



НОВАТЭК (BBB-/Вааз/BBB-): сильные результаты за 3 кв. 2010 г. не снимают опасений относительно возможного снижения рейтинга

Мы считаем, что единственный торгуемый на рынке выпуск Новатэка БО-01 выглядит переоцененным (YTM 7.0%; Dur 2.36). Такая ситуация отчасти связана с недостатком предложения и отражает повышенный интерес инвесторов к риску эмитента. Тем не менее, новости последней недели о покупке активов, а также возможной продаже Газпромом части своей доли в компании, на наш взгляд, ставят под удар кредитные рейтинги Новатэка и могут способствовать росту доходности его бумаг. В настоящий момент облигации компании торгуются дороже сопоставимых по дюрации бондов Газпромнефти. Текущий спрэд Новатэка к кривой ОФЗ составляет около 70 б.п., однако мы считаем, что его справедливое значение находится сейчас в диапазоне 100-120 б.п., что соответствует доходности к погашению на уровне 7.3-7.5%, и рекомендуем облигации к продаже. Справедливый уровень оценки по ожидаемому выпуску 10-летних евробондов Новатэка на текущий момент предполагает премию в 30-40 б.п. к аналогичному по срочности выпуску Лукойла (BBB-/Ваа2/BBB-), что соответствует доходности YTM 6.30-6.40%. Однако следует понимать, что ситуация на рынке внешних заимствований волатильна и к моменту физического размещения ценовой ориентир может измениться.

Новатэк уверенно отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2010 г. по МСФО...

В 3 кв. компания продемонстрировала рост выручки на 35.7% (28.8 млрд руб.) и показателя EBITDA на 40.2% (13.8 млрд руб.) по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. Чистая прибыль за этот же период выросла на 38.3% до 10.1 млрд руб. За 9 мес. 2010 г. Новатэк сохранил высокий уровень рентабельности: рентабельность по EBITDA составила 49.9%. Уверенные финансовые результаты обусловлены ростом как объемов реализации, так и цен на реализуемое сырье. За 3 кв. компания сократила краткосрочный долг вдвое, снизив его долю в общей задолженности до 31% с 47% на конец 1П2010 г. Чистый долг сократился до 21.6 млрд руб. Коэффициент Чистый долг/EBITDA снизился за 3 месяца с 0.54x до 0.4x; коэффициент текущей ликвидности, наоборот, вырос с 1.24 до 1.65.

...И готовится к приобретению новых активов.

В ноябре стало известно о предстоящих приобретениях Новатэка: компания намерена купить 25.5% СеверЭнергии у Газпрома и 51% Сибнефтегаза у Газпромбанка. Причем еще весной этого года основным претендентом на покупку того же Сибнефтегаза выступал сам Газпром. На наш взгляд, решение о смене покупателя в данном случае продиктовано скорее политическими, нежели экономическими мотивами. Тем не менее, для целей кредитного анализа эмитента куда важнее вопрос о финансировании этих сделок Новатэком. Мы оцениваем общую сумму средств, необходимых для приобретения долей в двух компаниях, не более чем в 2 млрд долл. На конец сентября 2010 г. компания имела на балансе порядка 400 млн долл. Также стало известно о решении Новатэка провести эмиссию 10-летних евробондов в объеме 1.5 млрд долл. Учитывая благоприятную конъюнктуру на сырьевых площадках и способность

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	3 кв 10	3 кв 09	9М2010	9М2009
Выручка	28,8	21,2	81,1	62,1
ЕБИТДА	13,8	9,9	40,4	26,0
ЕБИТДА мар	48,0%	46,5%	49,9%	41,9%
Чистая приб	10,1	7,3	28,2	16,6

Долг, млрд руб.

