

# «ГЕОТЕК Сейсморазведка» (-/В/-): дебютный выпуск



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

16 октября 2013 г.

**«ГЕОТЕК Сейсморазведка», дочерняя структура IGSS, планирует разместить выпуск облигаций на 3 млрд рублей с офертой через 3 года для рефинансирования долга в 2014 году. Компания занимает лидирующие позиции (около 50%) на рынке сейсмоанализа, предлагая своим клиентам, лидерам нефтегазовой отрасли, самые последние технологии благодаря своему акционеру Schlumberger (владеет 12% в IGSS). Долговая нагрузка находится на умеренном уровне: 2,3X по показателю Чистый Долг/ЕБИТДА, при этом компания таргетирует 1,7X к 2016 году. На наш взгляд, выпуск может представлять интерес при доходности к оферте от 11%.**

Вадим Паламарчук  
palamarchukva@psbank.ru

ОАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка» планирует 23 октября 2013г. разместить облигации серии 01 объемом 3 млрд руб. Книга заявок открыта с 16 по 17 октября 2013г. Срок обращения выпуска составляет 5 лет, предусмотрена оферта через 3 года по цене 100% от номинала. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 10,5-11% годовых, что соответствует доходности 10,78-11,3% годовых.

**Цель выпуска облигаций – рефинансирование долга. Компании предстоит гасить долг в 175 млн долларов в 2014 году.**

## История создания компании

Компания «ГЕОТЕК-Сейсморазведка» (далее Геотек) является дочерней структурой, подконтрольной компании IGSS, зарегистрированной на Кипре. IGSS (IG Seismic Services PLC) владеет 88,41% в Геотек, при этом Геотек является основным активом компании IGSS, и консолидирует под собой практически все дочерние структуры. Поэтому обе компании, и IGSS, и Геотек получили рейтинг «В» от S&P. Отдельно отметим, что материнская компания IGSS, скорее всего, не предоставляет поручительство по выпуску именно по этой причине.

IGSS в свою очередь была образована за счет объединения в 2011 году двух крупнейших, примерно одинаковых по размерам игроков рынка сейсмоанализа: компании Геотек Холдинг и СП нефтесервисных компаний Интегры и Schlumberger. «Геотек Холдинг» принадлежал Николаю Левицкому на 51,5% и фонду Геннадия Тимченко Volga Resources на 25%. В свою очередь, в СП Интегра держала 75%, а Schlumberger 25%. После объединения компаний доли держателей сократились примерно вдвое. Доля Николая Левицкого составила 26%, Volga Resources – 13%, Интегры – 36%, Schlumberger -12%. Далее, путем технического листинга GDR на лондонской бирже LSE пакеты акций были переданы их акционерам: основные игроки сохранили свои доли, за исключением Интегры, передавшей свою долю в 36% своим акционерам в виде дивидендов. Также стоит отметить, что в Интегре 32% уставного капитала принадлежит руководству компании и менеджменту, а остальные 68% распределены среди портфельных и прочих инвесторов.

**IGSS - лидер российского рынка сейсморазведки. Компания занимает 50% рынка, при том что самый крупный конкурент ТНГ-Групп – всего лишь 14%.**

Таким образом, на сегодняшний день, основными акционерами IGSS являются Николай Левицкий (26%), Volga Resources (13%) и Schlumberger (12%). Остальные ценные бумаги формально составляют free-float в 48,2%, однако GDR являются низко ликвидными и слабо торгуются. Также стоит отметить, что Николай Левицкий, владеющий в IGSS 26% и являющийся CEO компании (генеральным директором), также ранее занимал должности Первого заместителя главы республики Коми, CEO в «Еврохиме», Вице-президента в «Славнефти».

