

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Новатэк»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты:

✓ второй по величине российский производитель природного газа. За 2009 год и 9 месяцев 2010 года компания произвела 6% природного газа, произведенного за этот период в России;

✓ 100% произведенного газа продается российским потребителям;

✓ доля продаж природного газа в выручке за 9 месяцев 2010 года составила 61,1%;

✓ в 2010 году компания увеличила производство газа на 15,3%;

✓ по итогам 9 месяцев 2010 года финансовые результаты превысили докризисные уровни;

✓ низкая долговая нагрузка; коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА составил 0,41;

✓ рост инвестиционной программы в 2011 году не приведет к увеличению долговой нагрузки;

✓ высокая зависимость финансовых результатов от тарифов на газ и транспортировку газа;

✓ неопределенность с выкупом 49% Сибнефтегаза по обязательной оферте у НГК «Итера».

Финансовые результаты

В 2010 году Новатэк продемонстрировал значительный рост финансовых результатов. Этому способствовал рост тарифов на газ на российском рынке, рост цен на газ и нефть на международном рынке, а так же увеличение спроса на энергоносители на фоне восстановления российской экономики.

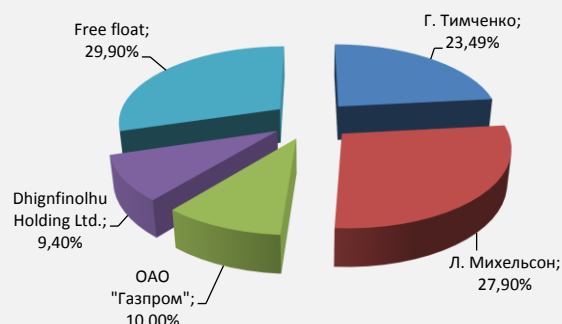
Эмитент в 2010 году, по предварительным данным, смог нарастить добычу газа на 15,3%, производство жидких углеводородов на 19,3%. Отметим, что около 76% газа, было реализовано в энергетической отрасли. В 2011 году эмитент планирует увеличить добычу газа на 12%.

По итогам 9 месяцев 2010 года компания смогла увеличить выручку на 35% по сравнению с аналогичным периодом 2009 года. Выручка составила 81 074 млн. рублей, в то время как за 9 месяцев 2009 года компания получила только 59 990 млн. рублей. Свыше 61% выручки обеспечили продажи газа. Еще около 25% доходов принесли продажи стабильного газового

Параметр выпусков:

Серия	Новатэк-16 Новатэк-21
Объем размещения	до \$ 1 500 млн.
Срок обращения	5 и 10 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентировочная доходность к погашению, % (Оценка UFS):	
Новатэк-16	5,05%-5,15%
Новатэк-21	6,2%-6,3%
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	BBB-/Baa3/BBB-

Структура собственности ОАО «Новатэк»



Источник: данные компании, расчеты UFS

конденсата. Доля нефти и нефтепродуктов в выручки была около 1%. В географии продаж Новатэка преобладают продажи на внутреннем рынке – около 68%. Еще 23% выручки принесли продажи в США.

Показатель EBITDA за первое полугодие 2010 года составил 39 433 млн. рублей. Годовой рост показателя оказался на уровне 52%. Рост EBITDA в 2010 году в основном был обеспечен ростом операционной прибыли на 61,1%.

Рентабельность по EBITDA составила 48,64%. Отметим, что по итогам 6 месяцев 2010 года рентабельность по EBITDA Новатэка была самой высокой в нефтегазовой отрасли (среди публичных компаний).

По итогам 9 месяцев 2010 года чистая прибыль компании достигла 28 203 млн. руб. Рост относительно 9 месяцев 2009 года составил 70%.

Таким образом, к концу 2010 года основные финансовые результаты Новатэка превысили докризисные уровни.

