

Энергетика
(нефтегазовый сектор)
Российская Федерация
Кредитный анализ
(перевод с английского языка)

ОАО Газпром

Рейтинги

Класс ценных бумаг	Текущие рейтинги
В ин. валюте	
Долгоср. РДЭ	BBB
Приоритетн. необеспеч.	BBB
В нац. валюте	
Долгоср. РДЭ	BBB

Прогноз

Долг. РДЭ в ин. валюте	Стабильный
Долг. РДЭ в нац. валюте	Стабильный

Финансовые показатели

ОАО Газпром	31.12.06	31.12.05
Чист. выручка (млн. руб.)	1 993 631	1 296 316
Опер. EBITDAR (млн. руб.)	964 524	588 494
Маржа опер. EBITDAR (%)	48,4	45,4
CFO (млн. руб.)	544 088	272 617
FCF (млн. руб.)	66 299	-56 789
Общ. долг на балансе (млн. руб.)	1 079 093	954 157
Общ. скорр. долг (млн. руб.)	1 201 078	1 078 082
Ден. ср-ва (млн. руб.)	375 798	225 867
Общ. скорр. чист. долг (млн. руб.)	825 280	852 215
Чист. долг/EBITDAR (x)	0,9	1,4
EBITDAR/чист. пост. платежи (x)	28,8	16,4

Аналитики

Валентина Горюнова
+7 495 956 7096
valentina.goryunova@fitchratings.com

Ангелина Валавина
+44 20 7682 7383
angelina.valavina@fitchratings.com

Аналитические материалы по теме

- «Развитие ситуации в секторе производства электроэнергии в России в 2008 г.» (The Russian Power Generation Landscape 2008)
- «Обзор российской энергетической отрасли» (Russian Power Industry Overview)

Обоснование рейтингов

- Повышение долгосрочных рейтингов ОАО Газпром с уровня «BBB-» (BBB минус)/прогноз «Позитивный» до «BBB»/прогноз «Стабильный» отражает улучшение финансового положения компании на основе отчетности за 2006 финансовый год и за 9 мес. 2007 года. В частности, свободный денежный поток компании снова стал положительным, впервые за последние пять лет. Повышение рейтингов также принимает во внимание улучшение основных показателей кредитоспособности компании исходя из результатов за 2006 г. Одним из наиболее важных показателей является отношение чистого долга к EBITDAR, которое за последние пять лет существенно улучшилось, понизившись до 0,9x относительно высокого уровня в 2,1x в 2002-2005 гг. В течение 9 мес. 2007 г., несмотря на ослабление показателей EBITDA и маржи EBITDA, продолжалась тенденция улучшения операционного денежного потока (CFO) и свободного денежного потока (FCF).
- Рейтинги Газпрома основываются на самостоятельных позициях компании, но также учитывают государственное участие и влияние государства на деловую среду, в которой работает компания, и на ее финансовое положение.
- Fitch отмечает, что Газпром продолжает испытывать воздействие благоприятных условий ведения бизнеса в России. В частности, отмечаются такие позитивные моменты, как своевременная реализация государством плана постепенного увеличения регулируемых внутренних цен на газ, сохранение благоприятного уровня налогов на добычу газа как минимум до 2010-2011 гг. для содействия в финансировании масштабной инвестиционной программы компании, поддержка компании на самом высоком уровне при проведении переговоров о заключении контрактов с иностранными партнерами, а также в переговорах со странами, по территории которых осуществляется транзит газа, и с покупателями газа. Следует отметить и благоприятный режим по будущему распределению новых месторождений из государственного фонда стратегических месторождений.
- «Стабильный» прогноз обусловлен сочетанием таких факторов, как сильная структура бизнеса компании и ожидания улучшения финансовых позиций на фоне дальнейшего повышения внутренних цен на газ, увеличение задолженности для финансирования масштабной инвестиционной программы и неопределенность, связанная с графиком изменений внутренних цен на газ и либерализацией цен. Рейтинги учитывают возможное краткосрочное ухудшение левереджа. Однако агентство не ожидает, что в ближайшие 1,5-2 года левередж превысит уровень 1,5x - 1,6x.

Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рейтинги

- Положительным рейтинговым фактором стало бы уменьшение левереджа Газпрома и стабильное генерирование существенного свободного денежного потока в сочетании с эффективной реализацией стратегии компании, включая успешное развитие в прибыльном сегменте электроэнергетики.

- Негативными факторами для рейтинга компании стали бы крупные приобретения активов за счет заемных средств, что может привести к росту расходов на разработку, значительные переносы сроков по проектам и существенный перерасход средств, усиление рисков транзита за пределами России, потеря крупной доли рынка в пользу независимых газодобывающих компаний, снижение доли государственной собственности (гипотетически), а также сильное и продолжительное снижение цен на нефть.

Ликвидность и структура задолженности

В конце 3 кв. 2007 г. денежные средства и ликвидные ценные бумаги компании (с корректировкой на временные остатки средств третьих сторон) составляли 376,6 млрд. руб., то есть практически не изменились относительно конца 2006 г. и покрывали 92% краткосрочной задолженности (в конце 2005 г.: 95%). При этом за указанный период чистый долг Газпрома возрос на 282,6 млрд. руб. относительно показателя на конец 2006 г., в то время как в течение 2006 г. шло снижение чистого долга на 25,0 млрд. руб. Fitch ожидает увеличения уровня долга компании, что приведет к умеренному ухудшению показателя левереджа на краткосрочную перспективу.

Общие сведения о компании

Газпром - крупнейшая газовая компания в мире, а также самая крупная нефтегазовая компания и налогоплательщик в России. На долю Газпрома в 2006 г. пришлось 11% налоговых доходов российского бюджета и 8% ВВП.

Хотя в существующей форме как открытое акционерное общество компания появилась только в 1993 г., ее история начинается гораздо раньше. До 1993 г. компания вела деятельность как Государственный газовый концерн «Газпром», который был образован в 1991 г. на базе Министерства газовой промышленности СССР, от которого получил не только название («газовая промышленность», сокращенно Газпром), но и огромные активы в газовой отрасли.

После частичной приватизации в 1993-1999 гг. в настоящий момент 50,002% акций Газпрома находится в государственной собственности, и Fitch не ожидает уменьшения доли государственного участия. Согласно законодательству в государственной собственности должны оставаться не менее 50% плюс одна акция предприятия, владеющего российской единой системой газоснабжения (т.е. Газпрома). О стратегической значимости Газпрома для России также свидетельствует тот факт, что компания входит в перечень стратегических предприятий.

Газпром является не только газодобывающей компанией, но также имеет в собственности и эксплуатирует единственную в Россию и крупнейшую в мире газотранспортную систему, которая включает в себя разветвленную сеть трубопроводов высокого давления, компрессорные станции и подземные газохранилища. Эта система обеспечивает поставки газа, который добывается в России Газпромом и независимыми газовыми компаниями, внутренним потребителям, а также экспорт продукции Газпрома в государства Западной, Центральной и Восточной Европы и в страны бывшего СССР. Кроме того, через систему идет транзит газа, добываемого в Центральной Азии (в Казахстане, Узбекистане и Туркменистане). Все права на экспорт газа из России принадлежат Газпрому, и экспортная монополия защищена законом.

Последняя информация о стратегии компании

Газпром по-прежнему нацелен на развитие из преимущественно газовой компании в диверсифицированную энергетическую компанию (в том числе нефтяную и электроэнергетическую) с более высоким уровнем вертикальной интеграции за счет таких звеньев в цепочке создания стоимости, как газоснабжение и начало работы в сегменте генерирования электроэнергии. К

2006 г. Газпром начал работу в нефтяном секторе после приобретения (в октябре 2005 г.) компании Газпромнефть (ранее - «Сибнефть»), пятой по величине нефтяной компании России. Газпром планирует использовать Газпромнефть как платформу для расширения деятельности в нефтяном секторе на базе нефтяных активов Газпрома, Газпромнефти и, возможно, новых приобретений. К 2020 г. планируется добывать не менее 80 млн. т. нефти в год. Тем не менее, природный газ, скорее всего, останется основным видом добываемого углеводородного сырья для компании, о чем свидетельствуют прогнозы, по которым к 2020 г. добыча нефти будет обеспечивать лишь 14% чистой прибыли Газпрома.

Электроэнергетика является новым сегментом деятельности в стратегии Газпрома. В рамках проводимой реформы в секторе электроэнергетики в России Газпром приобрел пакеты акций нескольких компаний по производству электроэнергии, а также предприятий по генерированию электроэнергии и тепловой энергии (включая контрольный пакет акций в Мосэнерго, основном производителе электроэнергии и тепловой энергии в Москве и области, одной из крупнейших электроэнергетических компаний в России по общему объему мощности). Кроме того, планируется приобретение дополнительных акций в других электроэнергетических компаниях в рамках реорганизации РАО ЕЭС, завершение которой намечено на июль 2008 г. В феврале 2008 г. Газпром и крупнейшая российская угольная компания ОАО СУЭК договорились о создании совместного предприятия с целью объединения части электроэнергетических активов Газпрома с угольными и электроэнергетическими активами СУЭК. Газпром ожидает, что установленная мощность нового предприятия составит 12% общей установленной мощности по генерированию электроэнергии в России. Кроме того, Газпром рассматривает возможность инвестирования в электроэнергетические активы в Европе, в том числе в строительство новых станций, и развития сотрудничества с европейскими энергетическими компаниями. За счет расширения деятельности на сектор электроэнергетики Газпром, в частности, планирует обеспечить дополнительную выручку и синергию со своим основным, газовым, сегментом, а также диверсифицировать источники доходов и тарифный риск, что должно упрочить бизнес компании. В газовом секторе Газпром имеет следующие ключевые стратегические приоритеты:

- Реализовать долгосрочную задачу по добыче газа в объеме до 570 млрд. куб. м в год к 2010 г., 610-615 млрд. куб. м в год к 2015 г. и 650-670 млрд. куб. м в год к 2020 г. путем компенсации истощения зрелых месторождений за счет ввода дополнительных месторождений, являющихся сателлитами существующих месторождений (до 2010 г.) и за счет продолжения разработки в Надым-Пур-Тазовском районе и введения в эксплуатацию новых месторождений в других районах, где еще не создана необходимая инфраструктура (после 2010 г.). Разработка будет идти на полуострове Ямал, на шельфе Баренцева моря и Северного Ледовитого океана, на Дальнем Востоке России и в Восточной Сибири. К 2020 г. около 50% добычи газа должно обеспечиваться за счет новых месторождений.
- Для сглаживания рисков, связанных с транзитом газа на экспорт, за счет диверсификации маршрутов экспорта (запуск газопровода Северный поток, первая и вторая очередь которого должны быть введены в эксплуатацию в 2010 и 2012 гг. соответственно) и участия в капитале монопольной компании по транзиту газа (приобретение к 2011 г. 50% в белорусской компании Белтрансгаз).
- Сохранение лидирующих рыночных позиций на основных рынках (в Европе, России и других странах СНГ).
- Достижение географической диверсификации поставок природного газа за счет выхода на рынки азиатско-тихоокеанского региона и, возможно,

Северной Америки.