### IGSS – лидер отрасли

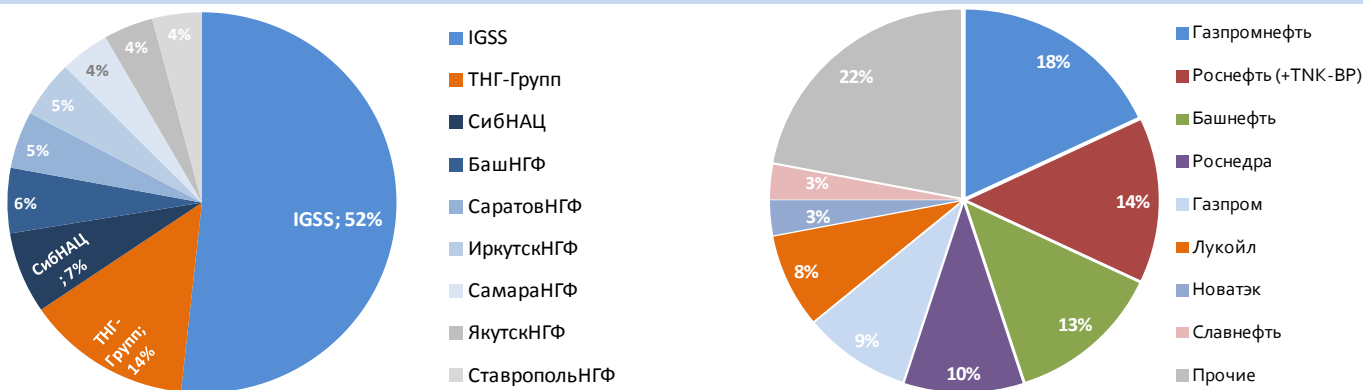
Компания IGSS, основу которой составляет Геотек, занимается исключительно сейсморазведкой. Согласно аналитическому агентству REnergyCO и данным компании, доля рынка РФ, который является основным для IGSS, выраженная в сейсмопартиях, составляет около 52% (на Май, 2013) и 46% по количеству физических наблюдений (за 2012 год).

*Компания IGSS вкладывает существенные денежные средства в современные технологии, используя опыт и наработки своего акционера Schlumberger (12% в IGSS).*

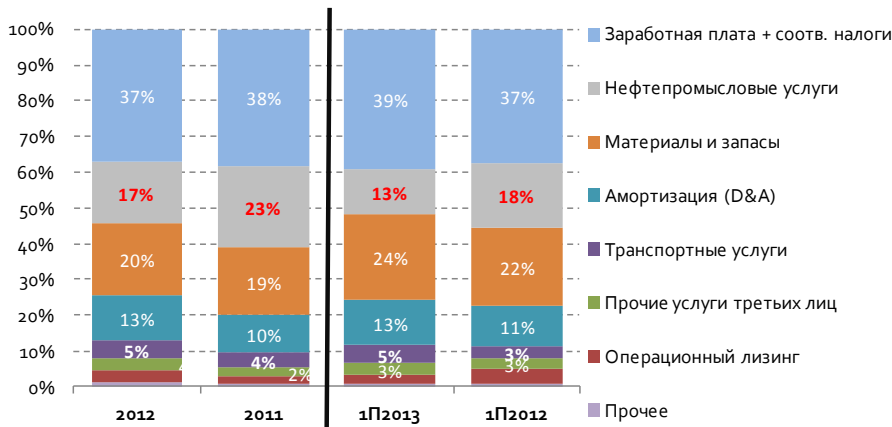
Важным моментом является и то, что у компании нет серьезных конкурентов. Ближайшим является ТНГ-Групп с 14% рынка по сейсмопартиям. Доли остальных компаний значительно меньше. Таким образом, конкуренция со стороны новых игроков является маловероятной в среднесрочной перспективе (3 года). Основу клиентской базы составляют крупнейшие игроки нефтегазового сектора, что, на наш взгляд, является положительным фактором. В то же время стоит отметить, что база клиентов достаточно диверсифицирована: лишь Газпромнефть составляет высокую долю заказов в 18%.

Также IGSS имеет доступ к ряду технологий Schlumberger, включая эксклюзивный 3-х летний контракт на использование новых технологии сейсмической съемки и обработки данных, что дает компании дополнительные преимущества в случае сильного роста спроса на более высокотехнологичные и высокомаржинальные услуги. К дополнительным особенностям бизнеса можно отнести тот факт, что сам по себе бизнес сейсморазведки является сезонным, так как сейсмика во многих местах может проводиться лишь в течение 3-5 месяцев в году в зимний период. Тем не менее, компания старается расширить временной диапазон работ в течение года за счет работы в разных климатических зонах.

