


ГАЗПРОМБАНК

Кредитный профиль НГК Итера: pros et contras

Условия выпуска

Эмитент	ООО «НГК Итера»
Объем, млрд руб.	5
Погашение	2012 г.
Следующая оферта	Июнь 2010
Ставка купона	18,9%
Организатор	Газпромбанк

- ▶ **Особый статус на российском газовом рынке.** Итера в течение довольно длительного времени занимает особое положение на российском газовом рынке, что во многом объясняется выстроенными отношениями с Газпромом. В частности, компания занимает практически монопольные позиции на крупном рынке сбыта Свердловской области. Наличие собственной рыночной ниши - конкурентное преимущество Итеры, однако мы отмечаем, что большая концентрация бизнеса на одном рынке сбыта (Свердловская область) несет в себе потенциальный риск.
- ▶ **Операционный бизнес: «суровая зима» 2008-2009.** Четвертый квартал прошлого года оказался для Итеры довольно тяжелым: компания столкнулась с ростом неплатежей со стороны крупных промышленных потребителей. В первом квартале проблему отчасти удалось решить – в то же время, дебиторская задолженность за поставленный газ остается существенно выше уровней прошлого года.
- ▶ **Перспективы на текущий год: потребление газа снижается...** Прямым следствием спада в реальном секторе экономики РФ стало снижение потребления газа: в первом квартале продажи Итеры в Свердловской области (в натуральном выражении) были на 14% ниже уровня аналогичного периода прошлого года.
- ▶ **...но негативный эффект в выручке будет компенсирован ростом цен.** Согласно принятому решению ФСТ России, тарифы на газ в 2009 году индексируются поквартально: повышение на 5% в 1 квартале и на 7% во втором уже состоялись, общий рост к концу года, как ожидается, составит 27,7% (к уровню 2008 г.). Рост тарифов ФСТ должен компенсировать негативный эффект от падения потребления газа: по оценкам компании, объем продаж в текущем году останется на уровне 2008 г.
- ▶ **Операции со связанными сторонами – дополнительный риск с точки зрения ликвидности.** Дополнительный риск с точки зрения ликвидности НГК Итера мы видим в значительном объеме операций со связанными сторонами. В рамках Группы Итера именно газовый бизнес генерирует основной денежный поток. Как следствие, НГК Итера выступает в роли «донора» для различных проектов акционеров, предоставляя займы связанным компаниям. При этом у нас нет ясности относительно перспектив возврата существенной части этих средств.
- ▶ **Долговая нагрузка: преодолима в ближайшей перспективе, но риски рефинансирования остаются «на повестке дня».** Надвигающийся пик выплат по долгу, по всей видимости, удастся преодолеть, но на более длительном временном горизонте риски рефинансирования остаются на повестке дня. В частности, перспективы погашения обязательств в следующем году (почти 9 млрд руб) будут полностью зависеть от доступа к источникам заемного капитала.
- ▶ **Потенциальный драйвер роста денежного потока - сокращение оборотного капитала.** Возвращение дебиторской задолженности за поставляемый газ на докризисные уровни позволило бы высвободить дополнительные средства для финансирования инвестиционной программы и исполнения обязательств по долгу. Перспективы сокращения оборотного капитала зависят от того, как быстро начнет восстанавливаться бизнес крупнейших потребителей Итеры в Свердловской области.

НГК Итера: основные операционные и финансовые показатели

	1кв2009	Рост, % к 1кв2008	2008	Рост, % к 2007	2007
Реализация газа, млн куб м	5 945	-5,3%	23 784	11,9%	21 251
Выручка, млн руб	10 437	-7,6%	40 474	36,3%	29 695
ЕБИТДА, млн руб	2 344	54,0%	8 784	109%	4 210
Рентабельность ЕБИТДА	22%	+9 п.п.	22%	+8 п.п.	14%
Чистая прибыль, млн руб	540	-56%	3 743	28%	2 934
Финансовый долг*, млн руб	23 050		20 107		17 536
Долг/ЕБИТДА	2,4		2,3		4,2
Денежные средства млн руб	920		1 308		522

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Коротко о компании

ООО «НГК Итера» (поручитель по облигационному займу) - ключевая операционная компания Группы Итера, основной бизнес которой исторически связан с российской газовой отраслью.

ООО НГК Итера входит в состав МГК (международной группы компаний) Итера. Помимо основного бизнеса в России, владельцы МГК (конечные бенефициары – менеджмент, а также индийская компания Sun Group) последние несколько лет вели различные проекты в нефтегазовой сфере в других странах, в частности, в Туркменистане, Индии, Африке, Канаде. Кроме того, МГК Итера предпринимала попытки диверсифицировать бизнес за счет других отраслей – в частности, девелопмента (ОАО «Итера-Инвест-Строй»), нефтехимии (строительство завода по производству метанола в Свердловской области). Насколько мы понимаем, на настоящий момент основные денежные потоки в рамках Группы генерирует ООО НГК Итера.

