

СПРОС НА ГАЗ ПОДДЕРЖАЛ ПОКАЗАТЕЛИ, УВЕЛИЧЕНИЕ НАЛОГОВОЙ НАГРУЗКИ ОСТАЕТСЯ КЛЮЧЕВЫМ ВОПРОСОМ

Финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

Снижение рентабельности и увеличение доли продаж конечным потребителям. В пятницу НОВАТЭК опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем положительно. Высокая динамика операционных показателей в отчетном квартале (добыча газа увеличилась на 9% год к году до 14,7 млрд куб. м, жидких углеводородов – на 5,8% до 1 084 тыс. т), обусловленная увеличением спроса на газ на фоне необычно холодной погоды в январе–марте, способствовала росту выручки на 21% год к году до 54 млрд руб. (+7% за квартал). Усилия компании, направленные на увеличение прямых поставок потребителям, принесли плоды – доля продаж конечным потребителям возросла до 75,8% против всего 50,7% в 1 кв. 2011 г. С одной стороны, это способствовало росту выручки, с другой – стало причиной роста транспортных расходов. Как следствие, показатель EBITDA составил 25 млрд руб. (+6% год к году, +1% за квартал), а рентабельность по EBITDA снизилась до 46,5% против 53% годом ранее. Чистая прибыль достигла 21,2 млрд руб. и была обусловлена в первую очередь неденежным доходом от курсовых разниц.

Четырехкратный рост НДС к 2016 г. уменьшит EBITDA на 20%... Основное внимание инвесторов в настоящее время сосредоточено на предстоящих изменениях в налогообложении отрасли: правительство решило повысить ставку НДС для независимых газодобывающих компаний на 2013–2015 гг. Напомним, что согласно обнародованной информации, независимые газодобытчики ко 2 п/г 2015 г. будут платить налог по сравнимой ставке с Газпромом, таким образом, к 2016 г. НДС для НОВАТЭКа возрастет в четыре раза с текущего уровня (с 265 руб./тыс. куб. м в 2013 г. до 1 049 руб./тыс. куб. м. к 2016 г.). Согласно нашей предварительной оценке, увеличение налоговой нагрузки уменьшит EBITDA компании на 3% в 2013 г., на 12% – в 2014 г. и на 20% – в 2015 г.

...однако доступ к экспорту мог бы компенсировать негативный эффект. В настоящее время НОВАТЭК довольно активно обсуждает с правительством возможный доступ компании к экспорту газа в качестве компенсации за повышение НДС на газ, что выглядит вполне логичным. Рассматривается три варианта доступа НОВАТЭКа на европейский рынок: через трейдинговые операции, экспорт по прямым контрактам с потребителями в ЕС и через агентское соглашение с Газпромом. По нашей оценке, в 2015 г. для того, чтобы полностью компенсировать повышение НДС, НОВАТЭКу необходимо поставить на экспорт 25% добычи газа (или 15 млрд куб. м), что, на наш взгляд, вполне реалистично.

Обращающиеся выпуски

NOTKRM (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Novatek '16	600 \$	5,33	3 фев 16	3,92
Novatek '21	650 \$	6,60	3 фев 21	5,20
Новатэк БО-1	10 000 R	7,50	25 июн 13	7,63

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

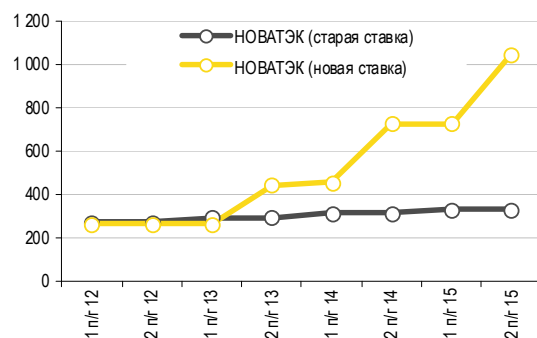
Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