- Достижение диверсификации продукции за счет запуска собственных мощностей производства сжиженного природного газа (СПГ), что повысит гибкость поставок.
- Получение доступа к конечным потребителям в европейских странах (путем создания совместных предприятий, например, Wingas в Германии, для получения дополнительной прибыли от продаж газа промышленным предприятиям, а также в секторе генерирования электроэнергии, коммунальных услуг и жилому сектору, для увеличения экспортной выручки от продаж газа на границе) и расширение доступа к конечным потребителям в России и других странах СНГ за счет участия в капитале сбытовых компаний.

Ключевые позитивные рейтинговые факторы

Улучшение финансовых показателей

На фоне повышения прибыльности, несмотря на существенное увеличение капитальных вложений в 2006 г., Газпром существенно улучшил генерирование денежных потоков. Так, показатель операционного денежного потока увеличился почти в два раза, а свободный денежный поток впервые за пять лет стал иметь положительное значение. И в целом показатели Газпрома были лучше, чем у других российских нефтяных и газовых компаний. Лeverедж, измеряемый как отношение чистого долга к EBITDAR, улучшился до уровня ниже 1х, что является наилучшим показателем за пятилетний период.

Позитивная тенденция увеличения CFO и показателя «CFO за вычетом капитальных вложений» сохранялась в течение 9 месяцев 2007 г., хотя показатели EBITDA и маржи EBITDA ухудшились, несмотря на рост выручки (правда в годовом выражении этот рост шел более медленными темпами). Отношение чистого долга к EBITDA находилось на хорошем уровне в 0,9х. Fitch ожидает, что выручка Газпрома будет продолжать получать преимущества за счет благоприятных уровней цен на нефть и газ, хотя способность генерировать FCF еще должна пройти проверку при реализации масштабной инвестиционной программы, и привлечение долга, вероятно, приведет к ухудшению показателей лeverеджа в краткосрочной перспективе.

Большой масштаб деятельности

Газпром - самый большой производитель газа в мире и крупнейший поставщик газа в Европе. В 2006 г. Газпром обеспечил около 28% поставок газа в Европе, которая в настоящее время является вторым крупнейшим рынком компании (после России). Таким образом, Газпром является самым крупным поставщиком газа в Европе. Газпром добывает 84% природного газа в России (556 млрд. куб. м в 2006 г.), которая является крупнейшей страной-производителем газа в мире. Объем доказанных запасов газа в стране на 70% больше, чем у второй крупнейшей газовой державы, Ирана. Крупный масштаб деятельности Газпрома - положительный фактор в плане обеспечения непрерывности деятельности предприятия и конкурентоспособности в долгосрочной перспективе.

Большая база запасов

Доказанные запасы углеводородов Газпрома в размере 116,7 млрд. барр. нефтяного эквивалента (из которых 92% приходится на природный газ) по состоянию на конец 2006 г. в 5,6 раз превышали объем доказанных запасов углеводородов крупнейшей в России интегрированной нефтяной компании ОАО НК Роснефть (рейтинг «BBB-»/прогноз «Позитивный»), которые равнялись 20,09 млрд. барр. нефтяного эквивалента, и существенно превышают соответствующий показатель компании ExxonMobil (22,11 млрд. барр. нефтяного эквивалента, «AAA», прогноз «Стабильный»). На основе данных о добыче в 2006 г. коэффициент кратности запасов Газпрома составлял более 32 лет. Такие

результаты благоприятно смотрятся в сравнении с сопоставимыми компаниями в России: 32,2 года у ОАО Татнефть («В+»/«Позитивный»), 27,6 лет у Роснефти, 25,5 лет у ОАО ЛУКОЙЛ («ВВВ-»/«Позитивный»), лишь 13,2 лет у TNK-BP International plc. («ВВВ-»/«Стабильный») и крупнейших западных нефтяных и газовых компаний, у которых данный показатель заметно ниже, чем у российских нефтяных и газовых компаний: например, BP plc («АА+»/«Стабильный») - 12 лет, Royal Dutch/Shell Group («АА+»/«Стабильный») - 9 лет, Total SA («АА»/«Позитивный») - 13 лет и Eni SpA («АА-»/«Стабильный») - 10 лет.

В 2005 г. Газпром впервые за четыре года сумел переломить негативную тенденцию снижения коэффициента замещения запасов. Повышение запасов природного газа за счет газоразведки составило 106,3% в 2006 г. и 105,1% в 2005 г. Однако эти расчеты основаны на российских стандартах оценки запасов, и остается неопределенность в плане того, сумеет ли Газпром зарегистрировать их как доказанные запасы по стандартам Общества инженеров-нефтяников (SPE). В то же время в 2007 г. Газпром не сумел достичь внутренних задач по коэффициенту замещения запасов не менее 100%, когда запасы газа сократились на 0,3%.

Fitch ожидает, что долгосрочные перспективы роста Газпрома будут поддерживаться за счет решения правительства, принятого в ноябре 2007 г. о предоставлении Газпрому (как собственнику российской единой системы газоснабжения) привилегированного доступа (без проведения аукционов или тендеров, но не на безвозмездной основе) к новым крупным месторождениям из государственного фонда резервных месторождений России. В фонд входит 32 наземных и 9 оффшорных нелицензированных месторождений в Северной и Восточной части страны (Якутия, Ямало-ненецкий АО и шельф Северного моря). В более долгосрочной перспективе база запасов и потенциал добычи компании могут быть увеличены еще и за счет добычи газа на угольных месторождениях (угольный метан).

Сильные позиции на ключевых рынках

Газпром занимает лидирующие или доминирующие позиции на всех трех ключевых рынках деятельности: в России, Европе и в СНГ. В 2006 г. на поставки Газпрома пришлось 28% всего объема потребления газа в Европе, и компания намерена, по крайней мере, сохранять такое положение или увеличить занимаемую долю европейского рынка.

В России Газпром обеспечил 69% от общего объема поставок газа в 2006 г. Эта доля рынка может оказаться под давлением в результате увеличения добычи независимыми газовыми компаниями. Однако этот риск может быть сглажен за счет роста спроса и относительно небольшого масштаба деятельности независимых компаний в сегменте добычи газа. На постсоветском пространстве Газпром является ведущим поставщиком на двух основных рынках - в Украине и Республике Беларусь, в совокупности 79% всех продаж Газпрома в регионе (101 млрд. куб. м в 2006 г.).

Тенденции в отрасли: по настоящее время благоприятные

Согласно статистическим отчетам BP потребление природного газа на трех ключевых рынках Газпрома в 2006 г. увеличилось: на 6,7% в России, на 1,2% в других странах бывшего СССР и на 0,9% в Европе. Также идет увеличение удельного веса использования природного газа в общем объеме потребления первичного топлива. В 1996-2006 гг. эта доля повысилась с 13,5% до 15,5% во Франции, с 21,9% до 23,9% в Германии и с 28,6% до 38% в Италии.

Изменение топливного баланса в пользу газа было еще более существенным в Турции, где доля природного газа увеличилась с 10,6% в 1996 г. до 28,9% в 2006 г. Мировой спрос на природный газ, который становится все более популярным как экономичное и чистое топливо, вероятно, будет расти, хотя

неодинаковыми темпами в различных странах, так как рынки природного газа имеют региональную специфику. Наиболее высокие темпы роста можно ожидать в странах Азии, в первую очередь, в Китае и Индии.

Цены, по которым Газпром продает газ на своих трех внутренних рынках, вероятно, повысятся, по крайней мере, в краткосрочной перспективе (2008 г.) для европейских стран, в среднесрочной/долгосрочной перспективе для стран СНГ и в краткосрочной/среднесрочной перспективе для России. Согласно данным Газпрома, европейские цены на газ в 2008 г. могут повыситься до 378-400 долл. на тыс. куб. м против ожидаемого ранее повышения до 310 долл. Газпром надеется постепенно привести цены в СНГ к уровню, сопоставимому с европейскими ценами с поправкой на соответствующие транспортные расходы и экспортные пошлины.

В России именно Газпром в первую очередь получает преимущества от государственного плана регулируемого повышения цен на газ с 1 января 2007 г. до 2011 г., после чего ожидается либерализация цен. В то же время Fitch отмечает, что хотя до настоящего времени повышение цен со стороны государства шло по графику, перспективы либерализации цен с 2011 г. выглядят менее определенными с учетом потенциального отрицательного воздействия такого шага на экономику страны в целом.

Государственное участие и влияние

Пакет акций Газпрома в размере 50,002% принадлежит государству (суверенный рейтинг России «BBB+», прогноз «Стабильный»), и по закону доля государства в компании не должна уменьшаться ниже уровня в 50%. Из 11 членов совета директоров 5 являются представителями государства, за счет чего государство осуществляет контроль над стратегией компании. Стратегическая значимость Газпрома для России усиливается существенным вкладом компании в экономику страны (в 2006 г. Газпром обеспечил 8% ВВП России и 11% налоговых доходов бюджета) и отражается в том, что компания входит в перечень стратегических предприятий.

