



Утренний Express-О

10 ноября 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



**Газпром (Ваа1/BBB-/BBB) будет строить «Силу Сибири» без аванса.**

**Газпром (Ваа1/BBB-/BBB) будет строить «Силу Сибири» без аванса.**

**Газпром, как заявило руководство компании, будет строить «Силу Сибири» за счет собственных и заемных средств – без получения аванса с китайской стороны. Общая стоимость проекта оценивается в 55 млрд долл., что соответствует операционному денежному потоку госмонополии за 1,5 года. С учетом высоких характеристик кредитного профиля компании мы считаем, что необходимость привлекать новые средства на долговом рынке окажет умеренное повышательное давление на доходности бумаг Газпрома.**

**Комментарий.** Как заявили в Газпроме, у компании «нет больше необходимости согласовывать получение аванса для снижения цены контракта» (цитата по «Ведомости»). Ранее в СМИ выдвигались предположения о том, что сумма аванса по контракту может составить 25 млрд долл., однако в июне этого года на годовом собрании акционеров руководство компании заявило о том, что строительство будет осуществляться за счет средств компании.

Напомним, что для осуществления поставок до 38 млрд кубометров газа в год на протяжении 30 лет в Китай в рамках контракта на 400 млрд долл. Газпрому необходимо построить газопровод «Сила Сибири», общая стоимость которого, включая обустройство ресурсных баз, оценивается в 55 млрд долл. (или более 2,5 трлн руб.). Для сравнения по итогам 2013 г. операционный денежный поток Газпрома составил 1 747,9 млрд руб., таким образом, стоимость проекта соответствует операционному денежному потоку госмонополии за 1,5 года. Строительство «Силы Сибири» намечено на несколько лет, при этом часть газопровода («Якутия-Хабаровск-Владивосток») планируется ввести в эксплуатацию в конце 2017 г.

С учетом удорожания долгового финансирования и ослабления рубля мы не исключаем увеличения стоимости всего проекта «Сила Сибири». Так, уровень доходности евробондов Газпрома с мая этого года, когда был подписан контракт между CNPC и Газпромом и проект оценивался в 55 млрд долл., увеличился, по нашим оценкам, на 70-90 б.п. В то же время рубль ослаб к доллару примерно на 38% (с 34,74 до 47,88 руб.).

На этом фоне проблема выплат долгов украинской стороной за поставки газа для снижения давления на финансовые показатели, а также планы размещения ценных бумаг в Гонконге Газпромом как инструмент привлечения необходимых средств становятся более актуальными. Газпром, возможно, уже начал привлечение финансовых средств для реализации своей инвестиционной программы и рефинансирования долгов. Так, в начале ноября Газпром разместил еврооблигации на 700 млн долл. с купоном в 4,3% годовых сроком на 1 год. С учетом этого нового размещения мы можем оценить, что в течение следующих двух лет Газпрому предстоит вернуть долги на сумму 584,92 млрд руб., однако объем денежных средств на 30 июня 2014 г. – 943,9 млрд руб. – с запасом покрывает эту сумму.

С учетом того, что проект «Сила Сибири» планируется профинансировать частично за счет заемных средств мы можем ждать новых долговых выпусков от госмонополии. Это

**Стоимость строительства «Силы Сибири» вкуче с обустройством месторождений составляет 55 млрд долл. (более 2,5 трлн руб.)...**

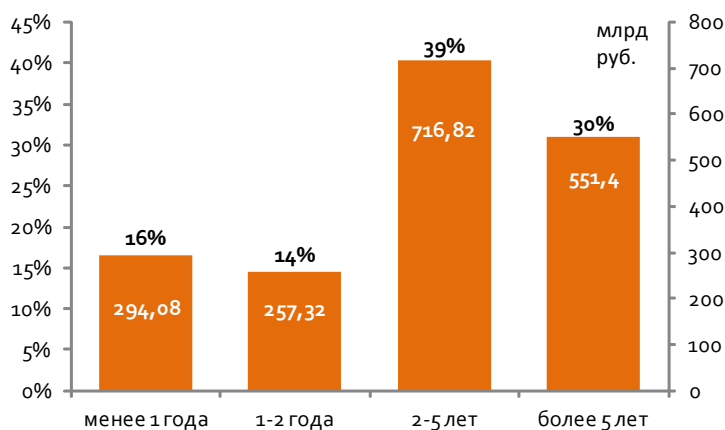
**...это соответствует операционному денежному потоку Газпрома за 1,5 года...**

**...компания обладает необходимым объемом денежных средств, чтобы покрыть долговые выплаты на следующие 2 года с учетом нового выпуска еврооблигаций...**

10 ноября 2014

может оказать некоторое давление на кредитные метрики Газпрома, однако с учетом устойчивых характеристик кредитного профиля (крупная подушка ликвидности, низкие коэффициенты долговой нагрузки – Долг/ЕБИТДА – 1,01х на конец 1 пол. 2014 г.), мы ожидаем, что это может лишь привести к умеренному росту доходности долговых бумаг компании в средне- и долгосрочной перспективе.

График погашения долгов Газпрома (по сост. на 31 июн. 2014 г.)



