

ХОРОШИЕ ИТОГИ ГОДА. РИСК ПЕРЕСМОТРА ТАРИФОВ – СУЩЕСТВЕННЫЙ ФАКТОР СНИЖЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Финансовые результаты за 4 кв. и 2012 г. по МСФО

Квартальное снижение рентабельности на фоне роста операционных расходов. На прошлой неделе НОВАТЭК опубликовал финансовые результаты за 4 кв. и весь 2012 г., которые в целом соответствуют нашим ожиданиям и являются достаточно высокими. Рост выручки в 4 кв. (+11% за квартал до 59 млрд руб.) был поддержан сезонным увеличением объемов реализации газа, но в то же время оказался отчасти нивелирован сокращением поступлений от продажи жидких углеводородов на фоне снижения цен и объемов продаж. Укрепление рубля (+1,76% за квартал), сезонный скачек административно-хозяйственных (+65%) и транспортных расходов (+21), а также затрат на геологоразведку негативно сказались на EBITDA, которая за квартал не изменилась и составила 25 млрд руб., что сократило рентабельность по EBITDA за тот же период на 5 п.п. до 43%. В свою очередь, по итогам года выручка достигла 211 млрд руб. (+20% год к году), EBITDA возросла на 11% до 95 млрд руб.

Объем капзатрат ниже объявленных ранее планов. НОВАТЭК продолжает генерировать значительные денежные потоки, достаточные для финансирования собственных капитальных затрат (30–40% годовой EBITDA) и выплаты дивидендов (30% неконсолидированной чистой прибыли по РСБУ). По итогам года операционный денежный поток компании был равен 76 млрд руб. (+5% год к году), а объем капзатрат составил 44 млрд руб. (+40% год к году), что на 16% ниже запланированных ранее расходов на сумму 53 млрд руб. (или 1,7 млрд долл.). Среди основных направлений затрат – разработка Юрхаровского месторождения (14 млрд руб., или 33% совокупных затрат) и строительство комплекса в Усть-Луге по переработке СГК, запуск первой очереди которого состоялся в 4 кв. 2012 г. (11,8 млрд руб., или 27% совокупных затрат). Согласно нашей оценке, в 2013 г. капзатраты сохранятся на уровне 1,6–1,7 млрд долл., а операционный денежный поток составит 3 млрд долл., что позволит при текущем объеме дивидендных выплат получить средства для снижения задолженности.

Рост долговой нагрузки вследствие новых приобретений. Совокупный долг НОВАТЭКа на отчетную дату составил 132 млрд руб., увеличившись за год на 39%. Как мы и ожидали, приобретение нового актива (49% Nortgas) за 1,375 млрд долл., профинансированного за счет выпуска еврооблигаций в декабре, привело к наращиванию задолженности и росту левереджа. На конец декабря соотношение Долг/EBITDA повысилось до 1,4 (1,1 на конец 2011 г.), а Чистый Долг/EBITDA – до 1,2 (0,8 на конец 2011 г.). Структура долга является комфортной: часть задолженности представлена банковскими кредитами (26%), объем краткосрочного долга, равный 35 млрд руб. (26%), покрывался ликвидными средствами (18 млрд руб. денежных средств и 43 млрд руб. одобренных на отчетную дату кредитных линий). Уже в феврале компания разместила дебютный рублевый евробонд на 14 млрд руб., досрочно погасив кредиты перед Сбербанком и Nordea Bank на общую сумму 21 млрд руб. Принимая во внимание объем денежных потоков компании, а также наши ожидания по капзатратам, свободный денежный поток останется в положительной зоне и позволит в ближайший год сократить левередж до 1,2 в терминах Долг/EBITDA (без учета новых приобретений).

Перспективы динамики внутренних цен на газ становятся все более туманными. В числе основных факторов роста финансовых показателей НОВАТЭКа выступает рост внутренних цен на природный газ. В 2011–2012 гг. ежегодное повышение тарифов составило в среднем 15%. В настоящее время правительство рассматривает вопрос о пересмотре роста тарифов в связи с необходимостью соблюдения предельного, шестипроцентного, роста тарифов ЖКХ (установленного президентом) и дальнейшего сдерживания инфляции. Пересмотр тарифов в сторону понижения предполагает значительные риски для прибыли компании, отчасти несовместимые с финансированием столь крупных инвестиционных проектов, таких как Ямал-СПГ. Так, если правительство решит повысить регулируемые тарифы в 2014 г. лишь на 6% (против ожидаемых 15%), EBITDA НОВАТЭКа окажется ниже нашего прогноза на 25% (4,7 млрд долл.), а в случае замедления

