

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ: АО НК «КАЗМУНАЙГАЗ» (BB+/Baa3/BBB)

**АО «Национальная компания «КазМунайГаз» сделала тендерное предложение об обратном выкупе еврооблигаций на сумму 3,4 млрд долл. Сокращение объема предложения может усилить спрос на длинные евробонды, выпущенные эмитентами из стран СНГ.**

**Евгений Хилинский**  
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru  
+7 (495) 287 61 00, доб. 51643

**Новость.** АО НК «КазМунайГаз» (КМГ) сделала владельцам евробондов различных серий тендерное предложение купить их бумаги за наличные на общую сумму 3,4 млрд долл. В ответ на объявление об оферте рыночные котировки еврооблигаций КМГ скорректировались до уровней цены выкупа.

Ключевые параметры оферты:

**Приоритет выкупа.** По облигациям (выпускам) установлен приоритет выкупа (от 1 до 3):

Облигации первого уровня приоритета будут выкуплены в полном объеме. Выпуски погашением в 2043 г. – на общую сумму 2 млрд долл., выпуски погашением в 2044 г. – на общую сумму 1 млрд долл.

Облигации второго уровня приоритета: выпуски погашением в 2023 г. (1 млрд долл. в обращении) и выпуски погашением в 2025 г. (0,5 млрд долл. в обращении).

Облигации третьего уровня приоритета: выпуски погашением в 2020 г. (1,5 млрд долл. в обращении) и выпуски погашением в 2021 г. (1,25 млрд долл. в обращении).

**Временные рамки.** Срок предложения истекает 4 декабря, тогда как владельцы еврооблигаций, давшие согласие до 19 ноября, получат премию к цене выкупа.

**Цена выкупа.** Держатели облигаций, согласившиеся на выкуп до 19 ноября, смогут продать свои бумаги на 3 п.п. дороже, чем те, которые подадут заявку позже этого срока. Более подробная информация по ценам представлена в таблице ниже.

**Комментарий.** На наш взгляд, цена предложения весьма привлекательна – по длинным выпускам она превышает уровень предыдущего закрытия на 8-9 п.п. Бумаги компании последний раз торговались по ценам предложения в мае этого года. По этой цене, как мы полагаем, КМГ, скорее всего, приобретет бумаги выпусков с погашением в 2044 г. и 2043 г. общей стоимостью в 3 млрд долл. и пропорционально – бумаги с погашением в 2025 г. и 2023 г. общей стоимостью 400 млн долл.

УРОВЕНЬ ПРИОРИТЕТА	ДАТА ПОГАШЕНИЯ	В ОБРАЩ., МЛН ДОЛЛ.	ПРЕМИЯ К ЦЕНЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ	ЦЕНА ПРЕДЛОЖЕНИЯ	ПОСЛ. ЦЕНА ПЕРЕД ОБЪЯВЛ. ОФЕРТЫ*	ПРЕДЫД. ЗАКРЫТИЕ	ПРЕМИЯ К ЦЕНЕ ЗАКРЫТИЯ (П.П.)
Первый	2043	2 000	88,5	85,5	80,96	80,41	8,09
Первый	2044	1 000	90,5	87,5	81,33	81,58	8,92
Второй	2023	1 000	95,5	92,5	91,2	91,28	4,22
Второй	2025	500	95,5	92,5	91,14	91,22	4,28
Третий	2020	1 500	107,75	104,75	105,33	105,44	2,31
Третий	2021	1 250	104,75	101,75	102,23	102,47	2,28