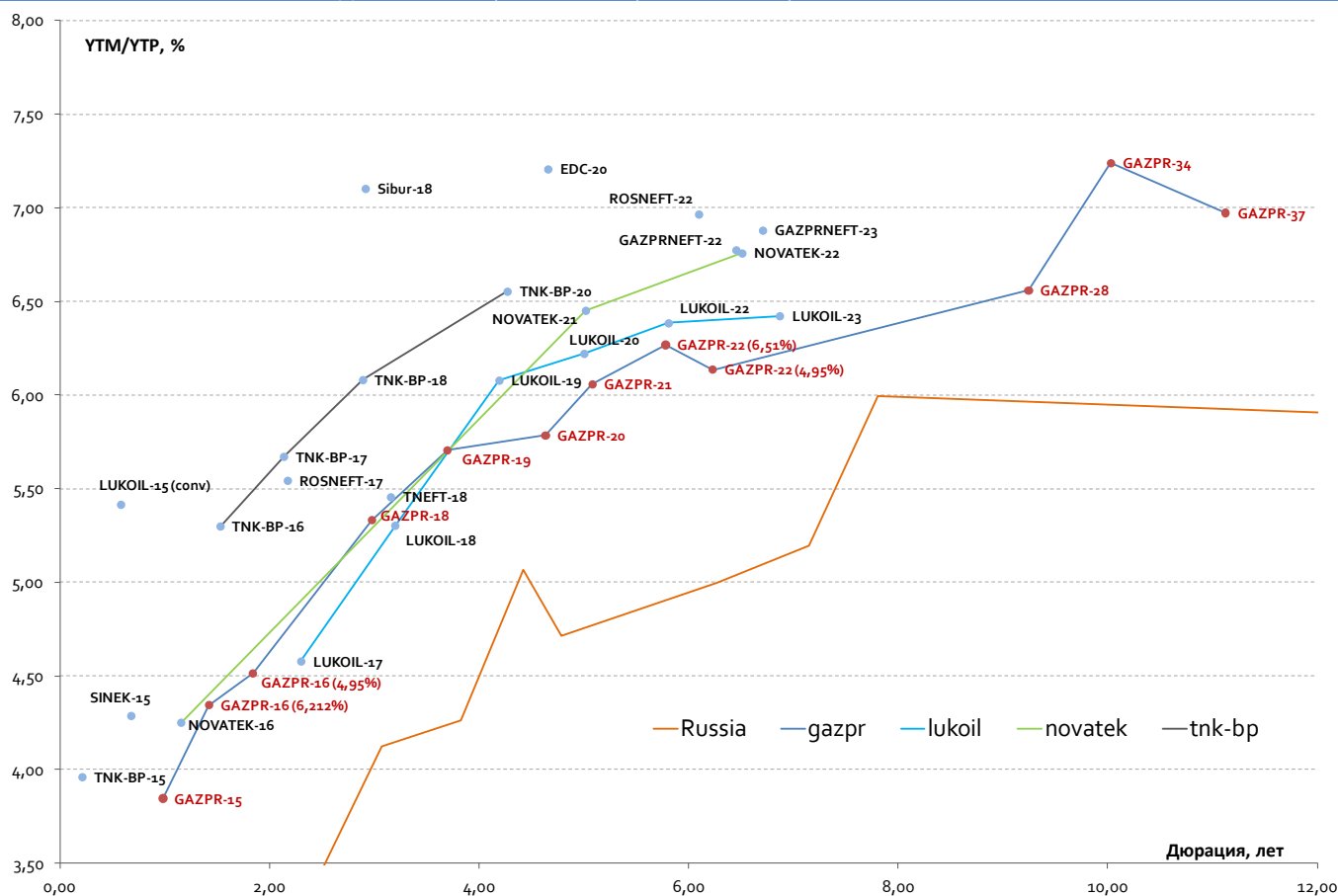
Источник: данные компании

Газпром МСФО			
Ключевые показатели млрд. руб.	1 пол. 2013	1 пол. 2014	% изм
Выручка от продаж	2568,1	2873,9	11,9%
Скорр. ЕБИТДА	1065,0	884,1	-17,0%
Чистая прибыль	582,7	450,6	-22,7%
Операционная прибыль	853,0	639,7	-25,0%
Net margin	22,7%	15,7%	- 7 п.п.
ЕБИТДА margin adj.	41,5%	30,8%	-10,7 п.п.
Operational margin	33,2%	22,3%	-11 п.п.
Кап.затраты	699,2	620,7	-11,2%
Чист. ден. средства от опер. деят-ти	955,5	986,1	3,2%
Чист. ден. средства от инв. деят-ти	-694,0	-698,2	0,6%
Чистый операц. ден. поток	261,6	288,0	10,1%
	на 31 дек. 2013	на 30 июн. 2014	% изм
Активы	13436,2	13772,8	2,5%
Денежные средства и эквиваленты	689,1	943,9	37,0%
Долг	1801,9	1838,4	2,0%
краткосрочный	331,9	294,8	-11,2%
долгосрочный	1470,0	1543,6	5,0%
Чистый долг	1112,8	894,5	-19,6%
Чистый долг/ ЕБИТДА	0,61	0,49	-
Долг / ЕБИТДА	0,98	1,01	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

10 ноября 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

10 ноября 2014

**Контакты:**
**ОАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

 114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>
**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Дмитрий Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютков**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

**ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ****Роман Османов**

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский**

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

**Денис Семеновых**

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

**Николай Фролов**

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

**Борис Холжигитов**

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Александр Сурпин**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили**

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ****Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин**

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков**

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов**

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

10 ноября 2014

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.