

## ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ В ПЕРВОМ ЭШЕЛОНЕ

### Первичное размещение облигаций

**Возвращение на рынок.** Газпром нефть – вертикально интегрированная нефтяная компания, занимающая пятое место в России по добыче нефти, 4 февраля закрывает книгу заявок по облигациям серий 08, 09 и 10 общим объемом 30 млрд руб. Бумаги серии 08 погашаются через пять лет, девятой – через 10 и имеют оферту через пять лет, у выпуска десятой серии срок обращения 10 лет и семилетняя оферта. Организаторы размещения ориентируют инвесторов на купоны в диапазоне 8–8,5% и 8,4–8,9% на пять и семь лет соответственно. Это предполагает доходности на уровне 8,16–8,68% при дюрации около 4,1 года и соответственно 8,58–9,06% при дюрации около 5,3 года.

**Газпром нефть – нефтедобывающий актив Газпрома.** На 30 сентября 2010 г. газовый концерн владел 95,68% акций компании. Доля Газпром нефти в выручке Газпрома по итогам первого полугодия 2010 г. составила около 25%, а в активах – приблизительно 11%. Основные добывающие активы компании с суммарными запасами в размере более 1,1 млрд т нефтяного эквивалента сосредоточены в Ямало-Ненецком и Ханты-Мансийском автономных округах, а также в Томской и Омской областях. По итогам 9 месяцев 2010 г. компания добыла 273,5 млн барр. (31,1 млн т) нефти, а ее продажи составили чуть более 105 млн барр. (14,35 млн т). На долю экспорта приходится 84% выручки. Основной нефтеперерабатывающий актив компании – Омский НПЗ мощностью 19,5 млн т в год, один из самых современных в России. Газпром нефть контролирует также Московский НПЗ мощностью 12,5 млн т в год и владеет нефтеперерабатывающим заводом «ЯНОС» на паритетных началах с ТНК-ВР. Кроме того, через Naftna Industrija Srbije (NIS) контролирует два НПЗ в Сербии суммарной мощностью 6,5 млн т. По итогам 9 месяцев 2010 г. компания переработала 192 млн барр. (26,2 млн т) нефти. Существенную часть произведенных нефтепродуктов НК продает на внутреннем рынке (более 60% в структуре продаж нефтепродуктов, в том числе через собственную сеть АЗС, которая насчитывает более 1 500 станций).

**Средства будут направлены на покупку.** В конце прошлого года Газпром нефть совместно с НОВАТЭКом приобрела контрольный пакет Северэнергии, за свою долю 900 млн долл. без учета долга. Помимо этого, недавно появилась информация о том, что правительство Москвы может продать Газпром нефти 22% Sibir Energy, ключевым активом которой является Московский НПЗ. В случае завершения сделки Газпром нефть получит полный контроль над компанией. На эту покупку, по нашей оценке, может потребоваться до 800 млн долл. Кроме того, на днях компания объявила оферту на выкуп находящихся в свободном обращении акций NIS, сербской нефтяной компании, 51% которой Газпром нефть купила в 2009 г. К выкупу может быть предъявлено не более 19,2% акций, что исходя из цены 4,8 евро/акция

#### Параметры выпусков

Эмитент	ОАО "Газпром нефть"
Кредитный рейтинг	ВВВ-/ВВААЗ/-
Серия облигаций	8
Закрытие книги заявок	04.02.2011
Дата размещения	08.02.2011
Срок обращения	5 лет
Купон	полугодовой
Оферта	не предусмотрена
Ориентир по ставке купона	8-8,5%
Ориентир по доходности	8,16-8,68%

Эмитент	ОАО "Газпром нефть"
Кредитный рейтинг	ВВВ-/ВВААЗ/-
Серия облигаций	9
Закрытие книги заявок	04.02.2011
Дата размещения	08.02.2011
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	5 лет
Ориентир по ставке купона	8-8,5%
Ориентир по доходности	8,16-8,68%

Эмитент	ОАО "Газпром нефть"
Кредитный рейтинг	ВВВ-/ВВААЗ/-
Серия облигаций	10
Закрытие книги заявок	04.02.2011
Дата размещения	08.02.2011
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	7 лет
Ориентир по ставке купона	8,4-8,9%
Ориентир по доходности	8,58-9,06%

составляет 150 млн евро. Не исключено, что Газпром нефть будет и дальше активно приобретать активы, в том числе за рубежом.