### Доля рынка IGSS (по сейсмопартиям на май 2013) и Структура клиентов компании



### Динамика структуры издержек компании IGSS



Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

## Потенциал рынка

В целом одной из основных тенденций нефтегазового сектора является низкая активность в исследовании новых месторождений, а текущие месторождения значительно истощены и для поддержания уровня добычи нефти потребуются масштабная разведка на новых месторождениях и повышения извлекаемости на зрелых. IGSS (со ссылкой на REnergyCO) ожидает увидеть динамичный рост объемов рынка: 2012-2018 CAGR ожидается на уровне 6% в денежном выражении и 16% по количеству физических наблюдений. Отдельным вопросом является выбор технологии анализа: на сегодняшний день наибольшей популярностью пользуется 3D-сейсмика, при этом, IGSS делает ставку на новую, более современную и дорогую HD (высокоплотную) технологию анализа, представляющую более детализированные данные. Главный аргумент компании: на сегодня цена ошибки при бурении значительно возрастает, поэтому «точная диагностика» будет сильно востребована. Таким образом, остается неопределенность относительно того, как быстро и масштабно будет освоена HD технология на рынке. Аргументом «за» выступает еще и тот факт, что в структуре издержек нефтегазовых компаний на сейсморазведку затрачивается не более 5%.

*Компания делает ставку на сильный рост рынка в ближайшие несколько лет, а также, используя доминирующее положение на рынке, старается задать тренд использования самых высокотехнологичных методов оценки запасов, где IGSS пока никто не может составить достойной конкуренции.*

## Финансовый профиль IGSS

### Основные финансовые показатели компании по МСФО.

Ключевые финансовые показатели млн долларов, МСФО	IGSS					
	2011	2012	Изм%	1П2012	1П2013	Изм. %
Выручка	365	608	67	391	346	-12
Операционный денежный поток	56	84	51	113	153	36
ЕБИТДА	56	108	91	58	68	17
ЕБИТДА margin	15.5%	17.7%	+14 б.п.	14.9%	19.8%	+4,87 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-52	13	-	-1.4	2.6	-
margin	-	2.1%	-	-	0.7%	-
	2011	2012	1П2013	Изм. %		
Активы	982	998	895	-10		
Основные средства	454	472	451	-4		
Денежные средства и эквиваленты	13	19	8	-59		
Долг	352	388	280	-28		
краткосрочный	148	162	109	-32		
долгосрочный	204	226	171	-24		
Чистый долг	339	369	273	-26		
Долг/ LTM ЕБИТДА	6.2	3.6	2.4	-		
Чистый долг/ LTM ЕБИТДА	6.0	3.4	2.3	-		

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

Снижение выручки в 1П2013 к 1П2012 года объясняется еще существующими контрактами, заключенными в 2009-2010 гг во время ценовой войны между "Геотек Холдинг" и "Интегра", то есть до объединения этих компаний в ныне существующую структуру IGSS. Рост показателя ЕБИТДА при этом (1П13/1П12) объясняется первыми контрактами по HD технологиям, которые обладают наиболее высокой маржинальностью. Текущая структура показателя ЕБИТДА, где амортизационные отчисления составляют около 50%, сохранится и в дальнейшем. Портфель заказов компании вырос в 2013 году на 44% г-к-г, с 563 до 809 млн долларов. При этом подписано контрактов на 607 млн долл., а остальные 202 млн долл. – выигранные тендеры. Компания таргетирует ЕБИТДА маржа на уровне близком к 30% в течение следующих нескольких лет при текущем значении в 20%.

*Компания таргетирует ЕБИТДА маржа на уровне близком к 30% в течение следующих нескольких лет при текущем значении в 20%.*

## Долговая нагрузка

Компания ожидает постепенного снижения долговой нагрузки по показателю Чистый долг/ЕБИТДА с текущих 2,3X до 1,7X на конец 2015 года, что, на наш взгляд, вполне реализуемо. Мы ожидаем увидеть в 2014 году значение на уровне 2,1-2,2X. Планируемый облигационный заем размером 3 млрд рублей планируется направить на рефинансирование задолженности: компании предстоит погасить 175млн долл, оставшуюся часть задолженности компания планирует закрыть за счет свободного денежного потока. Текущий общий долг IGSS составляет 280 млн долл. При этом 40% кредитного портфеля формирует Сбербанк. Также компания работает с Газпромбанком, Альфа-Банком и др. банками. Средняя ставка по долгу находится на уровне 11-11,2%, при том, что последние взятые кредиты обходятся компании дешевле - не более 10%. По ковенантам штрафной уровень Чистый Долг/ЕБИТДА составляет 5X.