Хотя Газпром ведет деятельность как коммерческое предприятие и его долг не имеет государственных гарантий, компания пользуется значительными преимуществами по условиям ведения бизнеса, созданными государством, в частности своевременная реализация государством плана постепенного увеличения регулируемых внутренних цен на газ, поддержка правительством благоприятного уровня налогов на добычу газа как минимум до 2010-2011 гг. с целью содействия в финансировании масштабной инвестиционной программы компании, поддержка, которую компания получает на самом высоком уровне при ведении переговоров о заключении контрактов с иностранными партнерами и в переговорах со странами, по территории которых осуществляется транзит газа, и с покупателями газа. Другим позитивным моментом является благоприятный режим в плане распределения новых месторождений из государственного фонда стратегических месторождений в будущем.

Риск транзита газа, вероятно, будет сглажен в среднесрочной перспективе

Газпром остается зависимым от стран, через которые осуществляется транзит газа (прежде всего, это Украина, а также Белоруссия) при экспорте газа в Европу. Однако риски транзита, вероятно, будут сглажены в среднесрочной перспективе, если будут расширены возможности транспортировки газа в результате запуска трубопровода Северный поток (Газпром планирует запустить первую очередь трубопровода в 2010 г., а вторую - в 2012 г.), а также когда будет завершено приобретение 50% акций в компании Белтрансгаз к 2011 г. Следует отметить, что по первому проекту возможны риски реализации ввиду высокой капиталоемкости и сложного процесса получения одобрений, которые

могут привести к перерасходу средств и задержкам в осуществлении планов.

Меры по диверсификации могут укрепить стабильность бизнеса компании

В долгосрочной перспективе благоприятным фактором для прибыли Газпрома могла бы стать диверсификация по сегментам (электроэнергетика), по продукции (сжиженный газ) и по регионам (страны азиатско-тихоокеанского региона). Такие шаги позволили бы достигнуть повышения выручки (например, за счет выхода на рынки азиатско-тихоокеанского региона, где имеются более высокие, чем в среднем, перспективы роста спроса на газ, и за счет начала полномасштабных поставок сжиженного газа), синергии с основным газовым сегментом (например, генерирование электроэнергии за счет газа), потенциальной диверсификации тарифных рисков (например, регулируемые тарифы на газ и электроэнергию в стране) и диверсификации источников дохода. Все это обеспечило бы укрепление стабильности бизнеса компании.

Ключевые неблагоприятные рейтинговые факторы

Ожидаемое ухудшение показателей кредитоспособности

Согласно прогнозам руководства леввередж компании в ближайшее время, вероятно, превысит внутренние долгосрочные целевые уровни в 1,0x-1,2x, и отношение чистого долга к EBITDA может составить 1,5x-1,55x. В то же время Fitch отмечает, что дальнейшее или более долгосрочное ухудшение показателей кредитоспособности может последовать при значительном и длительном снижении цен на сырьевые товары, сокращении спроса на газ (особенно на наиболее прибыльных рынках деятельности компании), росте затрат или существенных приобретениях с финансированием за счет заимствований.

Более высокая задолженность и некоторые риски по краткосрочным обязательствам

Несмотря на улучшения по показателю леввереджа, который Газпром достиг в 2007 г. и 1 полугодии 2008 г. (когда леввередж опустился ниже уровня 1x), и ожидания лишь ограниченного ухудшения леввереджа (то есть краткосрочного характера такого изменения, если только компания не будет проводить агрессивную политику приобретений активов), Fitch полагает, что в абсолютном выражении задолженность Газпрома остается высокой и может представлять собой риски в случае спада в отрасли. Такой сценарий учитывает риски рефинансирования, с которыми Газпром сталкивается каждый год в связи с практикой проведения краткосрочных заимствований, которые затем рефинансируются за счет долгосрочных обязательств. В то же время в качестве позитивного момента Fitch рассматривает тот факт, что Газпром является эталонным заемщиком и до настоящего времени успешно перекладывал риски рефинансирования, прежде всего, в ценовые риски. Однако такой статус заемщика еще должен пройти проверку временем, особенно в случае серьезного и продолжительно ухудшения конъюнктуры финансовых рынков и рынков капитала.

Истощение основных газовых месторождений

Несмотря на сильную, в целом, базу запасов, основные газоносные месторождения находятся в стадии истощения (по оценкам Газпрома, комбинированный коэффициент истощения на зрелых месторождениях составляет 15-20 млрд. куб. м в год). Новые запасы, как правило, располагаются в регионах, где отсутствует необходимая инфраструктура и/или условия ведения деятельности являются более сложными (например, оффшорные месторождения). А, значит, для начала разработки таких месторождений требуются существенные инвестиции и длительный подготовительный период. Если сюда добавится существенное и

продолжительное снижение цен на сырьевые товары, что приведет к ослаблению генерирования денежного потока, а также при потенциальных сложностях с привлечением внешнего фондирования (если будет происходить дальнейшее ухудшение рыночной конъюнктуры), то производственные возможности компании могут оказаться под давлением в плане обеспечения внутреннего спроса и выполнения долгосрочных экспортных контрактных обязательств.

Большая капиталоемкость и высокие риски реализации

Нефтегазовая отрасль изначально является капиталоемкой, но потребность Газпрома в капитале, вероятно, будет увеличиваться по мере реализации масштабной инвестиционной программы компании, нацеленной на компенсацию снижения добычи газа на зрелых месторождениях, на разработку новых запасов для увеличения добычи газа в соответствии с растущим спросом и строительство необходимой газотранспортной инфраструктуры для поставки новой продукции на рынок. Способность Газпрома финансировать капитальные вложения за счет внутренних средств (как показывает отношение CFO к капитальным вложениям) улучшилась в 2007 г. до уровня выше 1х. Однако этот показатель может оказаться под давлением в результате роста капитальных вложений, особенно если такой рост будет сопровождаться менее благоприятными ценами на сырье и снижением спроса.

В случае нехватки внутренних средств компании придется прибегать к заимствованиям, что создаст дополнительное давление на левередж. При этом нельзя полностью исключить возможность задержек в реализации проектов и перерасхода средств, что представляет риск для крупнейших проектов по разведке, добыче и транспортировке газа, в том числе для проектов, нацеленных на сглаживание рисков транзита газа. Эти риски являются реальными с учетом масштабов проектов, а также сложного и продолжительного процесса получения одобрений.

Зависимость от волатильности цен на сырьевые товары

Несмотря на ценовой лаг по газу в 6-9 месяцев и сглаживающее воздействие прямой увязки с ценами на нефтепродукты (главным образом, мазут и дизельное топливо), выручка Газпрома в конечном итоге косвенно подвержена волатильности цен на нефть. Воздействие ситуации с ценами на сырьевые товары может быть в определенной степени сглажено за счет диверсификации бизнеса компании в электроэнергетический сектор. В то же время Fitch отмечает, что, чтобы такая диверсификация оказала сглаживающее воздействие на ценовую волатильность (если такое воздействие будет иметь место), может потребоваться некоторое время из-за неопределенности в отношении будущих цен на электроэнергию и потребностей в капитале. Риск по ценам на сырьевые товары может отчасти быть сглажен за счет благоприятного прогноза Fitch по нефтяной отрасли и ожиданий, что в 2008 г. цены на нефть останутся высокими.

Более высокие затраты на добычу в будущем

Затраты на добычу, вероятно, увеличатся в результате повышения расходов на добычу на зрелых месторождениях по мере их дальнейшего истощения. Увеличение затрат также будет связано с началом добычи на новых месторождениях в более сложных условиях и с применением дорогостоящих технологий (например, на шельфовых месторождениях), и это будет оказывать давление на показатели прибыли и денежных потоков.

Просроченная дебиторская задолженность и неденежные расчеты за поставленный газ

Несмотря на существенный прогресс в этой области, достигнутый Газпромом в 2004-2007 гг., когда доля неденежных расчетов сократилась до 4% от сумм,

полученных за газ, поставленный за 9 месяцев 2007 г. (по сравнению с 14% в 2004 г.), Газпром все еще иногда принимает неденежную оплату в форме векселей, товаров/услуг и в натуральной форме. Определенная доля неденежных расчетов, вероятно, сохранится в будущем, ограничивая финансовую гибкость компании и оказывая давление на ее возможности по генерированию денежных потоков.

В качестве позитивного момента отмечается, что Газпром балансирует неденежные расчеты по своей дебиторской задолженности и неденежные расчеты по своей кредиторской задолженности (7% кредиторской задолженности за 9 месяцев 2007 г. и 10% в 2006 г.), таким образом, сглаживая отрицательное воздействие неденежных сделок на возможности генерирования денежных потоков. В дополнение к неденежным расчетам, на финансовые результаты Газпрома исторически оказывает негативное воздействие неденежная или просроченная дебиторская задолженность, главным образом по продажам газа в страны бывшего СССР, крупнейшим должником среди которых является Украина, а также некоторые регионы юга России (Чечня и Дагестан).

Статус экспортного монополиста — риск неблагоприятного изменения

Несмотря на то что статус Газпрома как единственного экспортера российского газа определен законодательством, в марте 2008 г. в прессе появились сообщения, что Федеральная антимонопольная служба Российской Федерации в мае подаст в правительство предложение о внесении изменений в законодательство, чтобы позволить независимым производителям экспортировать свой газ. Если такое изменение будет принято, это может оказать некоторое давление на прибыль компании, поскольку Газпром в настоящее время покупает газ у независимых производителей по ценам, которые позволяют ему получать прибыль от перепродаж. В более долгосрочной перспективе изменение монопольного статуса может оказать давление на объемы экспорта компании и/или вырученные цены. В то же время данный риск может сглаживаться за счет относительно ограниченной базы запасов независимых производителей.

