

Газпром нефть (BBB-/Baa3/-):

Российский рынок облигаций

17 февраля 2011 г.

Недооцененная «голубая фишка»

Выводы

По нашему мнению облигации Газпром нефти (BBB-/Baa3/-) недооценены на карте рублевого долгового рынка (см. Илл.2 стр.2). Мы считаем, что для инвесторов категории «real money», ориентированных на срок вложений около 5 лет, выпуски Газпром нефти предлагают лучшее соотношение риска и доходности среди имеющихся в настоящее время на рынке альтернатив.

В первую очередь, заслуживают внимания недавно размещенные 5-летние выпуски компании – Газпром нефть-8 и 9 (купон 8,5%), а также 7-ми летний заем Газпром нефть-10 (купон 8,9%). На вторичные торги они выйдут примерно через две недели, а на форвардном рынке их котировки «бид-оффер» сегодня находятся на уровне 99.95 – 100.10% от номинала. Доходность новых выпусков Газпром нефти исходя из указанных котировок – максимальная среди корпоративных бумаг первого эшелона и находится примерно на одной кривой с выпусками эмитентов качественного второго эшелона, такими как ВымпелКом (BB+/Ba2/-) и МТС (BB/Ba2/BB+). Данный факт, как мы считаем, указывает на недооцененность выпусков Газпром нефти.

Кредитное качество ВымпелКома и МТС в среднесрочной перспективе будет с большой долей вероятности ухудшаться, тогда как для Газпром нефти, являющейся "существенной" дочерней компанией Газпрома (BBB/Baa1/BBB), значимых угроз ослабления кредитного профиля на данный момент мы не видим. Риски предложения новых бумаг от всех данных эмитентов мы считаем равнозначными.

«Свежие» выпуски Газпром нефти смотрятся дешево и относительно суверенной кривой, предлагая спред над ОФЗ в размере около 115-125 б.п., тогда как справедливый спред мы оцениваем в пределах 100 б.п. (что соответствует спреду более коротких выпусков Газпром нефти БО-5/6 к ОФЗ). Таким образом, потенциал снижения доходности новых 5-летних выпусков компании мы оцениваем не менее чем в 15 б.п. (соответствует росту котировок на уровне 0,6 п.п.), 7-летних – в 15 - 25 б.п. (ценовой «апсайд» 0,75 – 1,25 п.п.).

Газпром нефть – 100% «investment grade». Хотя мы в целом высоко оцениваем кредитные профили ВымпелКома и МТС, Газпром нефть по сравнению с данными эмитентами является вне сомнений заемщиком более высокого класса, что соответственно должно выражаться и в более низких для нее ставках заимствований.

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 25%.

Газпром нефть также характеризуется сильным собственным кредитным профилем. За 9М2010 г компания получила свободный денежный поток в размере почти \$2 млрд, а долговая нагрузка эмитента на отчетную дату находилась на консервативном уровне (0,8x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА). В связи с этим, мы рассматриваем Газпром нефть как полноценного заемщика инвестиционной категории, чего все же нельзя сказать применительно к ВымпелКому и МТС. Разница в кредитном качестве данных компаний также находит закономерное отражение в их кредитных рейтингах.

Перспективы кредитного профиля Газпром нефти более благоприятны, нежели ВымпелКома и МТС. Хотя Газпром нефть может продолжить увеличивать свою M&A активность и капитальные вложения в кратко- и среднесрочной перспективе, значимое ухудшение кредитных метрик эмитента и вывод кредитных рейтингов компании из инвестиционной категории представляется нам очень маловероятным. В случае же ВымпелКома и МТС последствия возможного ослабления кредитных профилей компаний выглядят как гораздо более реальная угроза. ВымпелКом сейчас близок к тому, чтобы закрыть крупную сделку по приобретению мобильных активов Weather Investments, что должно выразиться в ощутимом росте долговой нагрузки оператора. Мы допускаем, что это может стать лишь временным ослаблением кредитных характеристик ВымпелКома, однако избежать снижения рейтингов компании будет непросто (S&P уже установило «негативный» прогноз по рейтингу оператора). Также высока вероятность того, что МТС в перспективе последует примеру своего основного конкурента и, через M&A сделки, пойдет по пути превращения в международного игрока телекоммуникационного рынка, что может выразиться в ухудшении кредитных метрик компании и привести к снижению ее рейтингов.

