


ГАЗПРОМБАНК
Биржевые облигации НОВАТЭКа: новая возможность инвестировать в долги investment-grade
НОВАТЭК
 S&P/Moody's/Fitch BB+/Baa3/BBB-

Параметры выпуска	НОВАТЭК БО-1
Эмитент	ОАО НОВАТЭК
Объем, млрд руб.	10,0
Погашение	25.06.2013 г.
Следующая оферта	—
Ставка купона	7,75–8,25%
Доходность, УТМ	7,90–8,42%
Организаторы	Газпромбанк, Тройка Диалог
Заккрытие книги	25.06.2010 г., 17:00 мск

В понедельник, 21 июня, крупнейший российский независимый производитель газа – НОВАТЭК – открыл книгу по размещению биржевых облигаций первой серии объемом 10,0 млрд руб. Диапазон индикативной ставки купона по бумаге в настоящее время составляет 7,75–8,25%, что транслируется в доходность УТМ 7,90–8,42% к погашению облигаций через 3 года.

Эмитент имеет прочное кредитное качество, а также рейтинги инвестиционной категории сразу от 2 международных агентств (от S&P на уровне «BB+» и «позитивный» прогноз). Как следствие, участие в размещении бумаги НОВАТЭК БО-1 может быть особенно интересно инвесторам в кредитные риски отечественного нефтегазового сектора, стремящимся диверсифицировать свои вложения в облигации Газпрома и крупнейших нефтяных компаний.

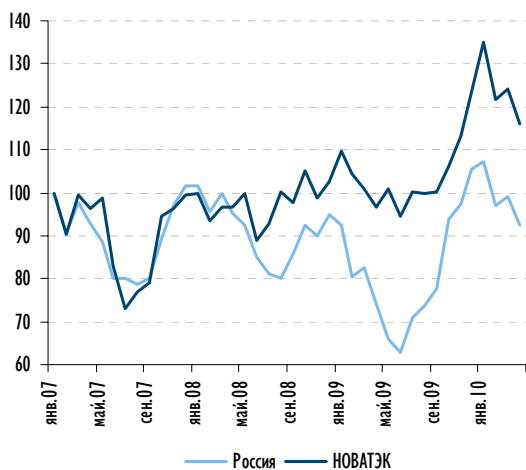
ОАО «НОВАТЭК» создано в 1994 году. Группа НОВАТЭК объединяет в настоящее время 24 компании и занимается разведкой, добычей, переработкой и реализацией газа и жидких углеводородов. Акции ОАО «НОВАТЭК» обращаются на ММВБ (Котировальный список «А» первого уровня) и РТС, в 2005 году компания также осуществила листинг GDR на Лондонской фондовой бирже. Капитализация НОВАТЭКа на LSE составляет порядка 24,0 млрд долл.

Привлекательность размещаемых компанией облигаций подкрепляется следующими аспектами ее кредитного профиля:

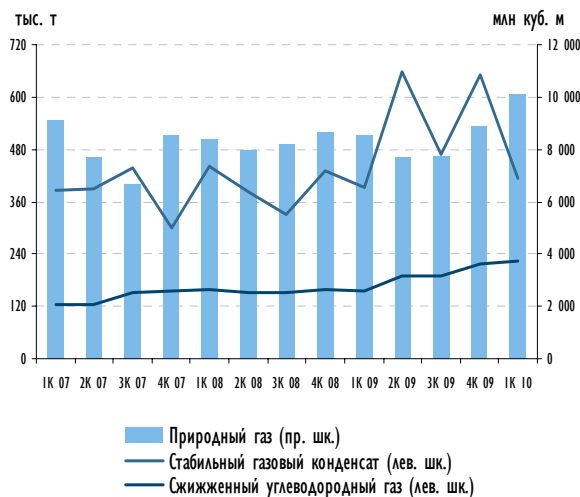
Уверенные позиции в отечественном ТЭК

НОВАТЭК имеет крепкие рыночные позиции в отечественном нефтегазовом секторе, являясь в настоящее время вторым после Газпрома крупнейшим производителем газа в стране (с долей в 5,6% от общероссийских объемов добычи и 27,1% от объема добычи независимых производителей по итогам 2009 года). Газпром владеет 19,4% капитала НОВАТЭКа и делегируя 2 представителей в совет директоров компании, а также сотрудничая с ней в реализации ключевых проектов.

Так, например, 19 июня 2010 года между Газпромом и НОВАТЭКом было подписано соглашение, определяющее основные параметры сотрудничества компаний в реализации проекта создания мощностей по производству СПГ на базе Южно-Тамбейского месторождения, а также создания и последующего использования в этих целях инфраструктурных объектов на территории полуострова Ямал. Кроме того, стороны определили Южно-Тамбейское месторождение в качестве пилотного проекта по созданию СПГ-мощностей на Ямале.