Неблагоприятные изменения в области налогообложения - возможны в среднесрочной перспективе

Несмотря на то что налогообложение в отношении добычи газа является существенно более благоприятным, чем в отношении нефтедобычи (хотя государством рассматриваются благоприятные изменения налогообложения нефтедобычи), такая ситуация, вероятно, изменится в среднесрочной перспективе. В феврале 2008 г. российское правительство приняло решение не увеличивать налог на добычу газа до 2011 г. Хотя данное решение является очень позитивным фактором для Газпрома в краткосрочной перспективе, вероятность того, что налоги будут повышены в среднесрочном плане является высокой (в особенности в случае либерализации цен в 2011 г.), и, в зависимости от масштаба таких изменений, это может оказать дополнительное давление на возможности Газпрома применительно к уровню маржи EBITDA и денежных потоков.

Неопределенность относительно преимуществ диверсификации в электроэнергетический сектор

В то время как диверсификация в электроэнергетический сектор может обеспечить синергетический эффект с основным (газовым) сегментом Газпрома и повышение маржи, агентство считает, что реализация этих преимуществ может занять некоторое время. Несмотря на прогресс, достигнутый на сегодня в реформировании электроэнергетического сектора, пока точно не известно, произойдет ли и когда либерализация внутреннего рынка электроэнергии,

которая является одним из основных факторов для прихода инвесторов на рынок. Другие риски включают неопределенность относительно будущих инвестиционных потребностей, что ставит под вопрос какой-либо прединвестиционный анализ расходов/преимуществ, а также риск реформирования после реформ в случае возможного недостаточного соответствия реформированной отрасли конкретным потребностям и специфике страны (включая климат и расстояния). Более подробная информация о мнении Fitch относительно российского электроэнергетического сектора представлена в специальных отчетах агентства «*Развитие ситуации в секторе производства электроэнергии в России в 2008 г.*» (*The Russian Power Generation Landscape 2008*) и «*Обзор российской энергетической отрасли*» (*Russian Power Industry Overview*).

Неопределенность относительно преимуществ от доступа к конечным потребителям в Европе

В то время как обеспечение дополнительной маржи в результате розничных продаж европейским конечным потребителям, несомненно, окажет благоприятное воздействие на финансовые показатели Газпрома, остается обеспокоенность относительно уровня соответствующей дополнительной выручки и, что важнее, прибыли. Газпром пока не смог предоставить оценку потенциальных преимуществ. Кроме того, поскольку на европейских газовых рынках происходят значительные изменения в плане дерегулирования и либерализации, не ясно, сможет ли Газпром получить и в какой степени преимущества от своих усилий, направленных на получение доли европейского рынка газораспределения и газоснабжения. И, наконец, эти моменты обеспокоенности усиливаются тем фактом, что по таким сделкам предусматривается обмен активами, и Газпром должен будет обменять ряд материальных активов, имеющих высокую ценность (например, Южно-русское месторождение) на менее определенные и/или потенциально недолгосрочные преимущества доступа к европейскому рынку газораспределения.

Политические риски

В то время как серьезные политические изменения в стране, которые могли бы привести к существенным неблагоприятным переменам для Газпрома, в настоящий момент не представляются реалистичным сценарием, все еще имеется обеспокоенность относительно того, что компания может по политическим мотивам начать реализацию крупных проектов, которые не будут экономически обоснованными. Fitch будет продолжать следить за ситуацией и при необходимости проводить переоценку увязки с суверенными рейтингами Российской Федерации.

Финансовый анализ

Выручка, прибыльность и качество доходов

Объем продаж компании в 2006 г. был эквивалентен 73,35 млрд. долл. Ключевыми аспектами финансовых результатов за 2006 г. были значительное увеличение чистой выручки (на 25,7 млрд. долл., или на 51% по сравнению с предыдущим годом) и EBITDAR (на 13,8 млрд. долл., или на 64% по сравнению с предыдущим годом), а также улучшение маржи EBITDAR (с 45,4% до 48,4%) и качества доходов.

Сильный рост выручки подкрепляется повышением прибыльности

В то же время рост был отчасти обусловлен проведенными сделками слияний и поглощений, поскольку основным источником увеличения выручки стала Газпромнефть (приобретенная в октябре 2005 г.), чистая выручка которой как отдельно взятой компании в 2006 г. составила 19,96 млрд. долл. (увеличение на 38,6% по сравнению с предыдущим годом). Следующим по значимости фактором стало увеличение выручки от продаж газа в Европу и, в меньшей степени, в страны бывшего СССР и в Россию. По результатам за 9 месяцев 2007 г. рост чистой выручки продолжился, однако замедлился до всего лишь 5% (при этом рост реализации газа составил 6,1%). Это было обусловлено, главным образом, более благоприятной ценой на газ в России и в странах бывшего СССР при сдерживающем влиянии уменьшения выручки от реализации нефти и газового конденсата из-за более низких цен, а также снижения выручки от продаж газа в Европу из-за сокращения спроса.

Выручка Газпрома за 2006 г. продолжала в значительной мере зависеть от продаж газа в Европу, на долю которых в 2006 и 2005 гг. приходилось 60% газовой выручки Газпрома, в то время как остальные 40% были поделены между Россией и странами бывшего СССР.

Выручка от реализации газа по рынкам сбыта

	2006 (%)	2005 (%)	Изм. за год (млн. руб.)	Изм. за год (%)
Европа	60	60	226 768	37
Страны бывшего СССР	15	10	101 328	93
Россия	25	30	46 048	15

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

В то время как рост выручки в 2006 г. наблюдался на всех трех основных рынках, рост по странам бывшего СССР был наиболее быстрым (на 93% по сравнению с предыдущим годом), что было обусловлено увеличением как цен (на 47%), так и объемов (32%). В то же время в абсолютном выражении наибольшая доля роста выручки Газпрома приходилась на страны Европы, главным образом, из-за более высоких цен на газ (на 36%), а также за счет 3-процентного увеличения объема. Росту выручки на внутреннем рынке способствовало в основном повышение регулируемых тарифов, а также увеличение объемов на 3%.

С точки зрения объемов, крупнейшим рынком Газпрома среди стран бывшего СССР была Украина (59 млрд. куб. м в 2006 г. по сравнению с 37,6 млрд. куб. м в 2005 г.) и Беларусь (20,5 млрд. куб. м в 2006 г. по сравнению с 19,8 млрд. куб. м в 2005 г.). Крупнейшими рынками компании в Европе были Германия (34,4 млрд. куб. м), Италия (22,1 млрд. куб. м) и Турция (19,9 млрд. куб. м), которые

Структура выручки по сегментам

(млн. руб.)	2006	От общего объема (%)	2005	От общего объема (%)	изм. (%)
Чистая реализация газа ^a	1 411 619	65,6	1 037 475	75,0	36,1
Суммарная реализация продуктов переработки	434 985	20,2	202 870	14,7	114,4
Реализация нефти и газоконденсата ^a	171 709	8,0	52 591	3,8	226,5
Транспортировка газа	34 500	1,6	25 050	1,8	37,7
Прочая выручка ^b	99 298	4,6	65 559	4,7	51,5

^a Данные по реализации приведены за вычетом НДС, акцизов и экспортных пошлин, но включают налоги на добычу полезных ископаемых

^b Статья «Прочая выручка» включает (1) продажу медийных активов и выручку от оказания строительных и других услуг в 2006 г.

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

в сумме обеспечили свыше 47% поставок в Европу.

Россия остается крупнейшим рынком Газпрома с точки зрения объемов, и, следовательно, обеспечивает значительный потенциал для увеличения выручки в случае осуществления планируемого повышения/либерализации внутренних регулируемых цен на газ согласно графику (более подробная информация приведена ниже).

Объемы поставок газа (по рынкам)

(млрд. куб. м)

Рынок	2006	2005	2004	2003
Россия	316,3	307,0	305,7	309,1
Европа	161,5	156,1	153,2	140,6
Страны бывшего СССР	101,0	76,6	65,7	44,1
Общий объем продаж	578,8	539,7	524,6	493,8

Источник: данные компании

Поставки газа (доля в общем объеме)

Рынок (%)	2006	2005	2004	2003
Россия	54,6	56,9	58,3	62,6
Европа	27,9	28,9	29,2	28,5
Страны бывшего СССР	17,5	14,2	12,5	8,9
Общий объем продаж	100	100	100	100

Источник: данные компании

В то же время Fitch отмечает, что расшифровка выручки по рынкам не дает достаточно четкого представления об относительной прибыльности различных рынков. В то время как Европа остается наиболее прибыльным рынком Газпрома, ее доля в прибыли является несколько менее существенной, чем вклад в выручку. Это объясняется различным уровнем расходов и расходных статей, связанных с поставками газа в различные пункты назначения, включая экспортные платежи и расходы на транспортировку.

На будущую выручку в краткосрочной и среднесрочной перспективе может оказать позитивное воздействие своевременная реализация планов правительства по повышению цен на газ. В конце 2006 г. российское правительство утвердило следующий график увеличения внутренних регулируемых цен на газ: на 15% с 1 января 2007 г., на 25% с 1 января 2008 г., на 13% с 1 января 2009 г., на 13% с 1 июля 2009 г., на 13% с 1 января 2010 г. и на 13% с июля 2010 г.

План правительства, реализация которого предусмотрена до 2011 г., нацелен на постепенное увеличение внутренних цен на газ до уровня экспортных цен, скорректированных на соответствующие таможенные пошлины и транспортные расходы, связанные с экспортными поставками. Подход агентства к оценке перспектив либерализации цен на газ в России с 2011 г. является консервативным и отражает потенциальное существенное негативное воздействие такого шага на экономику в целом, а также тот факт, что график увеличения цен на газ был утвержден правительством в период более управляемой ситуации в области цен на экспорт газа.