«Плюсы» и «минусы» особого статуса на газовом рынке

Итера в течение довольно длительного времени пользуется своим особым статусом на российском газовом рынке. В частности, начиная с 1999 года компания полностью обеспечивает поставками газа один из наиболее промышленно развитых регионов России - Свердловскую область - четвертый в стране по уровню ВРП в 2007 году (после Москвы, Санкт-Петербурга и Тюменской области). Поставки в Свердловскую область составляют около 80% от общего объема продаж газа Итеры - в натуральном выражении последние 3 года на этот рынок компания поставляла 18-19 млрд. куб. м. газа. Реализация газа потребителям осуществляется через дочернюю компанию, которой Итера владеет совместно с администрацией Свердловской области – ЗАО «Уралсевергаз»: НГК Итера покупает сырье «на скважине» у добывающих компаний и продает Уралсевергазу (при этом НГК Итера каждый год заключает договор с Газпромом на оказание транзитных услуг). В настоящий момент между НГК Итера и администрацией Свердловской области существует договоренность о поставках до 2015 года.

Помимо практически монопольного положения на рынке Свердловской области, НГК Итера является единственной независимой газовой компанией в России, экспортирующей газ в страны ближнего зарубежья через трубопроводную систему Газпрома – в частности, в Латвию, Эстонию, Грузию. Доля экспорта в общем объеме поставок сравнительно небольшая – всего около 3%, но благодаря гораздо более высоким экспортным ценам его вклад в чистую прибыль заметно выше (около 15%, по оценкам компании). НГК Итера, через свою дочернюю компанию ООО «Итера Латвия», контролирует 16% Latvijas gaze и 9,85% Eesti Gaas, поставляющих газ конечным потребителям в Латвии и Эстонии.

«Особый статус» Итеры среди других независимых участников российского газового рынка во многом объясняется выстроенными отношениями с Газпромом

«Особый статус» Итеры среди других независимых участников российского газового рынка во многом объясняется налаженными отношениями с Газпромом. НГК Итера «делит» с группой Газпром и Газпромбанком добывающие активы: ЗАО «Пургаз», ведущее разработку Губкинского газового месторождения в ЯНАО (49% принадлежит Итере, 51% - Газпрому) и ОАО «Сибнефтегаз», разрабатывающее перспективное Береговое месторождение в ЯНАО (Итера владеет 28%, 51% принадлежит Газпромбанку). Изначально контроль над добывающими активами был у Итеры – текущая структура капитала Пургаза сложилась в 2002 году, когда новое руководство Газпрома начало масштабную программу консолидации газовых активов. Соглашение, по которому контроль над ОАО «Сибнефтегаз» перешел к Газпромбанку, было достигнуто в 2006 году.

В итоге, хотя в 2002-2003 компания лишилась некоторых довольно прибыльных направлений бизнеса на фоне проводимой Газпромом политики укрепления позиций в России и СНГ (в частности, до 2003 года Итера поставляла газ из Туркменистана на Украину), ряд экспортных направлений и рынок Свердловской области остался за Итерой.

Большая концентрация бизнеса на одном рынке сбыта – потенциальный фактор риска

Наличие собственной рыночной ниши, с одной стороны, является очевидным рыночным преимуществом Итеры. С другой, большая концентрация бизнеса на одном рынке сбыта (Свердловская область) несет в себе по-

тенциальный риск. Последние несколько лет на фоне роста экспортных цен внутренний рынок не представлял особого интереса для Газпрома. В то же время, в текущих условиях, когда прибыльность экспортных поставок снижается, а внутренние тарифы на газ растут (на 2009 год запланирован рост на 28% к уровню 2008 года), нельзя исключать, что стратегия газовой монополии в отношении внутренних продаж может измениться. Увеличение своей доли на российском рынке может компенсировать Газпрому «выпадающие» доходы от общего снижения потребления газа в результате замедления российской и мировой экономики.

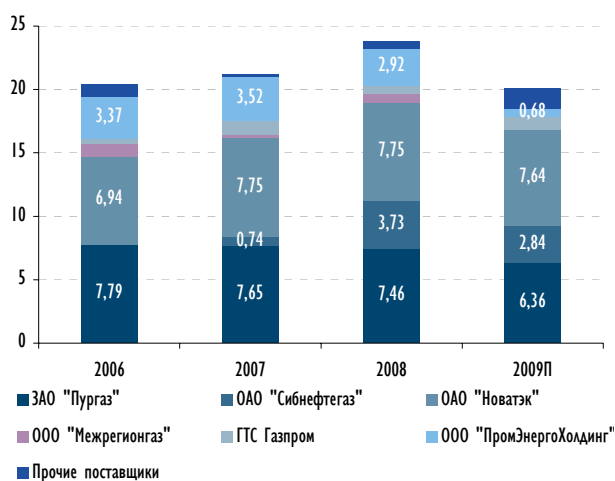
Стоит отметить, что подобное решение газового концерна определялось бы не только размером потенциальных доходов от полученного рынка сбыта, но и дополнительными издержками, на которые пришлось бы пойти. В частности, дочке Газпрома, занимающейся продажами на внутреннем рынке - Межрегионгазу - пришлось бы «с нуля» выстраивать работу со всеми группами потребителей, включая бюджетные / муниципальные организации с плохой платежной дисциплиной, а также принять на себя издержки, связанные с модернизацией коммунальной инфраструктуры. По мнению менеджмента Итеры, высокие «издержки входа» в определенной степени защищают позиции компании на рынке Свердловской области.