Кредитный профиль

В 2010 году долговая нагрузка компании оставалась низкой. За 9 месяцев 2010 года финансовый долг компании снизился на 10,0% до 34 010 млн. рублей. Снижение финансового долга было связано с погашением краткосрочной задолженности, которая снизилась на 25% до 10 396 млн. рублей. Таким образом, доля краткосрочной задолженности в общей сумме долга снизилась до 30%.

Рост денежного потока от операционной деятельности привел к увеличению остатков денежных средств на счетах, в результате чистый долг компании сократился на 21% и составил 21 547 млн. рублей.

Показатель покрытия долга компании находится на комфортном уровне. Коэффициент Чистый долг/EBITDA(годовая) по итогам трех кварталов 2010 года снизился до уровня 0,41.

Отметим, что сейчас долг компании составляет величину меньшую, чем компания планирует занять, выпустив евробонды. В случае если Новатэку удастся разместить весь займ, его долг вырастит примерно до 79 010 млн. руб. Тогда значение Чистого долга/EBITDA составит уже 1,27, что будет близко к значению Газпрома (1,4 по итогам 1 полугодия 2010 года). Однако долговая нагрузка все равно останется приемлемой, и, вряд ли, приведет к изменению рейтингов компании.

Динамика финансовых результаты ОАО «Новатэк», млн. рублей (по МСФО)

	2008	9 мес. 2009	2009	9 мес. 2010	Изм. 9 мес. 2010/9 мес. 2009, %
Выручка	76 076	59 909	86 903	81 074	35,3%
EBITDA	36 701	26 003	39 271	39 433	51,6%
Чистая прибыль	22 927	16 579	25 722	28 203	70,1%

Источник: данные компании, расчеты UFS

Основные финансовые показатели ОАО «Новатэк», млн. рублей (МСФО)

	2009	Доля, %	9 мес. 2010	Доля, %	Изм., %
Капитал	133 440	68,9%	159 930	74,3%	20%
Финансовый долг	37 703	19,5%	34 010	15,8%	-10%
краткосрочный	13 827	7,1%	10 396	4,8%	-25%
долгосрочный	23 876	12,3%	23 614	11,0%	-1%
Чистый долг	27 171	14,0%	21 547	10,0%	-21%
Активы	193 639	100,0%	215 180	100,0%	11%

Источник: данные компании, расчеты UFS

Цель текущего займа для эмитента – финансирование сделки с Газпромом по приобретению газового месторождения ОАО «СеверЭнергия». Так, 30 ноября 2010 года совместное предприятие Новатэка и Газпром нефти – ООО «Ямал развитие» выкупило у Газпрома 51% акций СеверЭнергии за \$1,8 млрд. (56,3 млрд. рублей). Как сообщалось ранее совместное предприятие Новатэка и Газпром нефти будет действовать на паритетных началах, т.е. Новатэку по сделке придется заплатить около \$900 млн. Оставшаяся часть займа пойдет на общекорпоративные цели.

Инвестиционная программа

По итогам 9 месяцев 2010 года капитальные расходы Новатэка составили 19 478 млн. рублей, в то время как за весь 2009 год компания потратила 17 872 млн. рублей. По предварительным данным инвестиционная программа Новатэка в 2010 году оказалась в районе 24 000 млн. рублей.

Эмитент планирует увеличить в 2011 году свою инвестиционную программу примерно на 12% до 27 000 млн. рублей, без учета приобретений, которые компания планирует совершить в России. Общий объем программы еще не утвержден, но ее темп роста, вероятно, будет соответствовать темпам роста добычи газа. В любом случае, даже с учетом того, что компании придется заплатить за долю в Сибнефтегазе (см. ниже) и СеверЭнергии, предполагаемые капитальные расходы компания сможет полностью профинансировать за счет операционного денежного потока, остатка денежных средств или части текущего займа, не прибегая к новым заимствованиям в 2011 году.