Выручка в среднесрочной перспективе также может быть поддержана за счет постепенного увеличения цен для стран бывшего СССР до европейского уровня, скорректированного на соответствующие транспортные и экспортные расходы. Выручка Газпрома в краткосрочной перспективе (2008 г.), вероятно, увеличится

на фоне более высоких экспортных цен на газ в результате увеличения цен на некоторые нефтепродукты, к которым они привязаны с 6-9-месячным лагом. В более долгосрочной перспективе позитивное влияние на выручку и прибыль Газпрома может оказать диверсификация по географическим регионам (выход на рынки Азиатско-Тихоокеанского региона), видам продукции (развитие собственного производства СПГ) и сегментам (нефть и электроэнергия). Компания заявила, что к 2020 г. она будет получать 82% чистой прибыли от газового сегмента, 14% от нефтяного и 4% от электроэнергетического сегмента.

Прибыльность

По результатам за 2006 г. прибыльность по показателю EBITDAR была самой высокой, по крайней мере, за шесть лет и лучше, чем у сопоставимых российских нефтегазовых компаний. Маржа EBITDAR в 2006 г. повысилась с 45,4% до 48,4%, главным образом за счет сильного роста выручки на всех трех основных рынках компании. По данным за 9 месяцев 2007 г. маржа EBITDA понизилась до 41% по сравнению с 47% за 9 месяцев 2006 г. в результате более высоких расходов, связанных со стоимостью закупки газа, «прочих операционных расходов» (которая включает плату за банковские услуги, расходы на обеспечение безопасности объектов, юридические и консультационные услуги и рекламу), расходов на оплату труда и ремонт/техобслуживание (в сегменте транспортировки).

В будущем маржа EBITDAR может оказаться под давлением в результате более высокой стоимости закупаемого газа, а также увеличения расходов, связанных с добычей на истощающихся месторождениях и на новых месторождениях с более сложными условиями добычи, с ремонтом газотранспортной системы и возможным изменением налогообложения (после 2010 г.).

Качество доходов

Показатель качества доходов, определяемый как отношение операционного денежного потока к EBITDAR, в 2006 г. увеличился до 56,4% по сравнению с 46,3% в 2005 г., что представляет собой дальнейшее улучшение по сравнению с 2004 г., когда была переломлена отрицательная тенденция (самый низкий показатель за пять лет составил 36,5% 2003 г.). В то же время следует отметить, что данный показатель у Газпрома все еще ниже, чем у некоторых из сопоставимых российских нефтегазовых компаний: самый низкий показатель имеет Роснефть (35,3%), а самый высокий - Татнефть (66,1%).

Отношение опер. ден. потока к чист. выручке и EBITDAR

(%)	2006	2005	2004	2003	2002
Операционный денежный поток/чистая выручка	27,3	21,0	17,5	15,0	22,1
Операционный денежный поток/ EBITDAR	56,4	46,3	42,5	36,5	57,0

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

Денежный поток и расходование операционного денежного потока

Ключевым аспектом результатов за 2006 г. было улучшение генерирования денежного потока на фоне увеличения прибыльности и улучшения собираемости денежных средств, несмотря на существенное увеличение капиталовложений. В 2006 г. денежные средства от операционной деятельности (FFO) и операционный денежный поток (CFO) по сравнению с предыдущим годом почти удвоились. Еще более важным моментом является то, что свободный денежный поток впервые за пять лет стал положительным, несмотря на увеличение капвложений, и в целом был лучше, чем у сопоставимых компаний (несущественные положительные значения свободного денежного

потока у ЛУКойла и Татнефти и отрицательный свободный денежный поток у Роснефти и ТНК-ВР). Кроме того, собственные возможности генерирования денежных средств были достаточными для покрытия увеличения капиталовложений, при показателе отношения операционного денежного потока к капвложениям в 1,2х за 2006 г., впервые за пять лет превысившем 1х.

Несмотря на то что улучшение генерирования денежных потоков в 2006 г. было обусловлено деятельностью в области слияний и поглощений (приобретение Газпромнефти), позитивная тенденция увеличения операционного денежного потока и операционного денежного потока за вычетом капиталовложений продолжилось по результатам за 9 месяцев 2007 г. В то же время Fitch отмечает, что более крупные капиталовложения, как правило, приходятся на 4 квартал года, поскольку некоторые существенные решения по вопросам капитального строительства принимаются в конце финансового года.

Денежные средства от операционной деятельности и операционный денежный поток более чем удвоились, свободный денежный поток впервые за пять лет стал положительным

Генерирование денежного потока продолжает сдерживаться неденежными расчетами и высокой долгосрочной дебиторской задолженностью. В то время как неденежные расчеты сократились до 4% дебиторской задолженности за газ, поставленные за 9 месяцев 2007 г. по сравнению с 7% в 2006 г. (дальнейшее улучшение по сравнению с 14% за 2004 г.), долгосрочная дебиторская задолженность остается высокой и растущей, в результате непроведения своевременной оплаты за поставленный газ некоторыми потребителями из стран бывшего СССР (главным образом, Украины) и, в меньшей степени, потребителями в некоторых регионах России.

По результатам за 9 месяцев 2007 г. дебиторская задолженность потребителей из бывшего СССР составляла 124,3 млрд. руб. (4,98 млрд. долл.) (на конец 2006 г.: 101,0 млрд. руб. (3,8 млрд. долл.)). Крупнейшими должниками были Украина (по результатам за 9 месяцев 2007 г.: 72,5% от общей суммы; на конец 2006 г.: 70,4%) и Молдова (по результатам за 9 месяцев 2007 г.: 22,6% от общей суммы; на конец 2006 г.: 24,1%). Дебиторская задолженность от российских клиентов, хотя она значительно меньше, чем по продажам газа в страны бывшего СССР, также была значительной. По результатам за 9 месяцев 2007 г. общий объем дебиторской задолженности составлял 49,8 млрд. руб., или 2 млрд. долл. (на конец 2006 г.: 47,8 млрд. руб. (1,8 млрд. долл.)). Основная часть задолженности внутри страны относится к продажам газа в южные регионы России - в Чечню и Дагестан - где имеется неопределенность с собираемостью задолженности.

Дивиденды

Существующая дивидендная политика предусматривает выплату в качестве дивидендов 17,5% чистой прибыли материнской компании, определенной в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, и считается умеренной. Дивиденды как процент от консолидированной чистой прибыли по МСФО за последние полные три года (2006-2004 гг.) в целом были умеренными:

Дивиденды

(млн. руб.)	2006	2005	2004	2003	2002
Чистая прибыль	613,345	311,125	209,449	159,095	28,955
Дивиденды	33,898	38,550	14,626	8,479	10,328
Дивиденды/чистая прибыль (%)*	10,9	18,4	9,2	29,3	78,2

Чистая прибыль, исходя из консолидированной отчетности по МСФО

* Дивиденды, выплаченные в течение года (и относящиеся к результатам за предыдущий год), поделенные на результаты предыдущего года

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

В то время как Fitch не исключает возможность внесения государством изменений в дивидендную политику Газпрома в ближайшем будущем (которые приведут к усилению давления на денежный поток), агентство не имеет оснований полагать, что пересмотренная дивидендная политика будет существенно более агрессивной.

Капитальные вложения

Общий объем капиталовложений (в форме денежных средств и в иной форме) в 2006 г. увеличился на 38% по сравнению с предыдущим годом с 12,5 млрд. долл. до 17,9 млрд. долл., при этом половина капиталовложений была направлена в газотранспортный сегмент, где рост капиталовложений был наиболее значительным (2,1 млрд. долл.) за счет сооружения новых мощностей (основные проекты включали трубопроводы «Северные районы Тюменской области - Торжок», «Архангельск - Северодвинск» и «Северный поток»). Согласно ориентирам руководства компании, капиталовложения Газпрома должны существенно увеличиться начиная с 2008 г., что отражает более высокие потребности в капитале для новых проектов – как в сегменте разведки и добычи, так и в сегменте транспортировки газа.

Инвестиционная программа Газпрома

(млрд. руб.)	2008	2009	2010
Капитальные вложения	479,4	668,6	849,6
Долгосрочные инвестиции	230,7	55,8	104,3
Общий объем инвестиционной программы	710,1	739,4	968,9

Источник: проспект по эмиссии облигаций, представляющих собой участие в кредите, март 2008 г.

Инвестиционная программа Газпрома не включает суммы, относящиеся к ряду дочерних компаний (например, Газпромнефть, СИБУР Холдинг). Согласно ожиданиям Газпрома, инвестиции Газпромнефти должны составить 92,5 млрд. руб. в 2008 г. и 185 млрд. руб. в 2009-2010 гг. Вклад СИБУР Холдинга в консолидированные капитальные вложения Газпрома в 2008 г., как ожидается, составит 40,9 млрд. руб. Агентство отмечает, что денежная позиция Газпрома может оказаться под давлением в результате интенсивной программы капиталовложений в предстоящие годы, с учетом все еще ограниченных собственных возможностей по финансированию, о чем свидетельствует отношение операционного денежного потока к капиталовложениям в 1,2х за 2006 г., несмотря на улучшение собственных возможностей по финансированию в 2006 г.

Капиталовложения значительно увеличились, однако собственные возможности по финансированию также существенно возросли

Операционный денежный поток/Капвложения

	2006	2005	2004	2003	2002
Операционный денежный поток/Капвложения	1,2	1,0	0,8	0,8	1,0

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

Приобретения

Что касается позитивных моментов, Газпром, по всей видимости, сместил приоритеты своей инвестиционной программы с приобретений на органическое развитие, о чем свидетельствует абсолютный уровень капитальных расходов,

который должен увеличиваться, и доля капитальных вложений в составе общей инвестиционной программы на 2008-2010 гг. Инвестиционная программа Газпрома на 2008 г. предусматривает 230,71 млрд. руб. (9,2-9,6 млрд. долл.) на приобретения и долгосрочные инвестиции. Это почти в два раза меньше, чем в 2007 г., и включает как приобретения, так и долгосрочные инвестиции в совместные проекты (например, Сахалин-2, Северный поток (морская часть)). В то же время Fitch отмечает, что инвестиционная программа Газпрома может быть пересмотрена в сторону повышения, если компания решит осуществить дополнительные приобретения.