Бизнес модель: доступ к добывающим активам = более высокая трейдерская маржа

Бизнес-модель НГК Итера построена на сочетании двух элементов: трейдерского бизнеса и наличия доступа к добывающим активам.

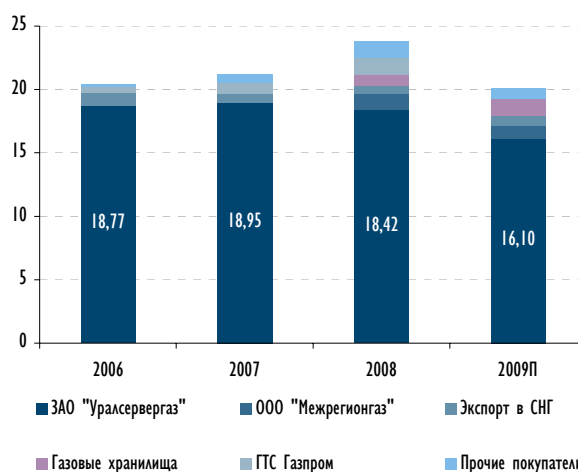
Совокупный объем поставок газа в прошлом году составил более 23,7 млрд. куб. м, в планах на 2009 год – реализация чуть более 20 млрд куб. м. Традиционно большая часть продаж Итеры составляют поставки в Свердловскую область (около 77% в 2008 году), где основной объем спроса приходится на промышленных потребителей и энергетиков (крупнейший клиент – ТГК-9). 3% от общего объема газа Итера экспортировала в Латвию, Эстонию и Грузию. Кроме того, часть газа, закупаемого у связанных добывающих компаний, реализуется «на скважине».

Газовый баланс НГК Итера 2006-2009П: поступление газа



Источник: данные Компании

Газовый баланс НГК Итера 2006-2009П: распределение газа



Источник: данные Компании

На стороне закупок газовый баланс в 2008 году на 47% покрывался поставками с месторождений Пургаза и Сибнефтегаза. Оставшиеся объемы Итера закупала у независимых производителей (крупнейший поставщик – Новатэк), Межрегионгаза, а также на электронной торговой площадке.

Итера преимущественно покупает сырье «на скважине», принимая на себя расходы по транзиту. Как следствие, маржа компании складывается из разницы между конечной ценой реализации (зависит от регулируемого тарифа ФСТ), стоимостью транзита (также регулируется) и закупочной ценой «на скважине». Последняя величина не подлежит регулированию и определяется исключительно компанией-поставщиком. Итера имеет наиболее привлекательную цену закупки по поставкам от Пургаза и Сибнефтегаза – насколько мы понимаем, в цепочке продаж Итера является «центром при-

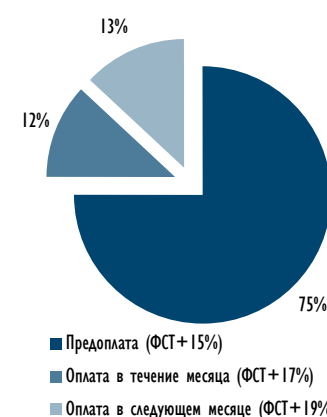
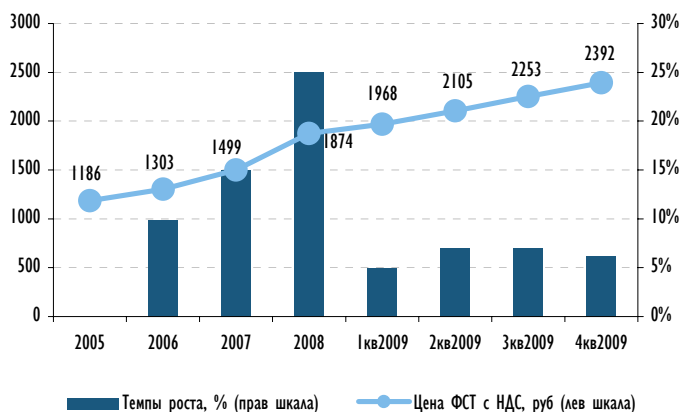


были». Как следствие, валовая рентабельность продаж газа, приобретаемого у «зависимых» добывающих предприятий, в первом квартале 2009 года составляла 30% - 33% (для сравнения, аналогичный показатель по продажам сырья, закупаемого у Новатэка – 17,3%).

Около 60% газа, поставляемого в Свердловскую область, НГК Итера продает по коммерческим ценам, с премией к цене ФСТ. В рамках действующего регулирования, газ, добываемый независимыми компаниями, может быть реализован по свободной цене. Газпром и аффилированные с ним производители, в которых газовая монополия контролирует не менее 20%, должны продавать сырье по тарифам ФСТ (за исключением «дополнительных» поставок газа сверх объемов, установленных в газовом балансе 2007 года). Из числа поставщиков Итеры под определение аффилированной с Газпромом компании попадает Пургаз. До 3 квартала прошлого года аналогичным статусом обладал и Сибнефтегаз - ситуация изменилась после того, как Газпромбанк вышел «за периметр» консолидации Газпрома.

