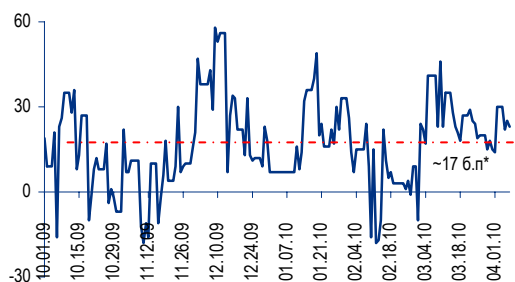
ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпусках

Эмитент	ОАО "Газпром нефть"
Выпуски	Газпром нефть БО (серии 05, 06)
Рейтинги эмитента (S/M/F)	(BBB-/Baa3/NR)
Общий объем	20 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	3 года
Оферта	не предусмотрено
Ориентир ставки купона	7,25 - 7,75%
Ориентир по доходности	YTM 7,38 - 7,90%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	9 апреля 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	13 апреля 2010 г.

Почти риск Газпрома

Спред Газпром нефть-3 - Газпром-13
октябрь 2009 - апрель 2010



*средний спред

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Устойчивый кредитный профиль

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

US GAAP, млн долл.	2008	2009
Выручка	33 870	24 166
EBITDA	7 558	4 904
Чистая прибыль	4658	3 013
Свободный денежный поток	2 117	867
Совокупный долг	3 693	6 310
Краткосрочный долг	2 085	2 148
Денежные средства	2 075	868
Чистый долг	1 618	5 442
Коэффициенты		
Норма EBITDA	22,3	20,3
EBITDA/Проц. Расходы	20,5	29,4
Долг/EBITDA	0,5	1,3
Чистый долг/EBITDA	0,2	1,1

Источники: Газпром нефть, оценка УРАЛСИБа

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Нефтедобывающее подразделение Газпрома. Газпром нефть имеет статус «существенной дочки» (principal subsidiary) Газпрома, который контролирует более 95% ее акционерного капитала. Дефолт по долговым обязательствам Газпром нефти влечет за собой кросс-дефолт по обязательствам материнской компании. Доля Газпром нефти в активах газовой монополии составляет около 11%, в выручке - порядка 20%. Газпром нефть занимает пятое место по добыче среди российских нефтяных компаний. Перерабатывающие активы компании представлены Омским НПЗ, одним из наиболее технологически современных в России: глубина переработки на нем составляет 82,5%, а выход светлых нефтепродуктов – 68%. Вдобавок Газпром нефть полностью контролирует Московский НПЗ, а также использует для переработки добываемой нефти мощности принадлежащего Славнефти Ярославского НПЗ.

Высокая обеспеченность перерабатывающих мощностей собственной добычей. Обеспеченность перерабатывающих мощностей собственной добычей у Газпром нефти равна 60% – это один из наиболее высоких показателей в секторе. Более 20% производимых компанией нефтепродуктов реализуется через собственную розничную сеть. Газпром нефти принадлежат 865 АЗС, большая часть которых расположена в Западной Сибири. Кроме того, компания расширяет сферу деятельности за счет сопутствующих сегментов – бункеровки танкеров, заправки в крыло воздушных судов и масельного бизнеса.

В 2009 году операционные показатели компании улучшились. В непростой для экономики 2009 г. Газпром нефть добилась отличных операционных результатов. Среди основных достижений компании назовем увеличение годовой добычи нефти на 2,8% до 47,6 млн т, увеличение производственных мощностей по переработке нефти на 18% и впечатляющий коэффициент органического замещения запасов – 195%. Доказанные запасы нефти по классификации SPE за 2009 г. увеличились у компании на 9,5% до 945 млн т, газа – на 5,8% до 91 млрд куб. м. С учетом налоговых льгот, стимулирующих нефтепереработку, в 2009 г. компания сократила объем продаж сырой нефти на 5,9% по сравнению с предыдущим годом и стала направлять больше нефти на переработку на собственные НПЗ. По итогам 2009 г. объем нефтепереработки у компании вырос на 17,6% до 33,4 млн т, существенно опередив добычу по темпам роста и обеспечив 65% выручки – самое высокое значение среди сопоставимых российских нефтяных компаний. В 2009 г. Газпром нефть продала 33,8 млн т нефтепродуктов (+16,6% за год).