	3 кв 10	2 кв 10
Долг	34	45,0
Чистый долг	21,6	26,9
Долг/ЕБИТДА	0,63	0,91
ЧД/ЕБИТДА	0,40	0,54
% Кр. Долга	30,6%	47,2%

Структура акционеров

	Доля
Газпром	19,4%
Volga Resources	24,5%
IFC	1,0%
Мэнэджмент	~30%
Free float	~25%

FLASHNOTE

компания стабильно генерировать значительный денежный поток от операционной деятельности, мы полагаем, что данных средств будет достаточно для финансирования сделки. Тем не менее, очевидно, что подобные действия приведут к росту долговой нагрузки. Принимая во внимание рост финансовых показателей Новатэка и объем ожидаемого размещения, мы считаем, что долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/ЕБИТДА вырастет до 1.2х-1.4х. Это, на наш взгляд, не ухудшит кредитный профиль эмитента, но может привести к понижению его рейтинга и абсолютно точно должно способствовать росту доходности публичного займа компании. Кстати, одно из ведущих рейтинговых агентств – Fitch – 10 ноября уже изменило прогноз по долгосрочным рейтингам Новатэка со «Стабильного» на «Негативный» на фоне возможного роста леввереджа. При этом аналитики Fitch отметили, что приобретаемые активы улучшат структуру бизнеса компании и позволят ей сразу начать генерировать дополнительный денежный поток от добывающих активов.

Газпром, владеющий 19.4% в Новатэке, может продать половину.

Информация о возможной сделке по продаже 10% акций поступила 10 ноября, однако данных о потенциальном покупателе пока нет. Между тем, как сообщили Ведомости со ссылкой на источник в Газпроме, окончательное решение пока не принято и велика вероятность, что сделка не состоится вовсе. Условия продажи доли были во многом связаны с обменом пакетами акций Сибнефтегаза и Новатэка между Газпромом и Газпромбанком. Учитывая, что пакет Сибнефтегаза теперь уходит самому Новатэку, сделка по продаже доли в Новатэке может быть отменена. В любом случае, мы не считаем, что сокращение доли Газпрома в компании скажется на способности Новатэка обслуживать свой долг, особенно учитывая благоприятную текущую конъюнктуру. Тем не менее, это окажет влияние на восприятие кредитного качества эмитента участниками рынка, а также рейтинговыми агентствами, что может стать еще одним поводом для снижения рейтинга.

БЛОК «КАЗНАЧЕЙСТВО»**Константин Рогов**Управляющий директор, Руководитель блока
Konstantin.Rogov@mdmbank.com**ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЛИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ****Илья Виниченко**Начальник департамента
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com
доб. 2430**ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Наталья Ермолицкая**

+7 495 960 22 56

Анна Казначеева

+7 495 787 94 52

Людмила Рудых

+7 495 363 55 83

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ОПЕРАЦИИ РЕПО**Андрей Ларин**

Andrey.Larin@mdmbank.com

Георгий Великодный

Georgiy.Velikodnyy@mdmbank.com

Александр Зубков

Alexander.Zubkov@mdmbank.com

Денис Анохин

Denis.Anokhin@mdmbank.com

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ**Анна Ильина**

Anna.Ilina@mdmbank.com

Игорь Бердин

Igor.Berdin@mdmbank.com

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ**Альберт Хусаинов**Albert.Khusainov@mdmbank.com
доб. 2536**Максим Ромодин**Maxim.Romodina@mdmbank.com
доб. 2408**Артур Семенов**Artur.Semenov@mdmbank.com
доб. 2599**Анастасия Ворожейкина**Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com
доб. 2533**АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ** доб. 2410**Михаил Зак**Начальник аналитического
управления
Mikhail.Zak@mdmbank.com**Николай Гудков**Рынок акций
Gudkov@mdmbank.com**Дмитрий Конторщикова**Рынок акций
Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com**Андрей Кулаков, CFA**Долговой рынок
Kulakov@mdmbank.com**Владимир Назин**Долговой рынок
Nazin@mdmbank.com**РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА****Михаил Ременников**

Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Эндрю Маллиндер

Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Владимир Попов

PopovV@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.