Обращающиеся выпуски

NVTKRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Novatek '16	600 \$	5,33	3 фев 16	2,54
Novatek '17	5 000 R	7,75	21 фев 17	7,70
Novatek '21	650 \$	6,60	3 фев 21	4,04
Novatek '22	1 000 \$	4,42	13 дек 22	4,33
Новатэк БО-1	10 000 R	7,50	25 июн 13	7,94
Новатэк БО-2	10 000 R	8,35	12 окт 15	7,85
Новатэк БО-3	5 000 R	8,35	12 окт 15	7,80
Новатэк БО-4	5 000 R	8,35	12 окт 15	7,80

Источники: MMBB, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Хорошие итоги года. Риск пересмотра тарифов – существенный фактор снижения финансовых показателей

до 10% – на 14,5%. В ходе телефонной конференции мы надеемся получить комментарии о потенциальном пересмотре роста внутренних тарифов на газ и возможности получения в этом случае каких-либо компенсаций от государства, в частности в виде более раннего доступа к экспортным рынкам.

Нейтральный взгляд на облигации, возможное расширение спредов вследствие спекуляций на тему пересмотра тарифов.

По нашему мнению, публикация во многом ожидаемых финансовых результатов (в особенности в части долговой нагрузки) не окажет влияния на котировки облигаций НОВАТЭКа. Кредитные характеристики компании остаются сильными, а бизнес-модель сбоев пока не дает. Основными факторами, определяющими кредитное качество эмитента в краткосрочной перспективе, станут риск пересмотра тарифов в сторону понижения, возможное снятие монополии Газпрома на экспорт СПГ и появление нового партнера в проекте «Ямал-СПГ». В настоящее время мы нейтрально относимся к евробондам НОВАТЭКа, торгующимся вблизи кривой Газпрома (BBV/Baa1/BBB). Отношение инвесторов к бумагам газового сектора в ближайшее время будет определяться в первую очередь таким фактором, как возможное замедление роста тарифов на газ. Расширение спредов бумаг НОВАТЭКа относительно кривой Газпрома более чем на 50–60 б.п. следует рассматривать как возможность для покупки при условии, что планируемые изменения тарифов не сильно повлияют на финансовые показатели эмитента

Снижение операционной рентабельности и контролируемый рост долговой нагрузки

Основные финансовые показатели НОВАТЭКа по МСФО, млрд руб.

	2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012	1 п/г 2012	3 кв. 2012	9 мес. 2011	4 кв. 2012	2012
Выручка	176	54	45	100	53	152	59	211
ЕБИТДА	85	24	20	45	25	70	25	95
Чистая прибыль	119	21	10	31	20	51	19	69
Основные средства	167	172		181		190		197
Денежные средства	24	28		16		17		18
Собственный капитал	242	262		263		282		291
Долг, в т.ч.:	95	76		94		85		132
краткосрочные займы	20	7		23		19		35
долгосрочные займы	75	68		71		66		98
Чистый долг	72	48		78		67		114
Активы	383	387		386		399		463
Операционный денежный поток	72	24	10	34	24	58	18	76
Денежный поток от инв. деятельности	(47)	(3)	(10)	(13)	(15)	(27)	(57)	(84)
Денежный поток от фин. деятельности	(12)	(16)	(18)	(33)	(4)	(37)	40	3
Капитальные вложения	(31)	(8)	(12)	(20)	(11)	(31)	(12)	(44)
Свободный денежный поток	41	16	(2)	14	14	26	6	32
ОДП/Капзатраты	2,3	3,2	0,8	1,7	2,1	1,8	1,5	1,7
Кoeffициенты, %								
Рентабельность по ЕБИТДА	48,5	44,5	45,2	44,8	47,9	45,9	43,0	45,1
Долг / ЕБИТДА	1,1	0,9		1,1		0,9		1,4
Чистый долг / ЕБИТДА	0,8	0,6		0,9		0,7		1,2
Собственный капитал / Активы	0,6	0,7		0,7		0,7		0,6
Собственный капитал / Долг	2,5	3,5		2,8		3,3		2,2
Краткосрочные займы / Долг	21,3	9,7		24,4		22,4		26,2