**Мы оцениваем кредитное качество Газпром нефти как высокое.**

Благодаря новым приобретениям (NIS, Malka Oil и Sibir), а также интенсификации добычи на старых скважинах и вводу в строй новых, у компании стабильно растет выручка и денежные потоки. По итогам 9 месяцев прошлого года выручка увеличилась на 42,8% до 23,7 млрд долл., а свободный денежный поток составил 1,3 млрд долл. Долговая нагрузка также находится на вполне комфортных уровнях: отношение Долг/EBITDA на конец сентября составляло около 0,9. Не вызывает опасений и ситуация с обслуживанием долга – коэффициент EBITDA/Процентные расходы вырос до 18,3. Риски рефинансирования достаточно низкие – доля краткосрочных обязательств на конец отчетного периода составляла 27% и на 75% покрывались остатками денежных средств на балансе. С более подробным анализом отчетности Газпром нефти можно ознакомиться в нашем обзоре <http://www.cbonds.info/comments/download.php/params/id/47331>.

**Возможен рост долговой нагрузки, риски снижения рейтингов невысокие.** Кроме размещающихся в настоящий момент облигаций у компании есть в запасе семь зарегистрированных выпусков общим объемом 50 млрд руб. Однако по выпускам на 30 млрд руб. сроки регистрации заканчиваются уже в апреле нынешнего года, а по двум выпускам на 20 млрд руб. – в августе.

С учетом роста выручки и сохранения рентабельности по EBITDA на текущем уровне дальнейшее увеличение объема обязательств может в краткосрочной перспективе вызвать рост долговой нагрузки до уровня 1,2–1,3. Однако по итогам 2011 г. мы ожидаем, что она снизится до 1,1 и останется на этом уровне в ближайшие годы. Рейтинг Газпром нефти по версии Standard & Poor's (BBB-) остается в списке CreditWatch, куда рейтинговое агентство поместило их в октябре. Прогноз по рейтингу «Негативный». По нашему мнению, вероятность снижения кредитных рейтингов ниже инвестиционного уровня невелика – учитывая объемы погашений (1,3 млрд долл. и 1,2 млрд долл. в 2011 и 2012 гг. соответственно) и положительный денежный поток, а также возможности привлечения финансирования и поддержку Газпрома, риски ухудшения ситуации с ликвидностью и проблемы с рефинансированием отсутствуют.

**Выпуски привлекательны даже по нижней границе диапазона.** В обращении находятся четыре выпуска облигаций эмитента на общую сумму 38 млрд руб. Наиболее ликвидные из них – Газпром нефть 03 (YTP 6,7%) и Газпром нефть БО-5 (YTM 7,37%), предлагающие премию к кривой ОФЗ в размере приблизительно 90–100 б.п. Мы считаем эти уровни завышенными примерно на 30 б.п., так как, с одной стороны, бумаги НОВАТЭКа (BBB-/Вaa3/BBB), у которого схожие рейтинги и гораздо меньшие масштабы бизнеса, торгуются с дисконтом по доходности в размере порядка 30 б.п. к бумагам эмитента. А с другой стороны, на кривой уже обращающихся выпусков Газпром нефти лежат некоторые выпуски МТС (BB/Va2/BB+). На наш взгляд, риски роста долговой нагрузки и снижения кредитных рейтингов не настолько велики, чтобы бумаги Газпром нефти котировались так дешево. Что касается размещающихся выпусков эмитента, то, по нашему мнению, они привлекательны даже по нижней границе ориентиров. Но наиболее привлекательно выглядит «длинный» Газпром нефть 10, предлагающий премию в размере примерно 20 б.п. к уже обращающимся бумагам эмитента даже по нижней границе ориентиров, в то время как более короткие восьмой и девятый выпуски по нижней границе диапазона лежат практически на кривой уже обращающихся выпусков компании. Высокому спросу на выпуски ключевой «дочки» Газпрома может способствовать и тот факт, что таких длинных» бумаг на внутреннем рынке в «нефтянке» сейчас нет. К примеру, самыми длинными рублевыми облигациями в настоящий момент являются Газпром А9 и А11 с дюрацией около 2,7 года.