*Источник: КМГ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка*

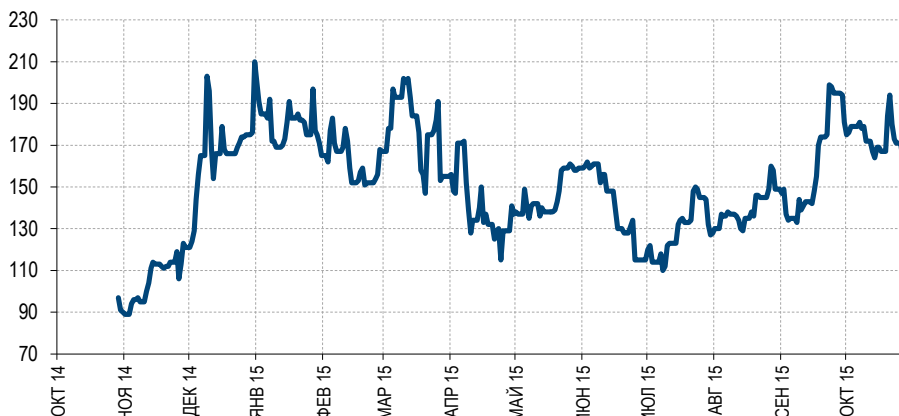
Мы считаем, что оферта позитивна для кредитного качества КМГ, поскольку поможет компании снизить долговую нагрузку. В то время как чистая долговая нагрузка (по отношению к EBITDA за последние 12 месяцев) останется неизменной на уровне 2,5х, общая долговая нагрузка сократится почти на 1,0х – до 3,0х.



Снижение долга более чем на 20% также улучшит показатель покрытия процентов (ЕВИТ/расходы по процентам), который в 1П15 находился на отметке 3,1х. Тем не менее мы считаем, что сокращения валовой долговой нагрузки недостаточно для поддержания доходностей на текущих низких уровнях, и они должны вырасти по истечению срока оферты. Чистая долговая нагрузка КМГ остается выше аналогов из других стран СНГ (2,5х по сравнению с 2,0х у Роснефти и 0,7х у Газпрома и ЛУКОЙЛа по состоянию на 1П15), а себестоимость добычи на принадлежащих компании месторождениях относительно высока (42–48 долл.: операционные расходы+капзатраты за баррель, согласно сентябрьским отчетам). На денежный поток компании также будут давить инвестиции, необходимые для реализации программы по модернизации НПЗ в период до конца 2018 г.

Вместе с тем мы отмечаем, что правительство продемонстрировало готовность и способность оказать прямую поддержку компании (сделка по продаже доли в месторождении Кашаган). К тому же обсуждаемое изменение принципа взыскания экспортных пошлин – переход с фиксированной ставки на тонну к ставке, привязанной к цене нефти Brent, – может ограничить неблагоприятный эффект на компанию в случае очередных ценовых потрясений. Тем не менее мы полагаем, что объявленный выкуп представляет собой хорошую возможность для продажи, поскольку текущий спред KZOKZ43 – KAZAKHSTAN44 соответствует минимальным уровням ноября 2014 г., когда цена на нефть была выше, а положение компании – более прочным.

*Спред KZOKZ43 – KAZAKHSTAN44: снижение на 60 б.п. после объявления оферты*



*Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка*

Поскольку большинство длинных выпусков уже было погашено, мы полагаем, что некоторые игроки могут рассматривать возможность инвестирования высвободившихся средств в бумаги компаний стран СНГ с сопоставимым риском и аналогичной дюрацией. Два самых очевидных варианта – длинные выпуски суверенных бумаг Казахстана и длинные выпуски GAZPRU.

Доходности длинного выпуска KAZAKHSTAN44 выросли после объявления о выкупе (возможно, на фоне ожиданий повышенного спроса), однако его спред к KZOKZ44 по-прежнему находится на исторических минимумах.

Собственный кредитный профиль Газпрома гораздо лучше КазМунайГаза, его чистая долговая нагрузка в 1П15 была равна 0,7х. При этом после объявления о выкупе премии по выпускам KZOKZ44 и KZOKZ43 к GAZPRU37 и GAZPRU34 51 б.п. и 37 б.п. соответственно сменились дисконтом в -35 б.п.



Спред KZOKZ44 – GAZPRU34 сузился на 80 б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Спред KZOKZ43 – GAZPRU37 снизился на 70 б.п.