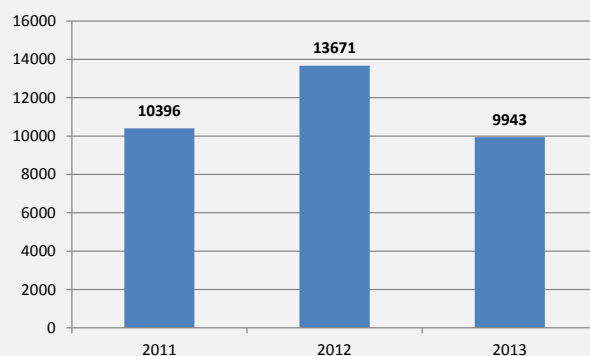
Влияние тарифов

На финансовые результаты Новатэка влияют два вида тарифов:

- ✓ тарифы на газ, устанавливаемые для ОАО «Газпром» и его аффилированных лиц;
- ✓ тарифы, устанавливаемые для независимых поставщиков газа на его транспортировку по газотранспортной системе ОАО «Газпром».

Несмотря на то, что номинально цена на газ, реализуемая частными производителями не тарифицируется, установление тарифов для самого крупного поставщика – ОАО «Газпром» косвенно вынуждает Новатэк поддерживать

График погашения долга ОАО «Новатэк» с 2011 по 2013 г., млн. рублей



Источник: данные компании, расчеты UFS

Финансовые коэффициенты ОАО «Новатэк» (по МСФО)

	2008	2009	9 мес. 2010
Рентабельность капитала, %	23,72%	19,28%	17,63%
Рентабельность EBITDA, %	48,24%	45,19%	48,64%
Финансовый долг/Активы	0,19	0,19	0,16
Чистый долг/EBITDA	0,42	0,69	0,41

Источник: данные компании, расчеты UFS

схожие уровни цен на газ для российских потребителей. В 2010 году тарифы для организаций промышленности выросли на 15%. Такой же рост был утвержден и на 2011 год. Мы полагаем, что вместе с планами по росту добычи газа в 2011 году на 12% рост тарифов на 15% позволит Новатэку увеличить доходы.

Тарифы на транспортировку газа для независимых производителей выросли в 2010 году на 12,3%. В 2011 году рост тарифа составил 9,3%. Отметим, что независимые производители требовали увеличение тарифа на 7%, а ОАО «Газпром» - на 15%.

В результате, темп роста тарифа на газ оказался выше темпа роста тарифа на транспортировку, следовательно рост выручки окажется выше, чем рост затрат. В конечном итоге, это позволит увеличить свободный денежный поток в 2011 году.

Факторы неопределенности

Помимо покупки ОАО «Северэнергии», в декабре 2010 года Новатэк выкупил у Газпромбанка 51% ОАО «Сибнефтегаз». По условиям сделки эмитент должен заплатить за актив 26 883 млн. рублей, из которых 4 650 млн. рублей было выплачено в декабре 2010 года, а оставшиеся 22 233 млн. рублей Новатэк должен заплатить не позднее 17 декабря 2011 года.

После закрытия сделки эмитент направил обязательную оферту другим акционерам. Известно, что 48,9% Сибнефтегаза принадлежит НГК «Итера». Новатэк предложил за этот пакет 25,8 млрд. руб. Несмотря на то, что Итера скорее всего откажется продавать Сибнефтегаз в связи с тем, что этот актив составляет около половины газового бизнеса Итеры, неопределенность, связанная с вероятной необходимостью выкупа всей доли остается.

Позиционирование займа

Новатэк имеет более низкий финансовый рейтинг, чем Газпром, хотя по итогам 6 месяцев 2010 года, рентабельность по EBITDA была выше, чем у Газпрома, а Чистый долг/EBITDA – ниже. Очевидно, что нахождение контрольного пакета акций Новатэка в частных руках, а также существенно меньшие масштабы бизнеса и значимости для экономики страны, определяют более низкий рейтинг Новатэка.