У компании практически отсутствуют валютные риски. Около 90% долга и 87% процентных платежей номинированы в рублях. Выручка, в основном, тоже в рублях. За 2012 год компания потратила на инвестпрограмму 34 млн долл. В текущем году IGSS планирует потратить порядка 90 млн долл и пока что выполняет данный план. Как заявляла компания, в случае консервативного сценария, начиная с 2015 года, IGSS готова снизить инвестпрограмму до 30 млн долл в год. Большую часть инвестиционной программы составляют затраты на поддержание основных фондов (в размере близком к амортизационным отчислениям).

Операционный денежный поток компании за 2012 год составил \$84млн, а за 1П2013 год – \$152,7млн., при этом ЕБИТДА за 2013 ожидается на уровне 120 млн долларов. Такая волатильность операционного денежного потока объясняется изменениями в оборотном капитале в связи с особенностями бизнеса.

Настороженность вызывает короткая история финансовых показателей, немного нестабильная динамика выручки, а также риски ее снижения в случае сокращения заказов нефтегазовых компаний на фоне возможной негативной динамики цен на нефть, роста налогового бремени для отрасли и, как следствие, возможное снижение инвестиционных программ. Положительным фактором, стимулирующим траты нефтегазовых компаний на геологоразведку, является возможное введение в 2013-2014 гг. налогового вычета из НДПИ на расходы нефтегазовых компаний, связанных с геологоразведкой, которое сейчас находится на рассмотрении.

## Ценообразование выпуска:

«Геотек» планирует разместить облигации на 3 млрд рублей с офертой через 3 года (дюрация около 2,7лет). Ориентир по ставке купона: 10,5-11,0% (УТР= 10,78-11,30%). Рейтинг уровня "B" получила как материнская компания IGSS, так и сам "Геотек".

Основным бенчмарком может выступать достаточно ликвидный выпуск 3 серии нефтесервисной компании ГМС (Гидромашсервис) с дюрацией около 2 лет и доходностью на уровне 10,1-10,2%. ГМС обладает таким же рейтингом от S&P - «B», как и Геотек. При этом выручка ГМС за 1П2013 на 44% превышает аналогичный показатель Геотек, а долговая нагрузка немного выше по показателю Чистый Долг/ЕБИТДА: 2,5X против 2,3X у Геотек на 1П2013 года.

На наш взгляд, учитывая премию за дебютный выпуск и более длинную дюрацию, выпуск «Геотек» 1-й серии выглядит наиболее привлекательным при доходности от 11% годовых.

*Компания таргетирует долговую нагрузку на уровне 1.7X по показателю Чистый Долг/ЕБИТДА к 2016 году при том, что текущее значение составляет 2,3X.*