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП/ Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг/ ЕБИТДА	Чистый долг/ ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал/ Активы	
2010	Газпром	118 619	46 290	39,0	34 323	1,3	43 298	0,9	0,6	1,8	0,7	
	Газпром нефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	ЛУКОЙЛ	86 078	16 050	18,6	6 596	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	ТНК-ВР	44 646	10 399	23,3	3 529	2,7	7 129	0,7	0,5	1,4	0,6	
	Транснефть	15 419	2 511	16,3	7 411	0,7	3 604	1,4	1,1	1,6	0,6	
	Новатэк	3 852	1 815	47,1	706	2,1	2 358	1,3	1,1	0,5	0,5	
	Alliance Oil	13 341	2 981	22,3	492	3,0	3 913	1,3	0,7	1,5	0,5	
	Татнефть	32 772	6 277	19,2	3 301	1,6	6 636	1,1	0,8	1,5	0,6	
	Башнефть	86 078	16 050	18,6	492	2,1	11 193	0,7	0,5	1,9	0,7	
	Развитые страны											
	Chevron	AA/Aa1/AA	17 166	8 672	50,5	8 397	0,8	9 704	1,1	0,8	1,1	0,5
	СопосоPhillips	A/A1/A	297 107	38 497	13,0	18 421	0,7	39 140	1,0	0,5	1,1	0,4
ExxonMobil	AAA/Aaa/AAA	175 752	22 655	12,9	9 761	1,7	23 593	1,0	0,6	1,3	0,4	
Развивающиеся страны												
CNOOC	AA-/Aa3/AA-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7	
MOL	BB+/-/BBB-	20 738	2 438	11,8	1 463	1,1	5 820	2,4	1,8	1,2	0,4	
Petrobras	BBB/A3/BBB	120 508	33 742	28,0	45 008	0,7	69 847	2,1	0,9	1,9	0,6	
2011	Газпром	BBB/Baa1/BBB	157 752	65 726	41,7	52 836	1,1	47 837	0,7	0,5	1,7	0,7
	Газпром нефть	BBB-/Baa3/-	44 172	8 942	20,2	4 029	1,5	6 697	0,7	0,6	2,1	0,7
	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	133 650	19 291	14,4	8 492	1,8	9 092	0,5	0,3	2,1	0,7
	ТНК-ВР	BBB-/Baa2/BBB-	60 199	14 086	23,4	4 694	2,2	8 047	0,6	0,5	1,4	0,6
	Транснефть	BBB/Baa1/-	22 802	9 906	43,4	7 128	0,8	18 801	1,9	1,4	2,5	0,5
	НОВАТЭК	BBB-/Baa3/BBB-	5 990	2 905	48,5	861	2,8	2 966	1,0	0,8	1,2	0,6
	Alliance Oil	B+/-/B	3 083	688	22,3	1 025	0,5	1 621	2,4	2,1	1,8	0,5
	Татнефть	-/Ba2/BB	20 952	3 504	16,7	1 910	1,5	3 184	0,9	0,8	1,6	0,6
	Башнефть	-/Ba2/-	16 549	3 231	19,5	851	2,6	3 385	1,0	0,8	2,0	0,5
	Развитые страны											
	Chevron		236 286	51 210	21,7	26 500	1,6	10 152	0,2	(0,1)	1,6	0,6
	СопосоPhillips		230 859	26 270	11,4	13 266	1,5	22 623	0,9	0,6	1,1	0,4
ExxonMobil		433 526	69 687	16,1	30 975	1,8	17 033	0,2	0,1	0,9	0,5	
Развивающиеся страны												
CNOOC		37 285	18 422	49,4	8 148	2,2	6 030	0,3	(0,5)	1,9	0,7	
MOL		26 734	3 012	11,3	1 132	1,5	4 870	1,6	1,4	1,2	0,4	
Petrobras		146 294	36 896	25,2	40 627	0,8	83 483	2,3	1,6	1,8	0,6	
2012	ЛУКОЙЛ	BBB-/Baa2/BBB-	139 171	18 875	13,6	11 647	1,6	6 621	0,4	0,2	2,0	0,7
	Новатэк	BBB-/Baa3/BBB-	6 789	3 060	45,1	1 402	1,7	4 346	1,4	1,2	1,1	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013