Цена ФСТ по Уральскому региону (с НДС) и темпы роста:

Структура оплаты газа по коммерческой цене в 2008 году



Источник: данные Компании, ФСТ России, расчеты Газпромбанка

Источник: данные Компании

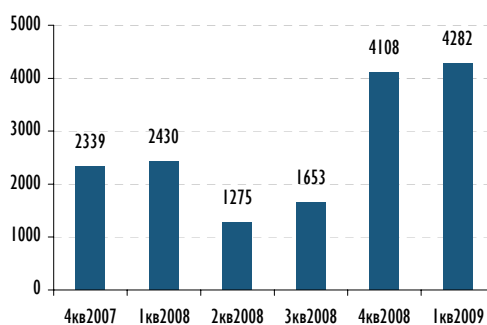
*Цена в 2009 году – исходя из принятого плана ФСТ России поквартальной индексации тарифа на 5% в 1 кв2009, 7% - во 2 и 3 кв2009, 6,2% в 4 кв2009

Операционный бизнес: «суровая зима» 2008-2009

В прошлом году «коммерческие» продажи в Свердловской области проходили по ценам, предполагающим премию 15%-19% к тарифу ФСТ, в зависимости от условий оплаты. При этом в целом по году 3/4 «коммерческого» газа было приобретено у НГК Итера на условиях предоплаты (с премией 15% к тарифу ФСТ).

В то же время, с точки зрения платежной дисциплины данные за весь год вряд ли можно считать репрезентативными, учитывая существенное ухудшение, произошедшее в четвертом квартале. Крупные потребители (в частности, энергетики), столкнувшись с резким ростом неплатежей, «переложили» проблему на своих поставщиков, в том числе на Уралсевергаз. Как следствие, дебиторская задолженность ЗАО «Уралсевергаз» перед НГК Итера за поставленное сырье в 4 квартале существенно выросла, а пиковым, по данным компании, был февраль, когда величина задолженности достигала 5-6 млрд руб.

Дебиторская задолженность ЗАО Уралсевергаз перед ООО НГК Итера, млн руб:



Источник: данные Компании

Итера отреагировала на возникшие сложности с оборотным капиталом

«Первая ласточка» кризиса: ухудшение платежной дисциплины...



изменением условий оплаты газа. С начала 2009 года премия к ФСТ при покупке по предоплате была снижена с 15% до 5%, тогда как премию в случае оплаты в следующем месяце компания наоборот увеличила с 19% до 24%. В итоге выгода от покупки газа по предоплате существенно увеличилась – учитывая, что тариф ФСТ вырос с начала года лишь на 5%, потребители получили возможность покупать газ дешевле, чем в 2008 году.

Изменение условий поставки и некоторое улучшение общей ситуации в экономике в начале 2009 года позволили частично решить проблему неплатежей – по итогам первого квартала объем дебиторской задолженности Уралсевергаза снизился с пиковых уровней февраля, хотя и остался довольно высоким (4,3 млрд руб). В условиях дефицита денежных средств некоторые крупные потребители, заинтересованные в покупке газа «со скидкой» на условиях предоплаты, начали расплачиваться за газ векселями крупных российских банков. В частности, по состоянию на 31/03/09 на балансе НГК Итера было около 1.7 млрд руб векселей, полученных за поставки сырья, большую часть из них составляли векселя Альфа-Банка с погашением в августе 2009 г. и феврале 2010 г.

Рост неплатежей в конце прошлого года оказался для компании лишь «первой ласточкой» кризиса: второй проблемой стало заметное снижение объемов потребления газа на внутреннем рынке. В частности, в первом квартале общий объем поставок в Свердловскую область сократился на 14% по сравнению с уровнем 2008 года.

В ответ на общий спад потребления сырья и скопившиеся избытки газа в трубе и газовых хранилищах, Газпром начиная с первого квартала стал сокращать собственные объемы добычи, а также снижать объемы приемки газа в транспортную систему с месторождений добывающих компаний (как связанных, так и независимых). В среднем по отрасли прием газа в трубу Газпромом сократился на 25%-30% (к уровням прошлого года).

Мы отмечаем, что ограничения по приемке сырья у Сибнефтегаза оказались заметно выше среднеотраслевых: добыча на месторождениях компании в апреле сократилась на 75% к аналогичному периоду прошлого года – до 77 млн куб. м. Согласно комментариям менеджмента, «чересчур жесткое» ограничение, введенное Газпромом, – временное явление, и в ближайшее время прокачка газа вырастет до среднеотраслевых уровней, предполагающих снижение на 25%-30% от имеющихся возможностей.

Текущий газовый баланс Итеры, составленный с учетом «провала» по добыче Берегового месторождения в марте – апреле и снижения потребления газа на ключевых рынках сбыта, предполагает 15%-ное снижение объема реализации в текущем году до 20,1 млрд куб. м. При этом, отрицательный эффект от сокращения масштабов бизнеса будет компенсирован ростом цены реализации, и в итоге объем продаж в рублях в текущем году останется на уровне 2008 года.