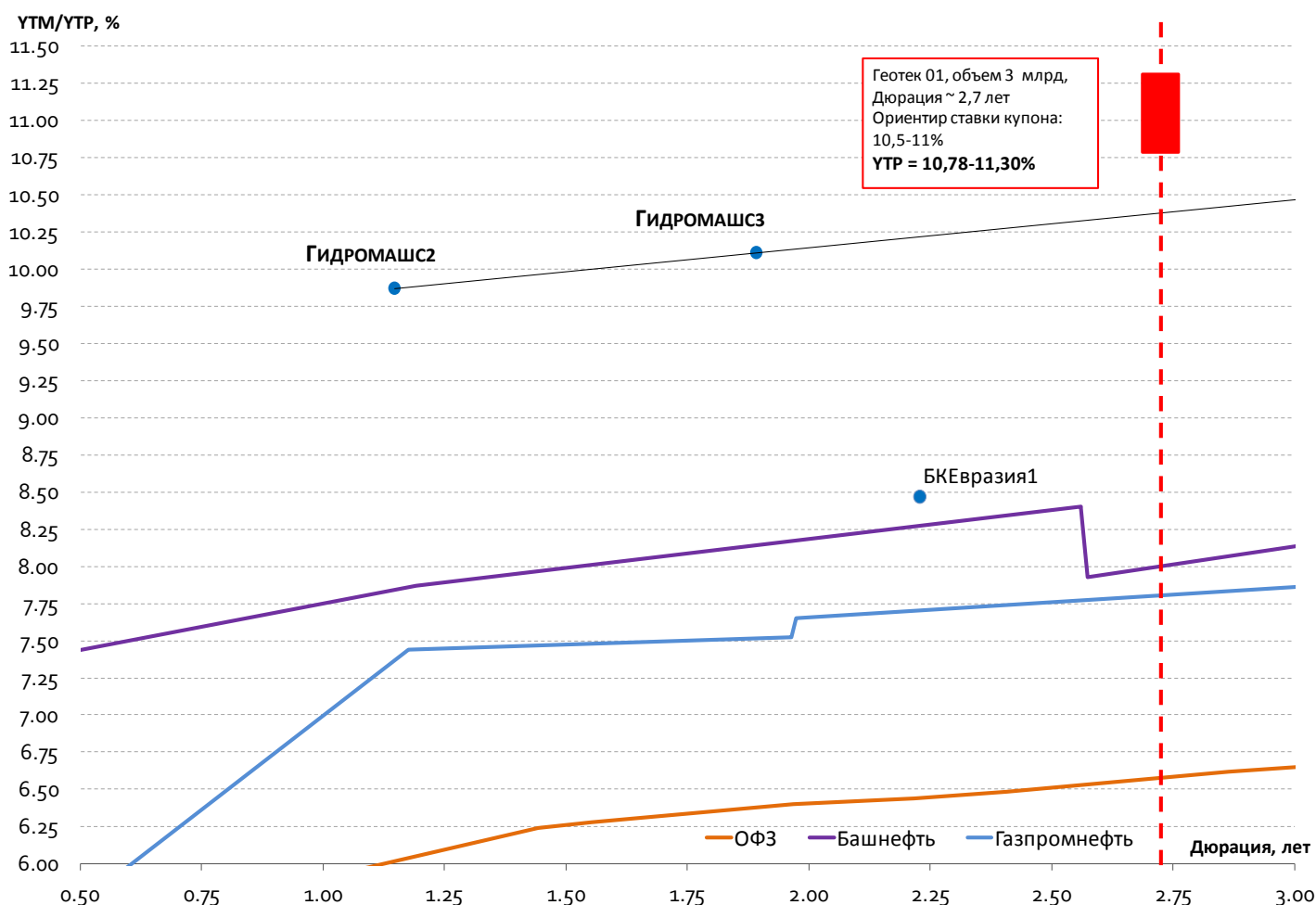
*Основным бенчмарком для прайсинга выпуска может выступать выпуск 3 серии нефтесервисной компании Гидромашсервис с дюрацией около 2-х лет, доходностью в 10,1-10,2% и тем же рейтингом «B» от S&P. С учетом премии за дебютный выпуск и более длинную дюрацию выпуск «Геотек-01» интересен при доходности от 11% годовых.*