Средний уровень рентабельности в сравнении с российскими нефтяными гигантами. Ухудшение конъюнктуры на рынке нефти и нефтепродуктов в 2009 г. по сравнению с 2008 г. (среднегодовая цена Urals упала на 35,4%, Brent – на 36,6%) ожидаемо привело к снижению показателей годового отчета о прибылях и убытках Газпром нефти: падение выручки относительно уровня годичной давности составило почти 29%, EBITDA – 35%, что, впрочем, соответствует общему тренду в отрасли. В сравнении с крупнейшими российскими нефтяными компаниями по показателям рентабельности Газпром нефть можно охарактеризовать как «средняка». Так, по рентабельности EBITDA компания, согласно отчетности за 2009 г., уступает Роснефти и ТНК-ВР, но превосходит ЛУКОЙЛ (см. финансовую таблицу на стр.3).

Прошлый год стал успешным
Операционные показатели Газпром нефти, млн т



* - с учетом показателей добычи связанных компаний

Источники: Газпром нефть

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Ключевые финансовые показатели эмитентов, млн долл.

US GAAP	Газпром нефть (BBB-/Baa3/NR)		ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-)		ТНК-BP (BBB-/Baa2/BBB-)		Роснефть (BBB-/Baa1/BBB-)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Выручка	33 870	24 166	107 680	81 083	51 886	34 753	68 991	46 826
ЕБИТДА	7 558	4 904	16 667	13 715	10 111	8 774	16 988	13 478
Чистая прибыль	4658	3 013	9 144	7 011	5645	5284	11 215	6 519
Операционный денежный поток	5 483	3 474	14 312	8 883	8 611	6581	14 393	10 319
Капитальные затраты	(3 366)	(2 607)	(10 525)	(6 483)	(3 924)	(2 524)	(8 732)	(7 252)
Свободный денежный поток	2 117	867	3 787	2 400	4 687	4 057	5 661	3 067
Совокупный долг	3 693	6 310	9 809	11 323	7 992	7 018	24 165	23 507
<i>Краткосрочный долг</i>	2 085	2 148	3 232	2 058	1 898	1 425	14 084	7 838
<i>Денежный средства</i>	2 075	868	2 239	2 274	1 745	890	1 369	1 997
Чистый долг	1 618	5 442	7 570	9 049	6 247	6 128	22 796	21 510
Собственный капитал	14 100	18 657	51 010	56 379	14 789	16 431	39 598	45 537
Активы	20 205	29 912	71 461	79 019	28 707	29 448	77 513	83 232
<i>Коэффициенты</i>								
Норма ЕБИТДА	22,3	20,3	15,5	16,9	19,5	25,2	24,6	28,8
ЕБИТДА/Проц. Расходы	20,5	29,4	42,6	20,6	20,2	33,6	15,3	22,3
Долг/ЕБИТДА	0,5	1,3	0,6	0,8	0,8	0,8	1,4	1,7
Чистый долг/ЕБИТДА	0,2	1,1	0,5	0,7	0,6	0,7	1,3	1,6
Долг/Собственный капитал	0,3	0,3	0,2	0,2	0,5	0,4	0,6	0,5

Источники: Газпром нефть, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка в 2009 г. существенно возросла... Чистый долг Газпром нефти по состоянию на конец 2009 г. составлял 5,4 млрд долл. По сравнению с концом 2008 г. долг эмитента увеличился более чем втрое, а долговая нагрузка, выраженная отношением Чистый долг/ЕБИТДА, возросла с 0,2 до 1,1, что мы, тем не менее, считаем комфортным уровнем для компании. Например, у Роснефти данный показатель по итогам 2009 г. согласно нашей оценке, составлял 1,6, у ЛУКОЙЛА, а у ТНК-BP был несколько ниже – 0,7. Одной из основных причин, обусловивших увеличение долгового бремени Газпром нефти в прошлом году, стала покупка Sibir Energy: сделка обошлась компании в 1,7 млрд долл. и была профинансирована преимущественно за счет новых заимствований. Кроме того, в начале 2009 г. Газпром нефть закрыла сделку по приобретению 51% сербской нефтяной компании NIS за 400 млн. евро.