Решение ФСТ России на этот год предполагает ежеквартальную индексацию тарифов ФСТ в течение 2009 г. при одинаковых средних темпах роста для промышленности и населения – на 5% в 1 квартале, на 7% – во втором и третьем, и на 6.2% в 4 квартале (в совокупности – рост на 27,7% к уровню 2008 года). Решение принималось в конце прошлого года, и, как мы понимаем, логика в основе поквартальной индексации состояла в том числе в возможности гибко контролировать рост тарифов и «заморозить» его в случае резкого провала в экономике. Первые этапы повышения (на 5% в 1 квартале и на 7% с начала второго) уже были реализованы, и, по мнению менеджмента НГК Итера, в третьем квартале тарифы также будут проиндексированы. Мы полагаем, что четвертый квартал также не станет исключением на фоне постепенного восстановления реального сектора экономики РФ.

Пересмотр тарифов ФСТ может обеспечить и рост нормы прибыли НГК Итера в текущем году – при условии сохранения низких закупочных цен на месторождениях зависимых компаний (тарифы на транспортировку индексируются параллельно с ценами ФСТ). В то же время, общая эффективность бизнеса в значительной мере определяется структурой закупок (собственные месторождения/независимые поставщики) и реализации газа (продажа на скважине/продажа конечному потребителю): непредвиденные изменения газового баланса могут оказать давление на рентабельность. Наиболее очевидным примером можно считать сокращение поставок от Сибнефтегаза в марте-апреле.

Более фундаментальная проблема – общий спад потребления

Объем продаж в натуральном выражении в текущем году сократится на 15%...

Но отрицательный эффект масштаба в выручке будет компенсирован ростом цен на фоне индексации тарифов ФСТ

Рентабельность бизнеса 2009 – делать выводы преждевременно



Результаты первого квартала 2009 г. в части показателей рентабельности выглядят довольно неплохо: норма прибыли по EBITDA осталась на уровне 2008 года, 22% (в 1 квартале 2008 года – 13%). Согласно комментариям менеджмента, определенный позитивный эффект на рентабельность оказал тот факт, что реагируя на падение спроса Итера пыталась в первую очередь сокращать поставки газа от сторонних поставщиков, закупочные цены которых выше, чем у связанных компаний.

Долговая нагрузка и ликвидность

Общий объем долга НГК Итера по состоянию на конец первого квартала 2009 превышал 23 млрд руб, за вычетом займов от связанных сторон – около 22 млрд руб. При этом мы отмечаем довольно благоприятную структуру кредитного портфеля: порядка 80% сформировано за счет длинных кредитов крупных российских банков (оставшаяся часть – выпуск рублевых облигаций с офертой в июне текущего года). Последний кредит Итера привлекла в январе текущего года – 120 млн евро от Газпромбанка. Средства были направлены на погашение короткого долга, а также на финансирование инвестиционной программы одного из добывающих активов, Сибнефтегаза (доля Итеры в инвестиционных расходах – 49%).

Кредитный портфель НГК Итера, 31/03/09

Банк	Валюта	Текущ. долг, млн руб	Дата погашения	Процентная ставка
Внешэкономбанк	USD	10 034	июн 11	9%
Газпромбанк	EUR	5 393	апр 11	13,5%
Сбербанк	RUR	1 500	авг 10	11%
ООО Итера Холдинг	RUR	300	июл 12	10,7%
Итого долгосрочные кредиты		17 227		
Облигации ООО Итера Финанс	RUR	5 000	июн 09 (оферта)	10,5%
Omgania Trading	RUR	424	май 09 - июн 09	10,5% - 15%
ООО УралМетанолГрупп	RUR	300	апр 09 - май 09	12,0%
ООО Итера Холдинг	RUR	95	янв 10	12%
Итого краткосрочные кредиты		5 819		
Итого займы от связанных сторон		1 024		
Итого внешний долг		22 022		

Источник: данные компании

Кредитные линии обеспечены залогом акций одного из добывающих активов, Пургаза (26% заложено в ВЭБ, 23% - в Газпромбанке), а также выручкой по договору поставки газа в Свердловскую область (кредит Сбербанка). Принадлежащий Итере пакет акций Сибнефтегаза также в залоге - по кредиту Сбербанка, выданному Сибнефтегазу.

До конца 2009 года Итере предстоит погасить обязательства в размере 7,4 млрд руб., основной объем из которых приходится на оферту по облигационному займу в июне (остальная часть – ежеквартальные выплаты по кредиту ВЭБа, в том числе 800 млн руб в начале июня). Насколько мы понимаем, чуть более половины погашений в июне компания сможет осуществить за счет собственных источников. В частности, на конец 1 кв. 2009 г. НГК Итера располагала денежными средствами в размере 920 млн руб. Кроме того, компания рассматривает в качестве источника ликвидности находящиеся у нее на балансе векселя: вексель Газпромбанка - 700 млн руб со сроком погашения в мае, а также Альфа-Банка - с погашением в августе 2009 г. и феврале 2010 г. на 1,6 млрд руб, под залог которых Итера планирует получить краткосрочное финансирование. Для погашения оставшейся части «короткого» долга Итера может задействовать имеющиеся лимиты в банках: объем открытых лимитов превышает 3 млрд руб.