Fitch ожидает, что любые крупные приобретения, вероятно, будут финансироваться за счет заимствований, что будет оказывать дополнительное давление на левередж. Однако в отличие от предыдущих лет, когда Газпром приобретал активы, не относящиеся к его основному бизнесу, более недавние приобретения (Мосэнерго, Сахалин II, Сибнефть) находились в рамках ТЭК и соответствовали стратегии Газпрома по превращению из производителя газа в энергетическую компанию (включая газ, нефть и электроэнергию).

Ликвидность, долг и левередж

На конец 2006 г. денежные средства и ликвидные ценные бумаги у группы увеличились на 66% по сравнению с предыдущим годом до 375 798 млн. руб. (14,3 млрд. долл.). Денежные средства покрывали 95,5% краткосрочной задолженности (на конец 2005 г.: 112%). По результатам за 9 месяцев 2007 г. денежные средства и ликвидные ценные бумаги группы (скорректированные на временный остаток денежных средств третьей стороны в Газпромбанке) составляли 376 635 млн. руб., практически не изменившись относительно предыдущего года, и покрывали 92% краткосрочной задолженности — немногим меньше, чем на конец 2006 г. В то же время необходимо отметить, что вышеуказанный показатель отношения денежных средств к краткосрочной задолженности основан на консолидированной отчетности и не отражает ситуации с ликвидностью на уровне материнской компании, которая лучше, чем консолидированная ликвидность группы, так как она поддерживается тщательным управлением структурой задолженности компании, таким образом, устраняя необходимость в инструментах обеспечения ликвидности, таких как безотзывные кредитные линии.

Несмотря на то что общий объем долга на балансе группы на конец 2006 г. вырос на 124 936 млн. руб. (4,75 млрд. долл.) до 1 079 093 млн. руб. (40 983 млн. долл.), улучшившаяся денежная позиция компании обеспечила снижение чистого долга. На конец 2006 г. чистая скорректированная задолженность уменьшилась на 26 935 млн. руб. (около 1 млрд. долл.) до 825 280 млн. руб. по сравнению с 852 215 млн. руб. на конец 2005 г. Улучшение показателя чистого долга на фоне повышения прибыльности и роста EBITDAR приблизительно в 13,8 млрд. долл. по сравнению с предыдущим годом укрепило позицию левереджа Газпрома. Несмотря на то что Газпром имеет самый высокий уровень долга среди российских нефтегазовых компаний при общем объеме долга на балансе в 1,079 трлн. руб. (41 млрд. долл.) на конец 2006 г. (затем следует крупнейшая российская государственная нефтяная компания Роснефть с 13,8 млрд. долга и чистым левереджем в 2,0x), показатель левереджа у Газпрома (чистый скорректированный долг/EBITDAR) фактически улучшился по сравнению с предыдущим годом до 0,9x и впервые за пять лет был ниже 1x благодаря повышению EBITDAR и, отчасти, улучшению денежной позиции. За 9 месяцев 2007 г. левередж Газпрома (чистый скорректированный долг/EBITDA) оставался на хорошем уровне в 0,9x в сравнении с 1,2x за 9 месяцев 2006 г.

Основные показатели кредитоспособности

	2006	2005	2004	2003	2002
Общая скорректированная задолженность за вычетом ден. ср-в/Опер. EBITDAR	0,9	1,4	1,6	1,5	2,1
Денежные средства от операционной деятельности (FFO)/Валовые процентные расходы	12,5	8,0	6,1	5,9	4,5
Опер. EBITDAR/чистые постоянные платежи	28,8	16,4	11,8	9,6	7,6

Источники: отчетность компании, расчеты Fitch

Тем не менее, Fitch ожидает ослабления показателя леведреджа в краткосрочной перспективе, что будет отражать увеличение задолженности на фоне более медленного роста EBITDAR в 2007 г. Рейтинги учитывают возможное краткосрочное ухудшение показателя чистый долг/EBITDAR. В то же время в ближайшие 1,5-2 года агентство не ожидает уровня леведреджа выше 1,5х-1,6х.

Fitch отмечает, что рейтинги Газпрома могут оказаться под давлением в случае осуществления крупных приобретений за счет заимствований, что может привести к существенному ослаблению леведреджа компании.

Показатель «Общая скорректированная задолженность/общая скорректированная капитализация» на конец 2006 г. был умеренным на уровне 26,4% (на конец 2005 г.: 28,4%) и в целом стабильным, изменяясь в пределах ограниченного диапазона в 25,3%-28,4% в течение последних пяти лет (2006-2002 гг.). В то время как задолженность, вероятно, увеличится, Fitch не ожидает резких колебаний данного показателя.

Долг группы сосредоточен, главным образом на уровне материнской компании (ОАО Газпром) (доля задолженности группы: на конец 2007 г. ожидается 66%; на конец 2006 г.: 56%). Основная часть долга, не относящегося к материнской компании, приходится на долю Газпромбанка (19% и 31% за 9 месяцев 2007 г. и на конец 2006 г. соответственно) и Газпромнефти (за 2007 г. ожидается 8%; на конец 2006 г.: 3%). Деконсолидация Газпромбанка (которая в настоящий момент рассматривается Газпромом и которая может быть отражена в отчетности за 3 месяца 2008 г. или за 1 полугодие 2008 г.) оказала бы положительное воздействие на леведредж и прозрачность группы, особенно с учетом того, что Газпромбанк не вносит вклада в консолидированный показатель EBITDA. На конец 2006 г. Газпром не имел субординированного или конвертируемого долга и последовательно сокращал долю обеспеченного долга: всего лишь 3% на конец 2006 г. по сравнению с 44% в 2002 г. (обеспечение выручкой от экспортных поставок газа).

Задолженность Газпрома является хорошо диверсифицированной и включает кредиты от западных банков (главным образом в долларах США и евро, сроки погашения по основной части которых наступают с 2008 по 2014 гг., как с плавающей, так и с фиксированной ставкой), еврооблигации (с погашением с 2008 по 2022 гг.) и относительно небольшую долю рублевых облигаций с погашением по 2014 г.

По мнению Fitch, структура погашения задолженности Газпрома является несколько рискованной.

Агентство отмечает, что в случае существенного ухудшения конъюнктуры на финансовых рынках и рынках капитала, практика Газпрома по первоначальному привлечению краткосрочных заимствований (на срок в 12-18 месяцев), а затем рефинансированию новой задолженности по мере наступления сроков погашения — при высоких уровнях задолженности и существенных потребностях в капиталовложениях, которые не могут быть отсрочены, в особенности, если это будет сопровождаться существенным и длительным ухудшением ситуации в области цен на нефть — потенциально могут ограничить финансовую гибкость

Газпрома. Подверженность компании колебаниям обменного курса ограничена за счет использования поступлений по экспортным контрактам для выплаты задолженности в долларах и евро. Поэтому компания не использует валютные или форвардные контракты.

Задолженность, вероятно, будет увеличиваться в результате интенсивной инвестиционной программы Газпрома и потенциальных новых приобретений. План заимствований компании на 2008 г. предусматривает новые заимствования объемом 90 млрд. руб. (около 3,7 млрд. долл.), и в 2009-2010 гг. планируется поддерживать заимствования на аналогичном уровне. Тем не менее, уровень новых заимствований, вероятно, превысит вышеуказанные суммы, если компания будет осуществлять какие-либо существенные приобретения сверх установленной инвестиционной программы – таким образом, подвергая дополнительному давлению свои показатели кредитоспособности. Дальнейшее повышение рейтингов Газпрома будет в значительной мере зависеть от сокращения левереджа на балансе и дальнейшего улучшения возможностей генерирования денежных средств компании.

Показатели по некоторым российским нефтегазовым компаниям

Рейтинг Fitch	ОАО Газпром		ОАО ЛУКОЙЛ		ОАО НК Роснефть		TNK-BP Int'l Ltd.	
	ВВВ/«Стабильный» (млн.руб.)		ВВВ-/«Позитивный» (млн. долл.)		ВВВ-/«Позитивный» (млн. долл.)		ВВВ-/«Стабильный» (млн. долл.)	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Некоторые финансовые показатели								
Реализация (за вычетом налога на добычу и экспортных пошлин)	1 993 631	1 296 316	47 258	40 694	15 288	12 597	18 578	17 286
ЕБИТДАР	964 524	588 494	12 644	10 812	7 342	7 111	7 724	7 489
Маржа ЕБИТДАР (%)	48,4	45,4	26,8	26,6	48,0	56,4	41,6	43,3
Общая скорректированная задолженность	1 201 078	1 078 082	9 130	6 335	15 331	21 022	6 934	3 614
Чистая скорректированная задолженность	825 280	852 215	8 378	4 685	14 366	19 684	5 238	2 293
Чистые доказанные запасы^а								
Доказанные запасы углеводородов (млн. б.н.э.)	116 747,8	102 664,1	20 360,0	20 330,0	20 089,1	18 941,6	7 307,0	7 660,0
в том числе газа (%)	92,0	92,2	21,8	20,7	20,6	21,5	отриц.	0
Добыча								
Нефть/жидкие углеводороды (тыс. барр. в сутки)	937,8	448,2	1 920	1 820	1 584	1 468	1 518	1 579
Природный газ (млрд. куб. м)	556,0	555,0	13,6	5,6	13,6	13,0	10,9	9,6
Коэффициент кратности запасов (лет) - основные углеводороды	32,3	29,9	22,7	24,3	27,6	27,8	13,2	13,3
Основные коэффициенты относительной задолженности								
Чистая скорректированная задолженность/ ЕБИТДАР (х)	0,9	1,4	0,7	0,4	2,0	2,8	0,7	0,3
Общая скорректированная задолженность/общая скорректированная капитализация	26,4	28,4	21,5	18,6	41,1	69,3	39,1	28,1
Денежные средства от операционной деятельности (FFO)/ чистые процентные расходы	29,6	14,7	49,5	43,7	6,4	7,0	42,0	48,4