Сравнение финансовых профилей IGSS и Гидромашсервис

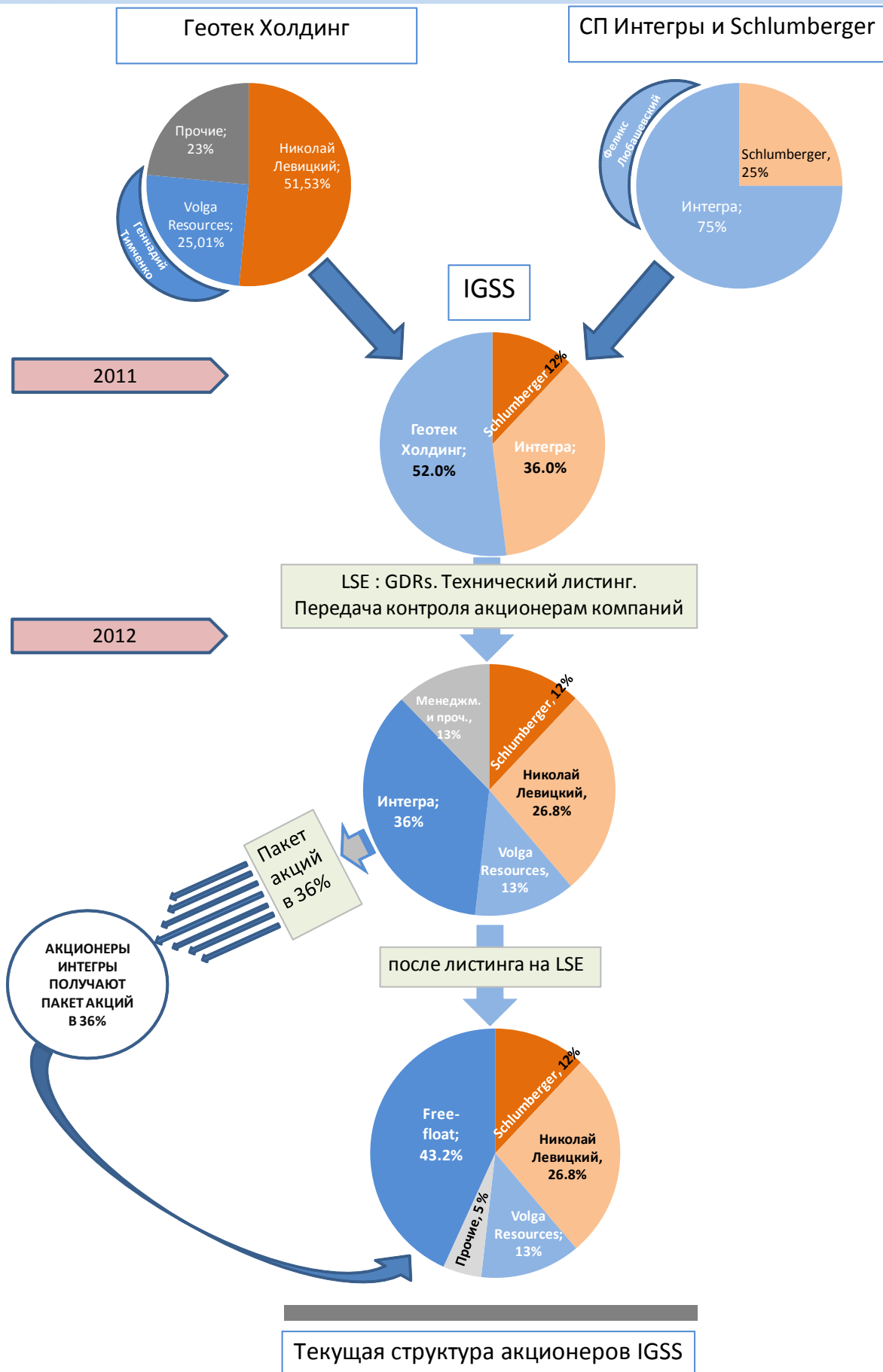
Ключевые финансовые показатели млн долларов, МСФО	IGSS			Гидромашсервис		
	1П2012	1П2013	Изм. %	1П2012	1П2013	Изм. %
Выручка	391	346	-12	489	498	1.8
Операционный денежный поток	113	153	36	76	-43	-156.6
ЕБИТДА	58	68	17	68	79	15.9
ЕБИТДА margin	14.9%	19.8%	+4.87 п.п.	14.0%	15.9%	+1.9 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-1	3	-	32	29	-7
margin	-	0.7%	-	6.5%	5.9%	-9
	2012	1П2013	Изм. %	2012	1П2013	Изм. %
Активы	998	895	-10	1 308	1 321	1
Основные средства	472	451	-4	475	452	-5
Денежные средства и эквиваленты	19	8	-59	44	74	67
Долг	388	280	-28	442	529	20
краткосрочный	162	109	-32	72	107	48
долгосрочный	226	171	-24	369	422	14
Чистый долг	369	273	-26	397	456	15
Долг/ LTM ЕБИТДА	3.60	2.38	-	2.6	2.9	-
Чистый долг/ LTM ЕБИТДА	3.43	2.32	-	2.3	2.5	-

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

Карта доходностей: ГЕОТЕК -Сейсморазведка



ПРИЛОЖЕНИЕ: формирование компании IGSS



## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

<b>Николай Кащеев</b> Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
<b>Роман Османов</b> Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
<b>Илья Фролов</b>	FroloviG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
<b>Вадим Паламарчук</b>	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
<b>Александр Полкутов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

### ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

<b>Владимир Гусев</b>	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

## ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

### ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
<b>Анатолий Павленко</b>	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
<b>Андрей Воложев</b>	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

### ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

## УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkolY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.