...но это недостаточное основание для лишения компании инвестиционных рейтингов. Напомним, что в декабре прошлого года агентство S&P установило негативный прогноз по рейтингу Газпром нефти («BBB-»), объяснив свое решение именно ростом долговой нагрузки компании с конца 2008 г., а также ухудшением позиций ликвидности и нынешней, а также потенциальной активностью компании в сфере слияний и поглощений. Хотя мы считаем доводы S&P в целом справедливыми, пока у агентства, на наш взгляд, все же недостаточно оснований для лишения «существенной» дочерней компании Газпрома рейтинга инвестиционной категории. Стоит отметить, что в IV квартале 2009 г. Газпром нефти удалось существенно улучшить структуру долга – краткосрочный долг за период сократился с 4,3 до 2,1 млрд долл., причем он на 40% покрывался денежными средствами на балансе компании. Отметим также как положительный фактор, что компания продолжает финансировать капитальные затраты за счет доходов от операционной деятельности –

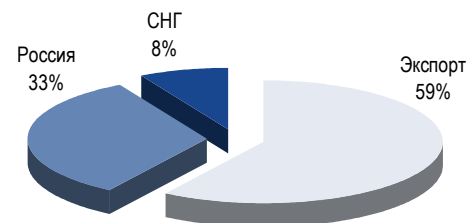
РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

по итогам 2009 г. свободный денежный поток Газпром нефти составил 867 млн долл.

Размещение рублевых облигаций должно позволить компании снизить валютные риски. В структуре доходов Газпром нефти в 2009 г. доля экспортной выручки составила 59% (67% с учетом продаж в страны СНГ), рублевой – 33%. Долю валютных займов в долговом портфеле эмитента на конец прошлого года мы оцениваем примерно в 85–90%, основная их часть представлена заимствованиями в долларах США, а рублевые заимствования, соответственно, составляют 10–15%. Таким образом, теоретически, размещение рублевых облигаций позволит Газпром нефти улучшить сбалансированность между валютной структурой ее выручки и долгового портфеля, в результате чего эмитент будет менее подвержен валютному риску.

Благоприятный прогноз на 2010 г. В целом мы положительно оцениваем кредитный профиль Газпром нефти. Согласно прогнозам компании, в 2010 г. ее нефтедобыча (Газпром нефть + по 50% Славнефти и Томскнефти) останется на уровне 2009 г. и составит 48 млн т, а объемы переработки вырастут почти на 11% до 37 млн т благодаря консолидации в отчетности показателей Московского НПЗ. Прогноз компании по EBITDA на 2010 г. составляет 5,4 млрд долл. (+10% к уровню 2009 г.), а по капзатратам – 3,88 млрд долл. (без учета капзатрат Славнефти и Томскнефти), из которых 54% будут приходиться на добычу, а 15% – на нефтепереработку. Газпром нефть приводит данные показатели для базового сценария, предполагающего среднегодовую цену Brent на уровне 75 долл. барр. С учетом прогнозируемого объема капзатрат мы полагаем, что по итогам 2010 г. свободный денежный поток эмитента останется положительным. Хотя мы не исключаем новых возможных приобретений компании в нынешнем году, что может привести к дальнейшему увеличению ее долговой нагрузки, мы сильно сомневаемся, что показатель Долг/EBITDA эмитента по состоянию на конец 2010 г. выйдет за пределы 1,5 – это предельный уровень, определенный руководством компании. Мы считаем, что превышение показателем данного значения ставит инвестиционные рейтинги Газпром нефти под серьезную угрозу. Исходя из прогнозируемого компанией EBITDA указанный уровень левереджа оставляет ей теоретические возможности для увеличения совокупного долга с уровня конца 2009 г. на 28% (или на 1,8 млрд долл.).

Третью выручки - рублевая
Структура выручки Газпром нефти за 2009 г.



Источники: Газпром нефть

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkova@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикина, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

**Телекоммуникации/Медиа/
Информационные технологии**
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010