^а Показатели по запасам Газпрома включают данные по запасам Газпромнефти, но учитывают лишь аудированную часть чистых доказанных запасов Газпрома (94% запасов газа Газпрома ABC1, 90% запасов газоконденсата и 93% запасов нефти)

^б Данные по запасам и кратности запасов основаны на классификации SPE, за исключением TNK-BP (основаны на SEC-LOF)

Источники: данные компаний, расчеты Fitch

ОАО ГАЗПРОМ

	31 дек. 2006 г. млн. руб.	31 дек. 2005 г. млн. руб.	31 дек. 2004 г. млн. руб.	31 дек. 2003 г. млн. руб.	31 дек. 2002 г. млн. руб.	31 дек. 2001 г. млн. руб.
		Индексированные данные				
Сводный балансовый отчет						
Активы						
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	375 798,0	225 867,0	146 585,0	128 465,0	87 249,0	83 079,0
Дебиторская задолженность	254 082,0	181 316,0	135 015,0	117 868,0	113 990,0	153 997,0
Товарно-материальные запасы	207 459,0	169 121,0	130 400,0	111 330,0	88 561,0	85 465,0
Прочие текущие активы	644 966,0	425 149,0	314 680,0	242 799,0	195 359,0	172 919,0
Основные средства	3 034 968,0	2 791 011,0	2 183 084,0	1 973 781,0	1 855 276,0	1 783 004,0
Нематериальные активы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие долгосрочные активы	792 652,0	546 630,0	296 025,0	189 844,0	199 427,0	192 309,0
ВСЕГО АКТИВОВ	5 309 925,0	4 339 094,0	3 205 789,0	2 764 087,0	2 539 862,0	2 470 773,0
ПАССИВЫ						
Краткосрочная задолженность (в т.ч. текущая часть долгосрочной задолженности)	393 564,0	201 669,0	177 017,0	198 055,0	226 207,0	263 492,0
Кредиторская задолженность	117 332,0	72 103,0	53 153,0	37 157,0	32 783,0	46 162,0
Начисления	395 086,0	335 662,0	181 337,0	131 703,0	85 008,0	20 047,0
Прочие краткосрочные обязательства	349 174,0	252 697,0	206 257,0	190 915,0	169 948,0	140 765,0
Прочие долгосрочные обязательства	19 420,0	5 741,0	11 275,0	18 864,0	35 046,0	27 535,0
Долгосрочный обеспеченный долг	33 901,0	98 886,0	60 701,0	60 091,0	121 937,0	132 243,0
Долгосрочный необеспеченный долг	651 628,0	653 602,0	378 025,0	257 379,0	146 884,0	119 429,0
ВСЕГО ПАССИВОВ	1 960 105,0	1 620 360,0	1 067 765,0	894 164,0	817 813,0	749 673,0
АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ						
Доля меньшинства	161 362,0	142 317,0	45 551,0	14 793,0	10 177,0	17 387,0
Акционерный капитал и резервы	3 188 458,0	2 576 417,0	2 092 473,0	1 855 130,0	1 711 872,0	1 703 713,0
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ	5 309 925,0	4 339 094,0	3 205 789,0	2 764 087,0	2 539 862,0	2 470 773,0
Общая скорректированная задолженность	1 201 078,0	1 078 082,0	740 730,0	634 769,0	582 735,0	515 164,0
График погашения задолженности						
ОЧЕРЕДНОСТЬ ТРЕБОВАНИЙ ПО ДОЛГАМ						
Лизинговые обязательства	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Обеспеченные обязательства	33 901,0	98 886,0	147 634,0	154 858,0	219 700,0	184 243,0
Необеспеченные обязательства	1 045 192,0	855 271,0	468 109,0	360 667,0	275 328,0	330 921,0
Конвертируемые обязательства	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Субординированные обязательства	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Совокупная задолженность	1 079 093,0	954 157,0	615 743,0	515 525,0	495 028,0	515 164,0
Забалансовая задолженность	121 985,0	123 925,0	124 987,0	119 244,0	87 707,0	н.д.
Общая скорректированная задолженность	1 201 078,0	1 078 082,0	740 730,0	634 769,0	582 735,0	515 164,0
Долг без регресса + гибридный компонент со свойствами акционерного капитала	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Общая скорректированная задолженность с характеристиками акционерного капитала	1 201 078,0	1 078 082,0	740 730,0	634 769,0	582 735,0	515 164,0
Скорректированные обязательства--	1 201 078,0	1 078 082,0	740 730,0	634 769,0	582 735,0	515 164,0
ИСТОЧНИКИ ЗАИМСТВОВАНИЙ						
Банки	582 276,0	688 145,0	419 558,0	398 981,0	417 634,0	424 404,0
Рынки капитала	376 772,0	234 663,0	163 700,0	75 396,0	15 792,0	6 099,0
Прочее	120 045,0	31 349,0	32 485,0	41 148,0	61 602,0	84 661,0
СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ	1 079 093,0	954 157,0	615 743,0	515 525,0	495 028,0	515 164,0
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО СРОКАМ ПОГАШЕНИЯ						
Менее 1 года	393 564,0	201 669,0	177 017,0	198 055,0	226 207,0	263 492,0
1 - 2 года	128 466,0	163 804,0	66 127,0	81 968,0	112 596,0	106 322,0
2 - 5 лет	242 230,0	360 505,0	182 623,0	109 521,0	132 010,0	124 826,0
более 5 лет	314 833,0	228 179,0	189 976,0	125 981,0	24 215,0	20 524,0
СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ	1 079 093,0	954 157,0	615 743,0	515 525,0	495 028,0	515 164,0
Неограниченные в использовании денежные средства и депозиты	375 798,0	225 867,0	146 585,0	128 465,0	87 249,0	83 079,0
ТЕКУЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	17 766,0	-24 198,0	30 432,0	69 590,0	138 958,0	180 413,0
ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	703 295,0	728 290,0	469 158,0	387 060,0	407 779,0	432 085,0
ОБЩАЯ СКОРРЕКТИРОВАННАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	825 280,0	852 215,0	594 145,0	506 304,0	495 486,0	432 085,0
Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств	825 280,0	852 215,0	594 145,0	506 304,0	495 486,0	432 085,0
Ограниченные в использовании денежные средства и депозиты	12 356,0	18 040,0	16 861,0	33 743,0	39 581,0	46 220,0

~ в том числе ограниченные в использовании денежные средства

~~ общая скорректированная задолженность с характеристиками акционерного капитала плюс привилегированные акции с характеристиками долга

ОАО ГАЗПРОМ

Сводный отчет о прибылях и убытках

	31 дек. 2006 г. млн. руб.	31 дек. 2005 г. млн. руб.	31 дек. 2004 г. млн. руб.	31 дек. 2003 г. млн. руб.	31 дек. 2002 г. млн. руб.	31 дек. 2001 г. млн. руб.
		Индексированные данные				
СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ						
Выручка*	1 993 631,0	1 296 316,0	919 269,0	800 109,0	624 202,0	691 244,0
Себестоимость реализованной продукции	980 780,0	626 705,0	488 001,0	418 837,0	323 217,0	347 043,0
ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ	1 012 851,0	669 611,0	431 268,0	381 272,0	300 985,0	344 201,0
Коммерческие, общие и административные расходы	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Прочие операционные расходы **	57 217,0	90 844,0	58 393,0	55 286,0	59 557,0	38 209,0
Исключительно в репрезентативных целях: долг. Аренда (вкл. статью «Коммерческие, общие и административные расходы» выше)	8 890,0	9 727,0	6 247,0	3 685,0	н.д.	н.д.
Операционный показатель ЕВITDAR	964 524,0	588 494,0	379 122,0	329 671,0	241 428,0	305 992,0
Амортизация основных средств и нематериальных активов	167 446,0	124 783,0	110 264,0	99 648,0	93 454,0	99 868,0
Разовый неоперационный доход без регресса***	8 811,0	385,0	5 018,0	5 017,0	-3 729,0	-993,0
Прибыль/убыток от деятельности ассоциированных компаний	26 363,0	11 782,0	8 151,0	3 478,0	4 285,0	4 087,0
Прочие доходы/расходы	-8 890,0	-9 727,0	-6 247,0	-3 685,0	н.д.	н.д.
ЕВИТ	823 362,0	466 151,0	275 780,0	234 833,0	148 530,0	209 218,0
Процентные доходы	36 460,0	25 202,0	15 605,0	15 295,0	10 636,0	14 184,0
Процентные расходы	43 771,0	36 202,0	25 165,0	32 301,0	29 265,0	42 902,0
Непроцентные финансовые доходы/расходы	40 014,0	-5 036,0	25 410,0	19 147,0	35 853,0	51 229,0
Прибыль до налогообложения	856 065,0	450 115,0	291 630,0	236 974,0	165 754,0	231 729,0
Налог на прибыль	219 604,0	134 184,0	79 888,0	74 817,0	136 132,0	213 191,0
Доля меньшинства	-23 116,0	-4 806,0	-2 293,0	-3 062,0	-667,0	-5 339,0
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	613 345,0	311 125,0	209 449,0	159 095,0	28 955,0	13 199,0
Чрезвычайные статьи/Изменения в учетной политике	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ПОСЛЕ ОТРАЖЕНИЯ ЧРЕЗВЫЧАЙНЫХ СТАТЕЙ (до выплаты дивидендов)	613 345,0	311 125,0	209 449,0	159 095,0	28 955,0	13 199,0