Динамика месячных объемов добычи газа НОВАТЭКом и в целом по России (январь 2007 г. = 100)


Источник: Минтоп, Нефтяная торговля

Объемы реализации основной продукции НОВАТЭКа в поквартальной разбивке


Источник: данные компании



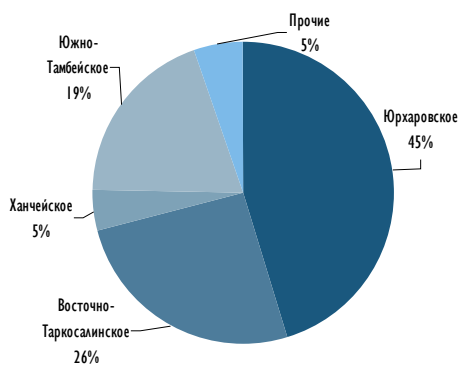
Перспективы роста совокупных объемов добычи природного газа

Объемы добычи природного газа НОВАТЭКом на протяжении последних лет демонстрировали положительную динамику (по итогам 2009 года +6,3% г/г до 32,4 млрд кубометров) даже несмотря на влияние кризисных явлений в экономике. Ключевым источником данного роста в прошлом году стало наращивание добычи на Юрхаровском месторождении (в 2009 году обеспечило 54,8% совокупных объемов добычи газа компанией), при этом его потенциал до сих пор не исчерпан.

Так, за счет ввода в эксплуатацию в октябре 2009 года второго пускового комплекса второй очереди Юрхаровского месторождения, его производственная мощность была доведена до 23,0 млрд кубометров газа и 2,0 млн тонн конденсата, что уже существенно превосходит показатели добычи по 2009 году (17,7 млрд кубометров и 1,5 млн тонн соответственно). За счет намеченного на 4-й квартал 2010 года запуска третьего пускового комплекса мощность месторождения должна вырасти еще на 7,0 млрд куб. метров газа в год.

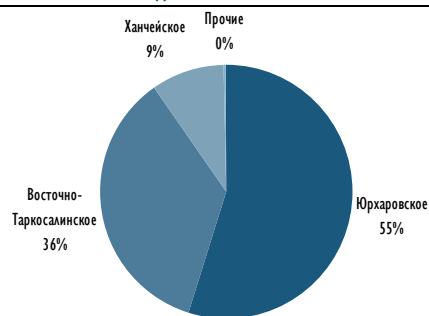
Добыча на другом ключевом для компании месторождении – Восточно-Таркосалинском (35,6% совокупной добычи в 2009 году) – уже достигла так называемой «полки» и должна быть стабильной в ближайшие годы.

Доля отдельных месторождений НОВАТЭКа в доказанных запасах углеводородов по методологии SEC на конец 2009 года



Источник: данные компании

Доля отдельных месторождений НОВАТЭКа в общем объеме добычи природного газа за 2009 год



Источник: данные компании

Хорошая ресурсная база и высокая обеспеченность запасами

На конец 2009 года совокупные доказанные запасы углеводородов компании, по стандартам PRMS, составили 7,7 млрд баррелей нефтяного эквивалента, что, к примеру, сопоставимо с аналогичным показателем Газпром нефти (7,5 млрд б. н. э.). При этом на текущих уровнях добычи имеющиеся доказанные запасы могут разрабатываться компанией в течение 32 лет, а доказанные, вероятные и возможные – на протяжении 54 лет.

Ожидания роста ключевых показателей доходов за счет постепенной либерализации внутрироссийского газового рынка

Динамика цен реализации природного газа в последние годы была благоприятной для НОВАТЭКа: к примеру, в 1-м кв. 2010 года прирост средних цен реализации газа конечным потребителям составил 28,1% г/г. Более того, в последнее время идея либерализации отечественного газового рынка, реализация которой до недавнего времени откладывалась в силу разных причин, начала принимать всё более реальные очертания.

Несмотря на то, что мы достаточно сдержанно относимся к вероятности достижения равной доходности поставок на внутренний и внешний рынки в обозримом будущем, проводимые властями мероприятия должны, по нашим оценкам, привести к росту внутрироссийских цен на газ вдвое с нынешних уровней уже к 2016 году. НОВАТЭК, продающий весь свой газ на внутреннем рынке, может стать одним из основных бенефициаров данного развития событий.



Сохраняющиеся возможности по увеличению загрузки перерабатывающих мощностей

Мощности Пуровского ЗПК (5,0 млн тонн газового конденсата/год) – основного актива НОВАТЭКа в сфере переработки – в настоящее время загружены менее чем на 60,0%. Созданный резерв мощности по переработке обеспечит реализацию планов компании по наращиванию объемов добычи в ближайшие годы за счет конденсатосодержащего газа, что должно сказаться на показателях загрузки завода и, в конечном итоге, положительно отразиться на финансовых показателях НОВАТЭКа.