Погашение долга и инвестиционная программа, 2009 - 2011

	2 кв - 4 кв 2009	2010	2011
Погашение внешнего долга, млн руб	7 399	8 856	4 957
Финансирование кредита ОАО "Сибнефтегаз", доля Итеры (49%), млн руб	667	981	1 099
Инвестиции в ОАО "Сибнефтегаз", доля Итеры (49%), млн руб*	2 900	2 733	2 328
Инвестиции в ЗАО "Пургаз", доля Итеры (49%), млн руб*	389	389	389

Источник: данные компании
*Пересчет по курсу 32 руб за 1 долл США

Надвигающийся пик выплат по долгу, по всей видимости, удастся преодолеть, но на более длительном временном горизонте риски рефинансирования остаются «на повестке дня»

Несмотря на то, что Итере, по всей видимости, удастся преодолеть надвигающийся пик выплат в ближайшей перспективе, на более длительном временном горизонте рефинансирование долга остается одним из ключевых факторов риска. В частности, перспективы погашения обязательств в следующем году (почти 9 млрд руб) будут полностью зависеть от доступности заемного капитала.

Собственный денежный поток в существенной степени зависит от динамики дебиторской задолженности потребителей за поставляемый газ

При этом мы не исключаем, что компании могут потребоваться дополнительные средства для реализации инвестиционной программы добывающих предприятий, что приведет к дальнейшему увеличению долговой нагрузки. В частности, по данным компании, объем капитальных затрат Сибнефтегаза в 2009 и 2010 гг составит порядка 185 и 174 млн долл.: учитывая долю участия Итеры в инвестиционной программе (49%), это потребует 2,9 млрд руб и 2,7 млрд руб соответственно (по курсу на 19/05/09). Кроме того, еще порядка 670 млн руб в 2009 г. и 980 млн руб в 2010 г. Итере нужно будет направить на погашение долговых обязательств Сибнефтегаза (кредит в Сбербанке на 8,9 млрд руб, расходы по которому делят между собой Итера и Газпромбанк в пропорции 49% на 51%). Величина собственного денежного потока, за счет которого компания могла бы профинансировать инвестиции, в существенной степени зависит от динамики оборотного капитала, в частности, дебиторской задолженности за поставляемый газ. «Разворот тренда» и возвращение дебиторской задолженности на докризисные уровни позволило бы высвободить дополнительные средства – однако это, очевидно, может произойти лишь по мере восстановления объемов производства крупнейших потребителей Итеры в Свердловской области.

Дополнительный риск с точки зрения ликвидности – операции со связанными сторонами

Дополнительный риск для ликвидности ООО НГК Итера мы видим в значительном объеме операций со связанными сторонами – другими компаниями Международной Группы Компаний Итера (МГК).

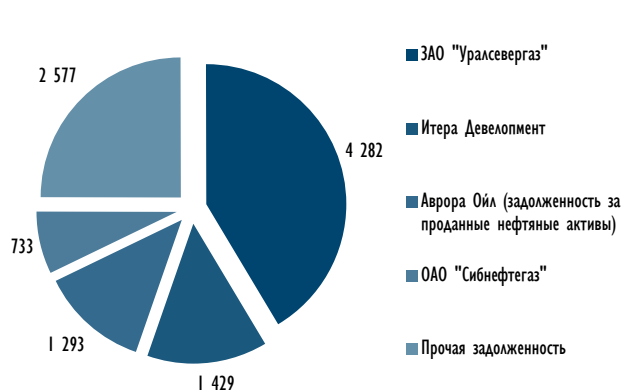
Консолидированная отчетность всей Группы на настоящий момент не публикуется, однако, насколько мы понимаем, именно газовый бизнес НГК Итера формирует основную часть денежного потока в рамках МГК. Как следствие, НГК Итера выступает в роли «донора» для различных проектов в рамках МГК, предоставляя займы связанным компаниям. При этом перспективы возврата существенной части этих средств для нас не ясны

Краткосрочные финансовые вложения ООО НГК Итера, 31/03/09



Источник: данные Компании

Краткосрочная дебиторская задолженность ООО НГК Итера, 31/03/09



Источник: данные Компании



В частности, по состоянию на 31/03/09 объем краткосрочных финансовых вложений ООО НГК Итера составлял 14,1 млрд руб, из которых 8,8 млрд руб приходилось на займы, выданные аффилированным и дочерним предприятиям. Кроме того, на долю аффилированных компаний приходится порядка 2 млрд руб дебиторской задолженности.

Из крупнейших выделим займы, выданные СП Итеры и индийской Группы Sun - Suntera Resources (по информации СМИ, эта компания занималась разработкой нефтеблоков в Индии и Нигерии, а также имела долю в терминале по приемке СПГ в Канаде, причем часть активов была реализована в начале 2009 года), ООО Итера-Инвест-Строй (девелоперская компания, до кризиса активно инвестировавшая в создание портфеля проектов в Москве и некоторых других регионах), ООО «Югнефтегаз» (разведка небольших нефтяных месторождений в Калмыкии, которая, как мы понимаем, не дала положительных результатов), а также ООО «Арктические Разработки».