Сводный отчет о движении денежных средств

	31 дек. 2006 г. млн. руб.	31 дек. 2005 г. млн. руб.	31 дек. 2004 г. млн. руб.	31 дек. 2003 г. млн. руб.	31 дек. 2002 г. млн. руб.	31 дек. 2001 г. млн. руб.
		Индексированные данные				
СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ						
Операционный показатель ЕВITDAR	964 524,0	588 494,0	379 122,0	329 671,0	241 428,0	305 992,0
Денежные процентные платежи, за вычетом процентных доходов	21 442,0	25 427,0	20 936,0	19 834,0	22 379,0	27 389,0
Денежные расходы по уплате налогов	211 179,0	154 081,0	49 026,0	48 096,0	35 130,0	105 189,0
Дивиденды от ассоциированных компаний	н.д.	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Прочие изменения до средств от операционной деятельности ****	-27 863,0	-50 920,0	-95 596,0	-36 989,0	-37 334,0	-41 409,0
ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ОТ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (FFO)	704 040,0	358 066,0	213 564,0	224 752,0	146 585,0	132 005,0
Изменение оборотного капитала	-159 952,0	-85 449,0	-52 350,0	-104 516,0	-8 853,0	1 895,0
ОПЕРАЦИОННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (CFO)	544 088,0	272 617,0	161 214,0	120 236,0	137 732,0	133 900,0
Денежный поток, не связанный с операционной деятельностью***	-2 890,0	-16 480,0	-13 951,0	-275,0	-881,0	-6 136,0
Капитальные вложения	441 001,0	274 376,0	197 669,0	144 370,0	141 124,0	108 453,0
Дивиденды	33 898,0	38 550,0	14 626,0	8 479,0	10 328,0	6 736,0
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	66 299,0	-56 789,0	-65 032,0	-32 888,0	-14 601,0	12 575,0
Поступления от продажи активов	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Расходы на приобретение бизнес-активов	65 273,0	387 080,0	54 714,0	1 243,0	6 159,0	862,0
Доходы от продажи компаний и пакетов акций	423,0	17 458,0	3 184,0	3 056,0	-4 058,0	1 198,0
Особые и другие статьи движения денежных средств	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	1 449,0	-426 411,0	-116 562,0	-31 075,0	-24 818,0	12 911,0
Эмиссия/(Выкуп) акций	8 352,0	210 356,0	8 795,0	-3 908,0	н.д.	н.д.
Изменения, связанные с колебаниями валютного курса	-3 893,0	-1 204,0	-1 386,0	-1 196,0	8 099,0	3 638,0
Прочие статьи, влияющие на движение денежных средств****	13 403,0	-40 694,0	10 173,0	51 060,0	34 386,0	20 073,0
ЧИСТЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	19 311,0	-257 953,0	-98 980,0	14 881,0	17 667,0	36 622,0
ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ НА НАЧАЛО ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕН. СР-В	710 250,0	452 297,0	353 317,0	368 198,0	385 865,0	422 487,0
Снижение/(увеличение) чистой задолженности	-19 311,0	257 953,0	98 980,0	-14 881,0	-17 667,0	-36 622,0
ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ НА КОНЕЦ ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕН. СР-В	690 939,0	710 250,0	452 297,0	353 317,0	368 198,0	385 865,0

* За вычетом налога с продаж, роялти и др. операционных налогов

** Без учета амортизации основных средств и нематериальных активов

*** Оценки аналитиков

**** Балансирующая статья

ОАО ГАЗПРОМ

Анализ коэффициентов

	31 дек. 2006 г.	31 дек. 2005 г.	31 дек. 2004 г.	31 дек. 2003 г.	31 дек. 2002 г.	31 дек. 2001 г.
	млн. руб.					
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ/ПРИБЫЛЬНОСТЬ						
Прирост выручки (%)	53,8	41,0	14,9	28,2	-9,7	-6,4
Валовая прибыль/Выручка (%)	50,5	51,7	46,9	47,7	48,2	49,8
Опер. ЕБИТДАР/Выручка (%)	48,4	45,4	41,2	41,2	38,7	44,3
ЕБИТ/Выручка (%)	41,3	36,0	30,0	29,4	23,8	30,3
Прибыль до налогообложения/Выручка (%)	42,9	34,7	31,7	29,6	26,6	33,5
Прибыль после налогообложения/Выручка (%)	31,9	24,4	23,0	20,3	4,8	2,7
Эффективная налоговая ставка (%)	25,7	29,8	27,4	31,6	82,1	92,0
Прибыль после налогообложения/Акционерный капитал (в средн.) (%)	25,6	18,5	14,6	13,2	9,6	13,5
Доходность на активы (в средн.) (%)	12,8	9,3	7,9	7,3	2,4	2,4
Доходность денежных средств от операционной деятельности на скорректированный капитал (%)	17,0	11,0	9,1	11,0	8,2	8,7
Маржа свободного денежного потока (%)	3,1	-4,4	-7,1	-4,1	-2,3	1,8
ПОКАЗАТЕЛИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ						
Денежные ср-ва от опер. деятельности (FFO)/Валовые проц. расходы и дивиденды по привилегированным акциям (x)	12,5	8,0	6,1	5,9	4,5	3,1
Обеспеченность фиксированных платежей по FFO (x)	11,1	6,9	5,5	5,5	4,5	3,1
(Опер. ЕБИТДАР-Капвложения)/Совокупные постоянные платежи (x)	7,7	6,0	4,7	4,7	3,4	4,2
Опер. ЕБИТДАР/Чистые постоянные платежи (x)	28,8	16,4	11,8	9,6	7,6	6,4
FFO/Процентные расходы за вычетом процентных доходов (x)	29,6	14,7	9,2	8,3	5,6	3,8
Коэффициент обеспеченности задолженности за счет свободных денежных средств (x)	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2
Коэффициент обеспеченности чистых постоянных платежей (x)	23,8	12,9	8,4	6,7	4,7	4,3
ЛЕВЕРДЖ						
Общая скорректированная задолженность/Опер. ЕБИТДАР (x)	1,3	1,8	2,0	1,9	2,4	1,7
Общая скорректированная задолженность за вычетом ден. ср-в/Опер. ЕБИТДАР (x)	0,9	1,5	1,6	1,5	2,1	1,4
Скорректированные обязательства за вычетом ден. ср-в/Оп. ЕБИТДАР (x)	0,9	1,5	1,6	1,5	2,1	1,4
Скорректированный чистый левередж/FFO (x)	1,1	2,2	2,4	2,0	2,8	2,4
Скорректированный левередж/FFO (x)	1,6	2,6	2,8	2,3	3,1	2,7
Свободный денежный поток/ Скорректированные обязательства (%)	5,1	-5,3	-8,8	-5,2	-2,5	2,4
Операционный денежный поток (CFO)/Общая задолженность за вычетом денежных средств (%)	77,4	37,4	34,4	31,1	33,8	31,0
Операционный денежный поток (CFO)/Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств (%)	65,9	32,0	27,1	23,8	27,8	31,0
Общая скорректированная задолженность/Общая скорректированная капитализация (%)	26,4	28,4	25,7	25,3	25,3	23,0
СТРУКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ						
Обеспеченная и лимитовая задолженность/Общая задолженность (%)	3,1	10,4	24,0	30,0	44,4	35,8
Текущая задолженность/Общая задолженность (%)	36,5	21,1	28,8	38,4	45,7	51,2
Забалансовая задолженность/Общая скорректированная задолженность (%)	10,2	11,5	16,9	18,8	15,1	н.д.
Общая задолженность за вычетом денежных средств/Материальный акционерный капитал (%)	21,0	26,8	21,9	20,7	23,7	25,1
ПОКАЗАТЕЛИ, СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ С УЧЕТОМ ПЕНСИОННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ						
Пенсионные обязательства всех типов	17 427,5	12 866,6	7 395,4	5 770,1	3 807,5	2 919,0
Чистый левередж, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	0,8	1,3	1,2	1,2	1,7	1,4
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	15,7	10,5	11,1	8,0	6,6	6,0
Расчетные процентные расходы	871,4	643,3	369,8	289,5	190,4	146,0
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	15,7	10,5	11,1	8,0	6,6	6,0
ЦИКЛ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА						
Средний срок оборота товарно-материальных активов (дней)	76,8	87,2	90,4	87,1	98,3	87,5
Средний срок оборота дебиторской задолженности (дней)	46,5	44,5	50,2	52,9	78,4	102,0
Средний срок оборота рабочего капитала, брутто (дней)	123,3	131,8	140,6	140,0	176,6	189,5
Средний срок оборота кредиторской задолженности (дней)	43,4	36,5	33,8	30,5	44,6	44,7
Средний срок оборота денежных средств (дней)	79,9	95,3	106,8	109,5	132,0	144,9
ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ						
Амортизация основных средств	167 446,0	124 783,0	110 264,0	99 648,0	93 454,0	99 868,0
Амортизация нематериальных активов	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Капитальные вложения/Амортизация основных средств(x)	2,6	2,2	1,8	1,5	1,1	1,1
Операционный денежный поток (CFO)/Капитальные вложения (x)	1,2	1,0	0,8	0,8	1,0	1,2
Капитализированные проценты	17 275,0	15 189,0	16 373,0	13 807,0	13 012,0	18 857,0
Затраты на лизинг/аренду за счет краткосрочных активов	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Затраты на лизинг/аренду за счет долгосрочных активов	8 890,0	9 727,0	6 247,0	3 685,0	н.д.	н.д.
Условные обязательства	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Исключительные статьи в операционных издержках	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Зарплата/Выручка (%)	10,0	14,2	15,8	14,0	11,7	8,6
НИОКР (нетто)/Выручка (%)	0,7	0,5	0,6	0,8	0,7	н.д.

© 2008 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. и дочерние компании. State Street Plaza, NY, NY 10004. Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. Вся приведенная здесь информация основывается на данных, полученных от эмитентов, других заемщиков, андеррайтеров и из иных источников, которые Fitch считает надежными. Fitch не проводит аудита и не проверяет правильность или точность таких данных. Соответственно, информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитоспособности ценной бумаги. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей ценных бумаг. Отчет с обоснованием рейтингов Fitch не является проспектом эмиссии и не может рассматриваться в качестве информации, которая была подобрана и проверена эмитентом или его агентами и представлена инвесторам в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны, временно или окончательно, в любое время и по любой причине по усмотрению Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией «покупать», «продавать» или «держаться» какую-либо ценную бумагу. Обоснование рейтингов не является мнением относительно приемлемости рыночной цены или соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах соответствующей страны. Вследствие более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.