МСФО, млрд руб.					
	2009	2010	2011	1 кв.12	2012П
Выручка	90	117	176	54	216
ЕВITDA	40	48	85	25	99
Чистая прибыль	26	40	119	21	73
Совокупный долг	38	72	95	76	75
Собственный капитал	133	168	242	262	262
Активы	194	285	383	387	357
Операц. ден. поток	36	45	72	24	84
Капзатраты	16	26	31	8	50
Рентаб. по EBITDA, %	44,1	48,0	48,5	46,5	45,7
Долг / EBITDA	1,0	1,3	1,1	0,9	0,8
Чистый долг / EBITDA	0,7	1,1	0,8	0,6	0,4
Доля краткосроч. долга, %	36,7	34,8	21,3	9,7	46,9

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Значительное изменение ставок НДС

Новые и старые ставки НДС, руб./тыс. куб. м



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка сохраняется на комфортном уровне, несмотря на высокие капзатраты. НОВАТЭК продолжает генерировать стабильный операционный денежный поток, который в отчетном квартале составил 24 млрд руб., что на 25% выше уровня годичной давности, но на 4% меньше, чем в предыдущем квартале. Капзатраты сократились на 22% по сравнению с 4 кв. 2011 г. ввиду сезонных факторов и составили 7,5 млрд руб. – в основном эта сумма была направлена на развитие добычи и инфраструктуры. В результате свободный денежный поток составил 16 млрд руб. Сгенерированных средств хватило для улучшения структуры долгового портфеля – объем совокупного долга сократился на 20 млрд руб. до 76 млрд руб., как следствие, на фоне хороших операционных результатов коэффициенты долговой нагрузки Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА снизились до 0,9 и 0,6 против 1,1 и 0,8 кварталом ранее. Напомним, что заявленный объем капзатрат на текущий год составляет 50 млрд руб., основная часть которых будет направлена на развитие Юрхаровского месторождения (33% или 16,5 млрд руб.), а также на терминал и инфраструктуру в Усть-Луге (30% или 15 млрд руб.), при этом данные затраты не учитывают инвестиции в Ямал СПГ, СеверЭнергию и Сибнефтегаз. Несмотря на столь существенный рост инвестиционных расходов (+61% к уровню 2011 г.), согласно нашему прогнозу, они будут профинансированы из собственных средств (операционный денежный поток по итогам 2012 г. составит 84 млрд руб.), что не предполагает необходимости новых заимствований и, соответственно, увеличения долговой нагрузки.

Рост операционных расходов негативно сказывается на рентабельности бизнеса

Основные финансовые показатели НОВАТЭКа по МСФО, млрд руб.