Последняя компания владеет лицензией на разработку четырех блоков Апсатского месторождения коксующегося угля в Читинской области, которая была приобретена в прошлом году. Часть месторождения, лицензию на которую приобрела Итера, имеет подтвержденные запасы угля 400 млн тонн (для сравнения, запасы Распадской – 782 млн тонн). Месторождение расположено в непосредственной близости от крупного рынка сбыта, Китая, и могло бы представлять стратегический интерес для крупных добывающих и металлургических компаний – если бы не кризис и текущая тяжелая ситуация в отрасли. Мы не исключаем, что в перспективе нескольких лет Итере удастся привлечь партнера в разработку этого проекта, либо выйти из него с прибылью.

Помимо выданных займов и дебиторской задолженности, «отвлечение» средств из бизнеса НГК Итера происходит и в форме довольно существенных дивидендных выплат: по итогам 2008 года пользу акционеров было распределено порядка 70% чистой прибыли. В то же время, текущий дефицит денежных средств у компании, генерирующей основной денежный поток для акционеров, повышает вероятность того, что дивидендная политика будет пересмотрена и в 2009 году большой объем средств будет оставаться «в бизнесе».

Продажа непрофильного бизнеса – потенциальный источник средств?

Часть непрофильного бизнеса ООО НГК Итера реализована в прошлом году, но основной объем вырученных средств уже потрачен

Помимо различных проектов акционеров, не связанных с газовым бизнесом, «непрофильные» активы есть и у НГК Итера – в частности, это компании, контролируемые крупнейшими нефтяными месторождениями в различных регионах России. Ранее Итера заявляла о планах продажи непрофильного бизнеса, что могло бы обеспечить дополнительный приток ликвидности.

В прошлом году эти планы были исполнены, но лишь частично. В частности, были проданы компании, владеющие нефтяными месторождениями в Западной Сибири с общим объемом остаточных извлекаемых запасов 14,8 млн тонн по категории А+В+С1 (ОАО Инга и ОАО «Транс-Ойл»). Выручка ООО НГК «Итера» от сделки составила около 5,2 млрд руб, эти средства были потрачены в прошлом году. Кроме того, в составе дебиторской задолженности Итеры входит задолженность от конечного покупателя активов в размере 1.3 млрд руб (нефтяная компания Аврора Ойл, не связанная с Итерой).

Помимо проданных активов в Западной Сибири, Итере принадлежат компании, контролируемые лицензиями на разработку месторождений в Оренбургской области и Ставропольском крае. Насколько мы понимаем, эти активы не представляют особой ценности для крупных российских ВИНК, и компания не рассчитывает в ближайшей перспективе найти заинтересованного в них покупателя.

В целом, мы полагаем, что в текущих условиях продажу непрофильного бизнеса НГК вряд ли можно рассматривать способ частичного решения проблем компании с ликвидностью.



Приложение. Основные добывающие активы НГК Итера

ЗАО Пургаз

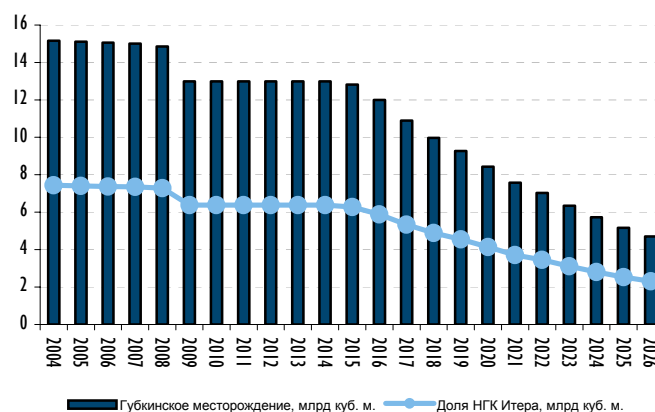
В структуре капитала ЗАО «Пургаз» на долю Итеры приходится 49%, 51% акций принадлежит Газпрому. Доля Итеры в добыче Пургаза – 49%.

Основным активом компании является Губкинское газовое месторождение, расположенное в Западной Сибири, в 15 км к северо-востоку от города Губкинский. Извлекаемые запасы газа по категории С1 по состоянию на 01.01.09 оцениваются в 261 млрд куб. м., доля Итеры – 128 млрд куб. м. Поставка газа с месторождения осуществляется в магистральный газопровод Уренгой-Сургут-Челябинск.

Производственная мощность месторождения составляет около 15 млрд куб. м в год. В настоящий момент добыча газа на Губкинском находится «на пике» - в 2008 году было извлечено 14,7 млрд куб. м. газа, доля Итеры составила 7,2 млрд куб. м. В 2009 году добыча, как предполагается, снизится до 13 млрд куб. м., после чего Пургаз будет в состоянии поддерживать стабильный уровень добычи как минимум до 2015 года.