Мы напоминаем, что в отличие от природного газа реализация компанией жидких углеводородов идет главным образом на внешние рынки, цены на которых существенно выше внутрироссийских. К тому же маржинальность данного вида деятельности выше, чем у реализации природного газа.

Спрос на реализуемый НОВАТЭКом газ должен остаться высоким

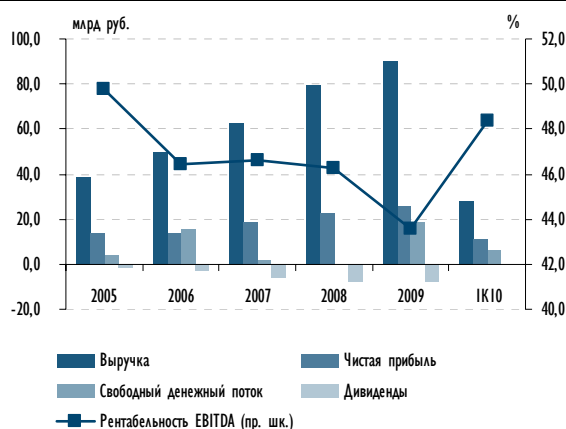
Учитывая тот факт, что газ составляет и в обозримом будущем будет составлять основу топливного баланса России, а также наблюдаемое уже сейчас восстановление объемов добычи и потребления газа в стране с уровнем кризисного 2009 года позволяет прогнозировать, что запланированный НОВАТЭКом рост объемов добычи «голубого топлива» будет обеспечиваться ростом спроса со стороны конечных потребителей. Очередным доказательством высокого качества маркетинговых позиций НОВАТЭКа можно считать достижение компанией в конце 2009 года договоренности с Интер РАО ЕЭС и ОГК-1 относительно поставок газа сроком до конца 2015 года.

Жесткая финансовая дисциплина и прекрасные кредитные метрики

Динамика основных финансовых показателей НОВАТЭКа в последние годы также выглядит весьма впечатляюще. Объемы консолидированной выручки компании по МСФО за период 2005 – 2009 гг. выросли в 2,3 раза (до 90,0 млрд руб. по итогам 2009 года). К тому же за счет ряда факторов, таких как исключительно низкие прямые расходы на добычу углеводородов (ниже 1,0 дол./б. н. э.) и близость основных месторождений к транспортной инфраструктуре, рентабельность по EBITDA НОВАТЭКа держится на высоком уровне: по нашим подсчетам, 43,6% по итогам 2009 года и 48,4% за 1-й кв. 2010 г.

Одновременно с этим долговые аппетиты компании остаются умеренными – соотношение Чистый долг/EBITDA стабильно держится на уровне не выше 1,0х, при этом компания не будет стремиться наращивать кредитное плечо сверх данной отметки. Помимо всего прочего, данный факт обеспечивает НОВАТЭКу существенный запас прочности в рамках действующих в отношении компании финансовых ковенантов (не выше 3,0х для соотношения Чистый долг/EBITDA и не ниже 4,0х – для EBITDA/Чистые процентные расходы).

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Показатели долговой нагрузки НОВАТЭКа



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Финансирование капитальных вложений главным образом за счет операционных денежных потоков

Несмотря на то, что в последние годы НОВАТЭК следует стратегии активного наращивания масштабов бизнеса, что требует от компании значительных инвестиций, ей удается поддерживать свободный денежный поток в положительной зоне. В 2009 году вследствие резкого снижения CAPEX (до 17,9 млрд руб., -43,8% г/г), положительная величина свободного денежного потока составила внушительные 18,6 млрд руб.

В ближайшие 3 года (срок обращения облигаций НОВАТЭК БО-1) данная динамика, по всей видимости, сохранится. Так, в 2010 году инвестиционная программа НОВАТЭКа может достигнуть 30,0 млрд руб., что компании вполне по силам профинансировать из внутренних источников (консенсус-прогноз Bloomberg по EBITDA НОВАТЭКа в 2010 году – 57,3 млрд руб. при выручке свыше 120,0 млрд руб.).