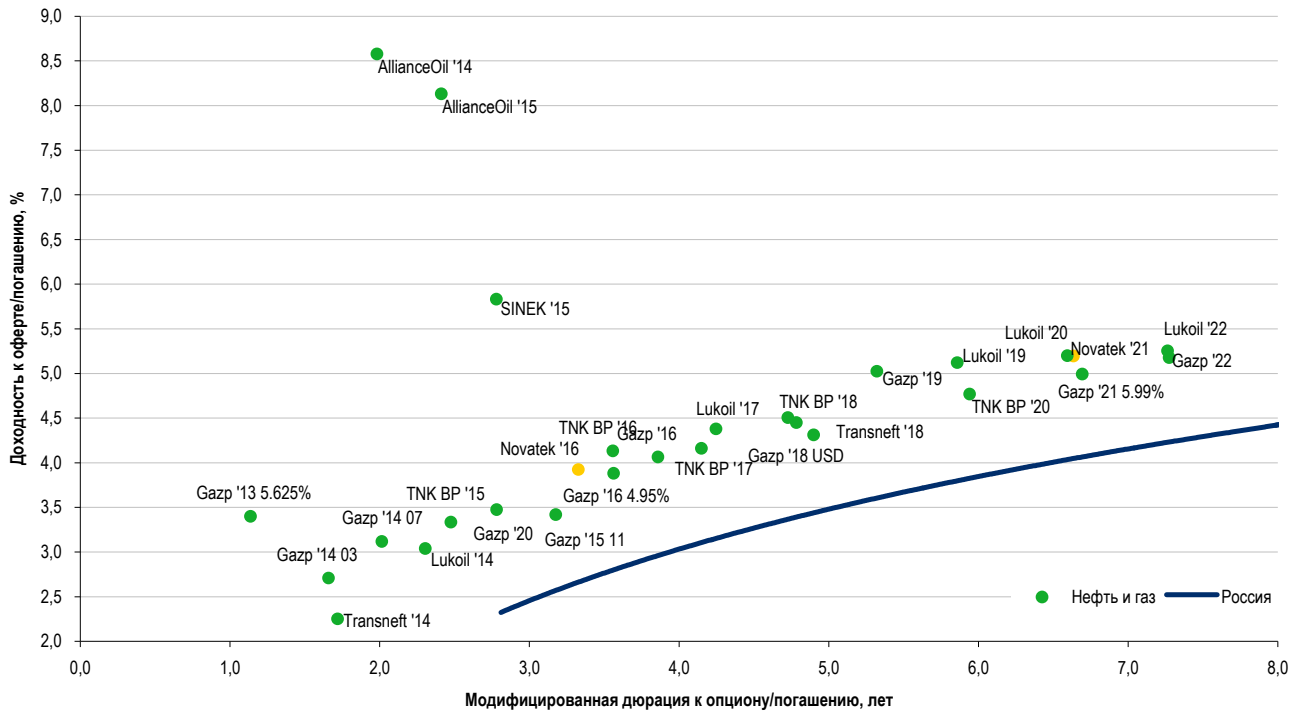
	2010	2011	1 кв. 11	1 п/г 11	9 мес.11	4 кв.11	1 кв.12
Выручка	117	176	45	85	125	51	54
ЕБИТДА	56	85	24	44	63	25	25
Чистая прибыль	40	119	19	33	41	15	21
Основные средства	186	167	189	194	206		172
Денежные средства	10	24	15	14	17		28
Собственный капитал	168	242	187	194	171		262
Долг, в т.ч.:	72	95	85	89	96		76
краткосрочные займы	25	20	7	12	17		7
долгосрочные займы	47	75	77	78	79		68
Чистый долг	62	72	69	75	79		48
Активы	285	383	299	308	322		387
Операционный денежный поток	45	72	19	34	47	25	24
Денежн. поток от инв. деятельности	(69)	(47)	(29)	(43)	(51)	5	(3)
Денежн. поток от фин. деятельности	24	(12)	15	13	11	(23)	(16)
Капзатраты	(26)	(31)	(6)	(14)	(21)	(10)	(8)
Свободный денежный поток	19	41	13	20	25	15	16
Операц. денежн. поток / Капзатраты	1,7	2,3	3,0	2,5	2,2	3	3,2
Рентабельность ЕБИТДА, %	48,0	48,5	53,0	51,9	50,5	49,2	46,5
Долг / ЕБИТДА	1,3	1,1	1,3	1,2	1,2		0,9
Чистый долг / ЕБИТДА	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0		0,6
Собственный капитал / Активы	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5		0,7
Собственный капитал / Долг	2,3	2,5	2,2	2,2	1,8		3,5
Доля краткосрочного долга, %	34,8	21,3	8,8	13,1	17,8		9,7

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Бумаги эмитента оценены справедливо, потенциал роста котировок ограничен. Опубликованная отчетность вновь подтвердила способность компании генерировать стабильные денежные потоки и сохранять комфортный уровень долговой нагрузки при выполнении масштабной инвестиционной программы. Однако в настоящее время внимание инвесторов приковано к изменениям в налогообложении отрасли, в частности к решению правительства повысить ставку НДС для независимых производителей. Согласно нашей оценке, поправки в налоговое законодательство будут иметь умеренно негативные последствия для финансовых результатов компании, однако позволят сохранить устойчивость кредитного профиля. В настоящее время еврооблигации НОВАТЭКа торгуются с премией к кривой Газпрома в размере 20–30 б.п., что, на наш взгляд, является справедливым. На внутреннем рынке в обращении находится лишь выпуск НОВАТЭК-БО-1, который не отличается высокой ликвидностью и котируется практически на одном уровне с бумагами Газпром нефти (BBB-/Baa3), обладающей большими масштабами бизнеса.