См. график на следующей странице.

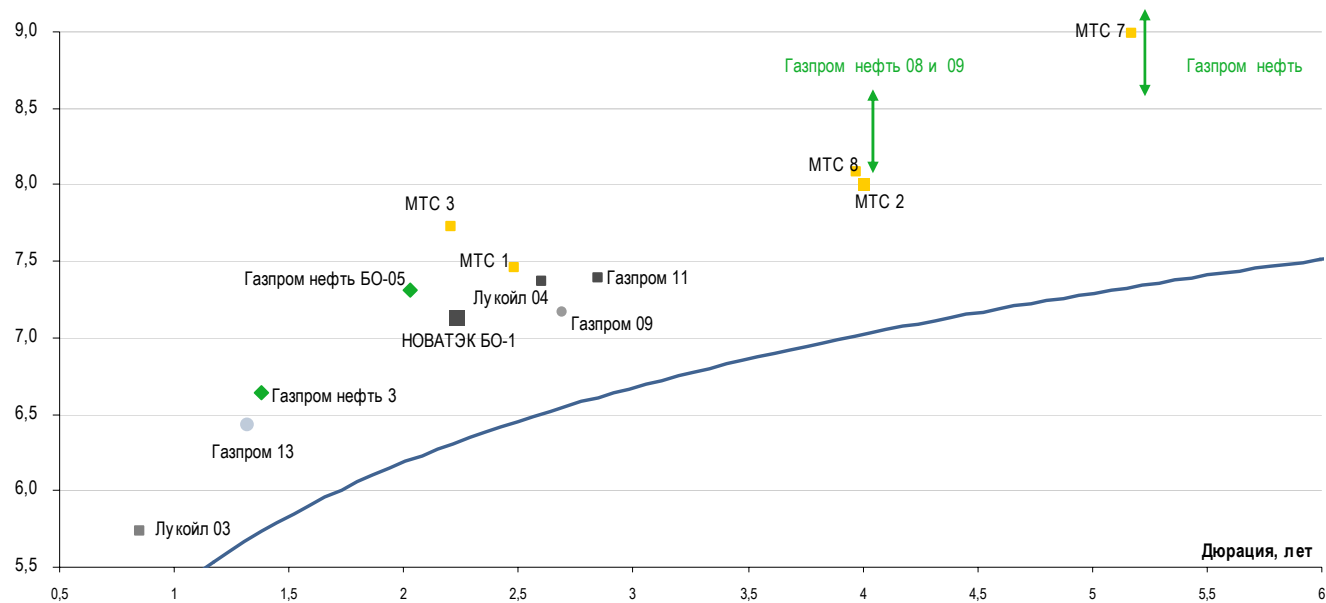
**Ключевые финансовые показатели**

Газпром нефти по МСФО, млрд долл.			
	2008	2009	9 мес.10
Выручка	34	24	24
EBITDA	8	5	5
Чистая прибыль	5	3	3
EBITDA, %	23	21	20
Чистая прибыль, %	14	13	11
Основные средства	9	14	15
Денежные средства	2	1	1
Дебиторская задолженность	2	3	3
Собственный капитал	14	19	20
Кредиторская задолженность	1	2	2
Активы	20	30	30
Фин. долг, в т.ч.:	4	6	6
краткосрочные займы	2	2	2
долгосрочные займы	2	4	4
Чистый долг	2	5	5
Краткосрочные займы / ФД	0,6	0,3	0,3
Фин. долг / EBITDA	0,5	1,2	0,9
Чистый долг / EBITDA	0,2	1,0	0,7
EBITDA / Проценты к уплате	46,9	14,1	18,3
Собственный капитал / Активы	0,7	0,6	0,7

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Привлекательны даже по нижней границе диапазона**

Доходности облигаций (по состоянию на 02 февраля 2011 г.)



Источники: ММВБ, Cbonds.info

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011