Илл. 1: Ключевые финансовые показатели Газпром нефти, МТС и ВымпелКома за 9М2010г, \$ млн

	Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) МСФО	ВымпелКом (BB+/Ba2/-) US GAAP	МТС (BB/Ba2/BB+) US GAAP
Выручка	23 709	7 697	8 298
ЕБИТДА	4 436	3 692	3 698
Свободный денежный поток	1 958	1 989	1 776
Чистый долг	4 617	4 026	4 315
Собственный капитал	19 877	11 138	4 397
Активы	30 412	21 046	14 446
Коэффициенты			
Норма ЕБИТДА,%	18,7	48,0	44,6
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	0,8	0,8	0,9

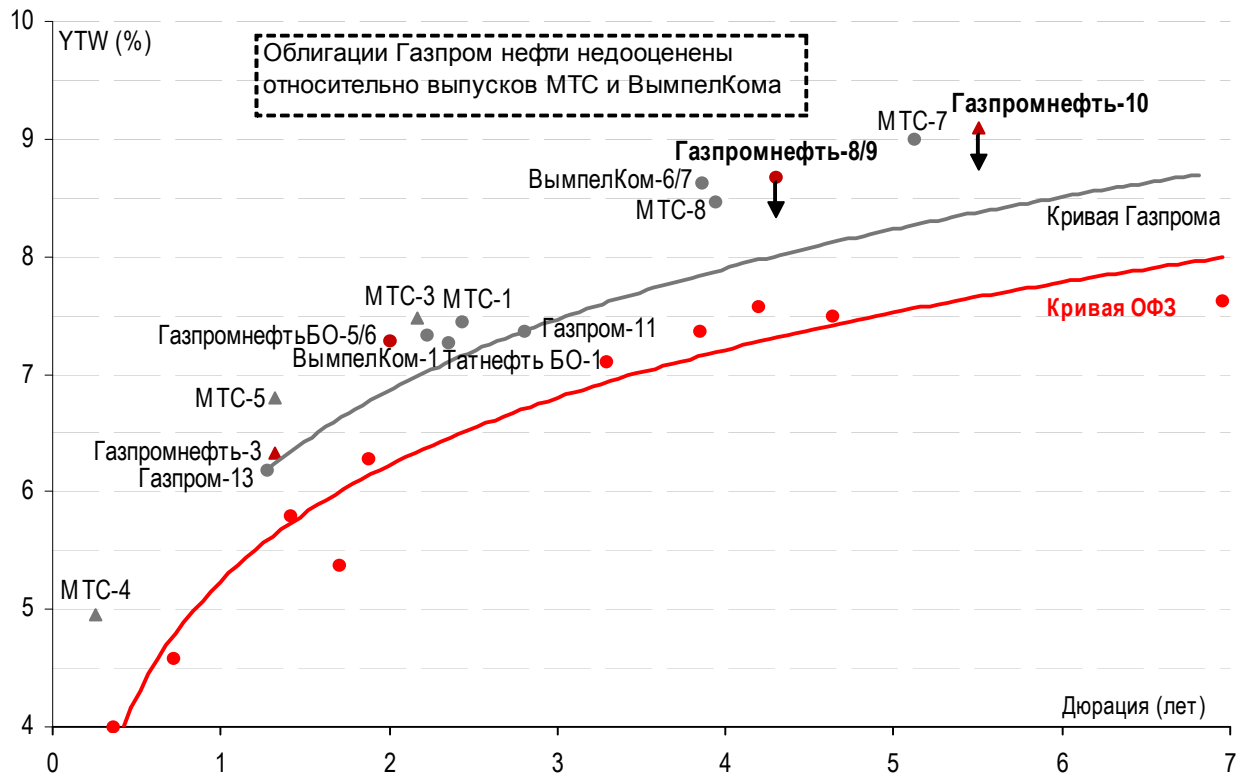
* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: отчетность компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