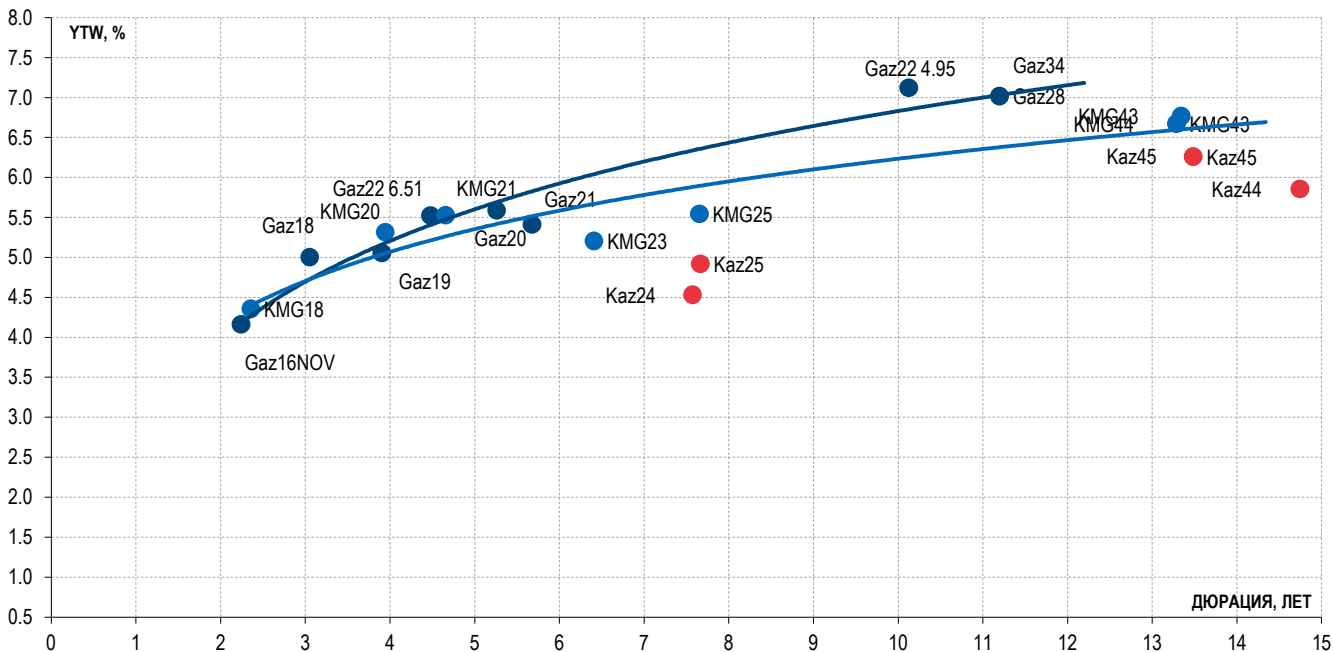


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

По нашим расчетам, общий объем выпусков еврооблигаций эмитентов из стран СНГ (России, Казахстана и Азербайджана) составляет 57 млрд долл. Из них до конца 2016 г. наступает срок погашения по выпускам на 6 млрд долл. При этом объем предложений новых выпусков от российских эмитентов по-прежнему ограничен, поэтому общий объем предложения риска эмитентов среди нефтегазовых компаний СНГ в средней и длинной дюрациях может сократиться на 7%. На длинном конце кривой (свыше 10 лет) лишь GAZPRU34 и GAZPRU37 сопоставимы по дюрации с выпусками КазМунайГаза, предлагаемыми к выкупу.

Принимая во внимание более высокое кредитное качество Газпрома, мы считаем, что инвесторы, рассматривающие аналогичные дюрацию и уровни риска, могут сделать выбор в пользу длинных выпусков Газпрома с более высокой доходностью, тем самым обеспечивая рост спроса в длинной дюрации.

Кривая КазМунайГаза опустилась ниже кривой Газпрома и выровнялась после объявления о том, что в выкупе будут участвовать преимущественно бумаги с длинной дюрацией



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

---

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры**

---

**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

**ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

+7 (495) 983 18 80

**ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

+7 (495) 988 24 10

**ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

+7 (499) 271 91 04

---

**Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.

---