Губкинское месторождение находится в разработке с 1999 года, и основной объем капитальных затрат уже произведен. С начала промышленной добычи по конец 2008 года накопленный объем добычи газа с месторождения достиг 137,9 млрд куб.м или 34,5% от первоначальных запасов по российским стандартам.

ЗАО Пургаз: динамика добычи 2004 – 2026П



Источник: данные Компании

ОАО «Сибнефтегаз»

Итера владеет 27,95% акций Сибнефтегаза, 51% акций Сибнефтегаза принадлежит Газпромбанку (Газпрому) и 21% - Акрону. При этом по уставу Сибнефтегаза, все ключевые решения, в том числе и об изменении устава, принимаются советом директоров компании 9 голосами из 11, из которых, в силу распределения долей в акционерном капитале, Итера гарантированно имеет 3 голоса. Доля Итеры в добыче Сибнефтегаза – 49%.

Добывающие активы Сибнефтегаза расположены на севере Западной Сибири. Крупнейшим месторождением является Береговое месторождение, расположенное в 30 км к юго-востоку от г. Уренгой. Кроме того, Сибнефтегазу принадлежат перспективные Пырейное (введено в разработку в апреле 2009), Жадырьяхинское и Западно-Заполярье месторождения (не введены в разработку). В совокупности объем извлекаемых запасов газа по состоянию на 01.01.09 на месторождениях Сибнефтегаза по категории С1 составляли 291 млрд куб. м., доля, приходящаяся на Итеру (27.95%) – 81.3 млрд куб. м.



Извлекаемые запасы сырья на месторождениях ОАО «Сибнефтегаз» (по категории С1)

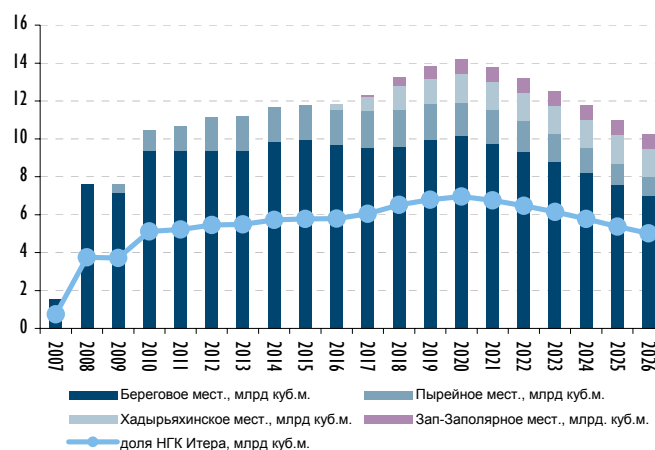
	Газ, млрд куб. м.	Конденсат, млн т.	Нефть, млн т.
Береговое	247,3	2,2	1,8
Пырейное	24,7	1,0	-
Западно-Заполярное	3,1	-	-
Хадырьяхинское	15,9	-	-

Источник: данные Компании

Крупнейшее месторождение Сибнефтегаза – Береговое – было готово к запуску в промышленную эксплуатацию еще в 2003 году, однако до весны 2007 года добыча не велась из-за отсутствия доступа к транспортной системе. С апреля 2007 года поставки газа с Берегового месторождения осуществляются в газопровод Западно-Заполярное месторождение – Уренгой. По итогам прошлого года добыча газа на Береговом месторождении составила 7.6 млрд куб. м. (доля Итеры – 3.7 млрд куб. м.). Производственная мощность месторождения составляет 9-10 млрд куб. м., предполагается, что на этот уровень добыча выйдет в 2010 году.

Добыча на Пырейном месторождении в текущем году должна составить 0,4 млрд куб. м., на пиковую мощность (1,5 - 2 млрд. куб. м.) показатель должен выйти в 2012 году. Начало промышленной эксплуатации Западно-Заполярного и Хадырьяхинского месторождений запланирована на 2016 г. и 2017 г. соответственно.

ОАО Сибнефтегаз: динамика добычи 2007 – 2026П



Источник: данные Компании



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом и долговом рынках

Андрей Богданов
Артем Архипов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru

Нефть и газ, электро- энергетика

Иван Хромушин
Дмитрий Котляров

+7 (495) 980 43 89

Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

+7 (495) 913 78 26

Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru

Транспорт и машинострое- ние

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Aleksei.Astapov@gazprombank.ru

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов

+7 (495) 428 50 69

Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru

Аналитика долгового рынка

Артем Архипов
Яков Яковлев

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Телекоммуникации и ме- диа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Макроэкономика и банков- ский сектор

Артем Архипов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Sergei.Kanin@gazprombank.ru

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

Степан Чугров

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Stepan.Chugrov@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков

+7 (495) 429 96 44

Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Александр Семенников

+7 (495) 988 2373

Alexander.Semennikov@gazprombank.ru

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

kuzd@gazprombank.ru

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков

+7(495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Константин Шапшаров

+7(495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление биржевых интернет-операций

Андрей Блохин

+7 (495) 983 17 28

Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Управление сопровождения операций с ценными бумагами

Александр Федоров

+7(495) 428 49 53

Alexandr.Fedorov@gazprombank.ru

Управление рынков фондового капитала

Андрей Чичерин

+7(495) 983 19 14

Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.