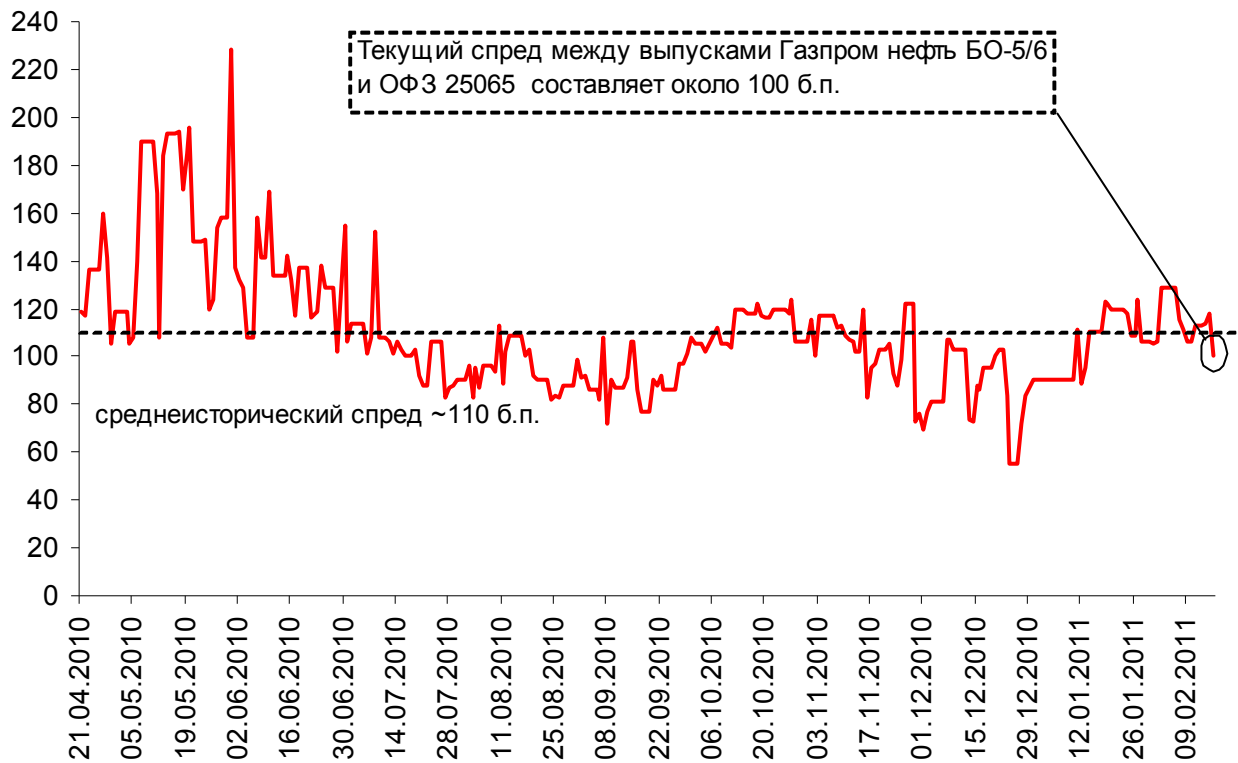
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл 2: Диаграмма доходностей рублевых облигаций



Источники: ММВБ, Отдел исследований Альфа-Банка; Все котировки по состоянию на 16 февраля 2011 г.

Илл 3: Спред Газпром нефть-Б0 5/6 – ОФЗ 25065



Источники: ММВБ, Отдел исследований Альфа-Банка; Все котировки по состоянию на 16 февраля 2011 г.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения несут исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни 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. Альфа-Банк и связанные с ним 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 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. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.