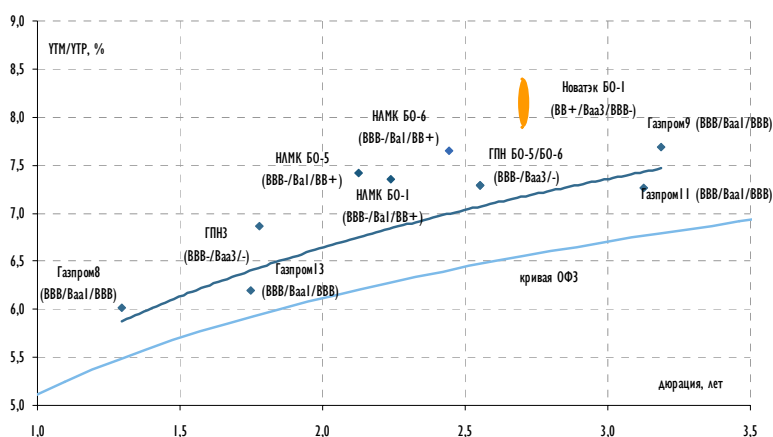
Наиболее капиталоемкий проект НОВАТЭКа – разработка Южно-Тамбейского месторождения и строительства завода по производству СПГ – имеет долгосрочный характер и не должен потребовать существенного отвлечения средств в ближайшие 3 года (добыча газа на месторождении и производство СПГ должны быть начаты не позднее 2018 года).

Щедрые дивиденды не представляют угрозы в условиях прекрасных финансовых показателей

НОВАТЭК исторически проявлял достаточно большую щедрость в вопросах дивидендов, направляя на данные цели не менее 30,0% чистой прибыли по РСБУ. По итогам 2009 финансового года дивидендные выплаты компании должны составить 8,35 млрд руб. (в 2008 году – 7,65 млрд руб.).

У нас, однако, не возникает ощущения, что данные выплаты осуществляются в ущерб основной деятельности НОВАТЭКа. Компания может позволить их себе в условиях растущей добычи, положительных свободных денежных потоков, прекрасной капитализированности (соотношение Капитал/Активы в 0,7х на 31 марта 2010 года по МСФО), устойчивого генерирования чистой прибыли (25,7 млрд руб. за 2009 год и еще 11,1 млрд руб. за 1-й кв. 2010 г.) и существенной «подушки» ликвидности (11,5 млрд руб. денежных средств и эквивалентов на конец 1-го кв. 2010 г.).

Доходность облигаций НОВАТЭК БО-1 на фоне выпусков других компаний с рейтингами инвестиционного уровня



Источник: Bloomberg, ММВБ



Основные финансовые показатели НОВАТЭКа по МСФО, млрд руб.

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	1-й кв. 2010 г.
Выручка	38,5	49,4	62,4	79,3	90,0	27,7
ЕВИТДА	19,2	22,9	29,1	36,7	39,2	13,4
Процентные расходы	1,1	0,5	0,3	0,2	0,8	0,1
Чистая прибыль	13,7	14,0	18,7	22,9	25,7	11,1
Чистый операционный денежный поток	10,2	16,9	21,4	31,5	36,5	12,5
Капитальные вложения	(6,5)	(4,7)	(19,5)	(31,8)	(17,9)	(6,2)
Свободный денежный поток	3,8	12,2	1,9	(0,3)	18,6	6,2
Приобретение долей в дочерних предприятиях	(0,1)	(0,2)	(1,0)	(0,5)	(18,9)	(1,3)
Дивиденды	(1,9)	(3,3)	(5,9)	(7,7)	(7,6)	0,0
Совокупный долг, включая	9,1	3,1	6,6	26,3	37,7	33,6
<i>Долгосрочный долг</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>19,9</i>	<i>23,9</i>	<i>15,2</i>
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>8,2</i>	<i>2,6</i>	<i>6,6</i>	<i>6,3</i>	<i>13,8</i>	<i>18,4</i>
Денежные средства и эквиваленты	3,0	5,7	4,0	11,0	10,5	11,5
Собственный капитал	57,5	68,7	81,8	96,6	133,4	146,9
Всего активов	78,8	84,3	104,0	139,9	193,6	204,9
Ключевые показатели						
Рентабельность ЕВИТДА, %	49,8	46,4	46,6	46,3	43,6	48,4
ЕВИТДА/Проценты к уплате, х	17,1	44,4	110,6	165,3	47,9	90,1
Совокупный долг/ЕВИТДА, х	0,5	0,1	0,2	0,7	1,0	0,7
Чистый долг/ЕВИТДА, х	0,3	(0,1)	0,1	0,4	0,7	0,5
Денежные средства/Краткосрочный долг, %	36,0	221,0	60,7	173,3	76,2	62,4

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

**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 рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA**
Яков Яковлев
Юрий Тулинов
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**
начальник управления
+7 (495) 913 74 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82
Vera.Yaryshkina@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромущин**
Дмитрий Котляров
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khrumushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение, химическая промышленность****Алексей Астапов**
+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**
+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**
+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи**
Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchkova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaliy.Zarkhin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Максим Малетин**
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанк» (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.