

ОЖИДАЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ, НЕЙТРАЛЬНО ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ

Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО

В пятницу НОВАТЭК опубликовал отчетность за 2010 г., оказавшуюся в целом несколько лучше наших ожиданий. В последнем квартале прошлого года компания продемонстрировала довольно высокие результаты – выручка выросла на 15,9% квартал к кварталу до 34,1 млрд руб. и на 23% год к году, как следствие, продажи по итогам года увеличились на 30,1% до 117 млрд руб. Хорошие данные отчетности объясняются как увеличением добычи газа, так и ростом цен. Ввод в эксплуатацию второй очереди Юрхаровского месторождения в октябре 2010 г. позволил существенно увеличить добычу газа – по итогам 2010 г. она выросла на 12,7% до приблизительно 37 млрд куб. м, добыча газового конденсата за тот же период увеличилась на 7,4% до 2,3 млн т, попутного газа – на 17% до 876 тыс. т. В то же время средние цены на газ за вычетом транспортных расходов выросли за 2010 г. на 18%. В этих условиях EBITDA НОВАТЭКа по итогам прошлого года выросла на 44% до 57,1 млрд руб., а рентабельность по EBITDA повысилась до 49% с 44% в 2009 г. Долговая нагрузка ожидаемо выросла до 1,3 против 1 в 2009 г. в связи с покупкой новых активов.

Рост рентабельности. «Неконтролируемые» расходы, занимающие порядка 40% в структуре операционных расходов НОВАТЭКа, и на размер которых компания имеет достаточно ограниченное влияние, стали основным источником давления на операционную эффективность. К примеру, подорожание газа ожидаемо привело к увеличению налоговых расходов – на 26% год к году до 10,1 млрд руб., а транспортные расходы увеличились на 28% год к году до 37,2 млрд руб по причине роста тарифов. Достаточно сильно выросли и коммерческие и общехозяйственные расходы (на 31% год к году до 6,7 млрд руб.), прежде всего за счет роста зарплат. Однако на фоне снижения закупки углеводородов у третьих лиц (на 86,5% год к году до 154 млн руб.) и уменьшения расходов на закупку материалов и услуг (на 3% год к году до 6 млрд руб.), EBITDA НОВАТЭКа росла опережающими темпами.

Весь денежный поток ушел на инвестиции. Рост продаж способствовал увеличению денежного потока от операционной деятельности на 23% год к году до рекордных 44,9 млрд руб. Однако масштабные инвестиционные планы стали причиной почти двукратного оттока средств по инвестиционной деятельности по итогам года в размере 68,8 млрд руб. Существенная часть этой суммы была направлена на капвложения (21 млрд руб., в том числе в развитие Юрхаровского месторождения), приобретение новых активов и кредитование (по-видимому, с целью рефинансирования задолженностей дочек).

Ожидаемый рост обязательств. Для покрытия дефицита денежных средств НОВАТЭКу пришлось существенно увеличить заимствования, что привело к почти двукратному росту долга до 72,2 млрд руб. и увеличению по итогам 2010 г. соотношения Долг/EBITDA до уровня 1,3 по сравнению с 1 в 2009 г. Однако столь стремительный рост долговой нагрузки не критичен для кредитного качества компании – структура долга улучшилась, так как доля коротких обязательств за год опустилась с 0,4 до 0,3. Проблем с обслуживанием долга также не отмечается – соотношение EBITDA/Процентные платежи выросло с 48,4 в 2009 г. до 130,8 в 2010 г. К тому же размещение в январе 2011 г. двух выпусков еврооблигаций с погашением в 2016 г. и 2021 г. позволило компании сделать структуру долга еще лучше путем рефинансирования коротких заимствований. Мы оцениваем кредитное качество НОВАТЭКа как достаточно прочное, и полагаем, что новые активы и разработка существующих месторождений позволят снизить коэффициент Долг/EBITDA до уровня 1,1–1,2 к концу 2011 г.

На телеконференции в понедельник также были обнародованы некоторые ближайшие планы компании. Собственную добычу газа планируется увеличить в текущем году на 15%, а с учетом приобретений – на 30%, что позволит генерировать достаточно высокий положительный свободный денежный поток даже при росте капвложений в 2011 г. (на 40% до 31 млрд руб). В отношении проекта «Ямал СПГ» компания сообщила, что планирует привлечь еще нескольких участников, помимо Total. Средства на развитие будут привлекаться с помощью проектного финансирования без участия государства. Сделка с Total по вхождению в капитал НОВАТЭКа планируется закрыть до 1 июля.

Долговая нагрузка ограничивает потенциал роста облигаций. Единственный рублевый выпуск компании НОВАТЭК БО-1, по нашему мнению, выглядит слишком дорогим: его доходность ниже, чем у сравнимых по дюрации выпусков Газпром нефти (ВВВ/Ваа3/ВВВ), и практически соответствует уровням бумаг ЛУКОЙЛа (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-). Новость о вхождении Total в капитал НОВАТЭКа вызвала рост котировок еврооблигаций компании, и теперь пяти- и десятилетние бумаги торгуются со Z-спредами в размере около 250–260 б.п. практически на уровне более крупных TNK-BP (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-) и ЛУКОЙЛа (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-). В ближайшей перспективе мы не видим существенного потенциала у бумаг НОВАТЭКа, так как рост котировок будет ограничен ввиду высокой долговой нагрузки компании.

Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО

Рекордные показатели выручки и долговой нагрузки

Отчетность НОВАТЭКа за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО, млрд руб.

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв.10/ III кв. 10, %	IV кв.10/ IV кв. 09, %	2010/ 2009, %
Выручка	28	90	29	34	117	16	23	30
ЕВИТДА	13	40	14	17	57	19	24	44
Чистая прибыль	9	26	10	12	40	20	32	57
Рентабельность по ЕВИТДА, %	48	44	48	49	49			
Чистая рентабельность, %	33	29	34	35	34			
Операционный денежный поток	12	36	12	14	45	16	16	23
Капитальные инвестиции	(4)	(16)	(6)	(6)	(21)	(2)	34	32
Основные средства		161			186			15
Денежные средства		11			10			(3)
Дебиторская задолженность		14			17			20
Долгосрочные займы		24			47			97
Краткосрочные займы		14			25			82
Кредиторская задолженность		7			28			288
Собственный капитал		133			168			26
Активы		194			285			47
Фин. долг, в т.ч.:		38			72			92
краткосрочные займы		14			25			82
долгосрочные займы		24			47			97
Чистый долг		27			62			128
Краткосрочные займы / Фин. долг		0,4			0,3			
Фин. долг / ЕВИТДА		1,0			1,3			
Чистый долг / ЕВИТДА		0,7			1,1			
ЕВИТДА / Проценты к уплате	116	48	144	155	131			
Собственный капитал / Активы		0,7			0,6			

Источники: отчетность 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cwaefer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@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 Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 2011