Облигации НОВАТЭКа оценены справедливо

Доходности еврооблигаций нефтегазового сектора по состоянию на 11.05.2012



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний нефтегазового сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
2009	Газпром	94 493	35 397	37,5	25 067	1,1	50 702	1,4	1,2	1,6	0,6	
	Газпром нефть	24 166	5 046	20,9	2 607	1,3	6 310	1,3	1,0	1,2	0,6	
	ЛУКОЙЛ	68 025	14 096	20,7	6 483	1,4	11 323	0,8	0,6	1,8	0,7	
	ТНК-ВР	24 747	8 774	35,5	2 524	2,6	7 018	0,8	0,7	1,9	0,6	
	Транснефть	11 101	6 844	61,6	6 428	0,8	17 497	2,6	1,2	5,3	0,5	
	НОВАТЭК	2 834	1 242	43,8	511	2,2	1 249	1,0	0,7	1,2	0,6	
	Alliance Oil	1 694	390	23,0	206	1,5	710	1,8	1,0	1,2	0,6	
	Татнефть	12 037	2 590	21,5	2 822	0,7	2 783	1,1	0,6	1,2	0,6	
	Башнефть	6 775	1 249	18,4	589	2,2	1 739	1,4	0,3	2,0	0,7	
	Развитые страны											
	Chevron		159 293	26 432	16,6	19 843	1,0	10 607	0,4	0,1	1,4	0,6
	ConocoPhillips		136 016	17 606	12,9	10 861	1,1	28 654	1,6	1,6	0,9	0,4
	ExxonMobil		275 564	38 156	13,8	22 491	1,3	9 604	0,3	(0,0)	1,1	0,5
	Развивающиеся страны											
CNOOC		15 398	8 237	53,5	6 358	1,2	2 736	0,3	(0,6)	2,3	0,7	
MOL		16 253	1 690	10,4	1 488	1,2	5 549	3,3	2,8	1,0	0,4	
Petrobras		91 869	29 057	31,6	35 134	0,7	57 132	2,0	1,4	1,4	0,5	
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
	ConocoPhillips	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+/NR/BBB-	27 049	14 656	54,2	6 019	2,1	4 927	0,3	(0,4)	1,5	0,7	
Petrobras	BBB/A3/BBB	21 481	2 438	11,3	1 463	1,1	5 841	2,4	1,8	1,2	0,4	
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/-	20 636	10 237	49,6	7 567	0,8	18 944	1,9	1,3	2,8	0,6
	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
	Развивающиеся страны											
Газпром		153 637	56 626	36,9	43 697	1,0	67 093	1,2	1,0	2,2	0,7	
Газпром нефть		37 577	7 898	21,0	5 371	1,3	7 372	0,9	0,7	1,0	0,6	
ЛУКОЙЛ		123 763	15 246	12,3	11 983	1,1	8 695	0,6	0,4	2,0	0,8	
ТНК-ВР		56 111	12 671	22,6	4 529	2,8	8 758	0,7	0,5	1,5	0,5	
Транснефть		21 008	10 170	48,4	7 632	0,9	17 324	1,7	1,1	2,6	0,6	
Новатэк		7 256	3 321	45,8	1 600	1,9	2 583	0,8	0,5	1,1	0,7	
Alliance Oil		3 080	789	25,6	343	2,4	2 544	3,2	2,3	1,7	0,5	
Татнефть		21 893	3 676	16,8	2 117	1,5	4 789	1,3	0,9	2,2	0,6	
Башнефть		14 423	2 938	20,4	1 115	1,8	3 130	1,1	0,8	1,5	0,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@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
Дарья Васильева, vasilievada@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
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@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
Евгений Гринкруг, grinkruges@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 2012