Сопоставляя Новатэк с частной компанией близкой по рейтингу, т.е. с Лукойлом, заметим,

что кредитный профиль Лукойла выглядит более устойчиво, хотя кредитные рейтинги эмитентов от агентств S&P и Fitch одинаковые. В данном случае, рейтинги от агентства Moody's выглядят более справедливо для всех трех компаний.

Мы полагаем, что новые еврооблигации Новатэка должны торговаться с премией кривым Газпрома и Лукойла. В величину премии мы закладываем ухудшение кредитного профиля Новатэка после размещения евробондов, а также премию за дебютный выпуск валютных облигаций.

Суммируя вышесказанное, премия к кривой Газпрома должна составлять 25-35 б.п., премия к кривой Лукойла – 10-20 б.п. Таким образом, для выпуска Новатэк-21 при дюрации в 7,54-7,57 лет справедливая доходность будет находиться в диапазоне 6,2%-6,3% годовых.

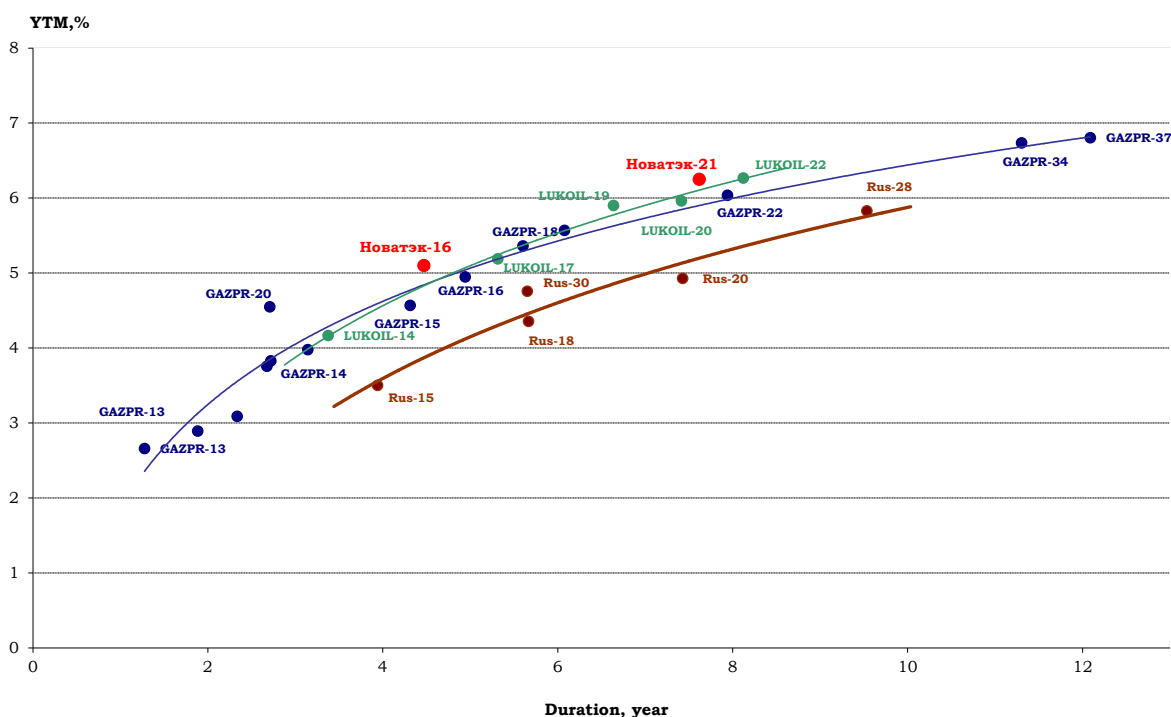
Для выпуска Новатэк-16 при дюрации 4,47 лет справедливая доходность будет находиться в диапазоне 5,05%-5,15% годовых. Отметим, что здесь премия к кривой доходности Лукойла будет составлять более 25 б.п. Это связано с тем, что на «коротком» участке кривой доходности, выпуски Лукойла торгуются с дисконтом относительно выпусков Газпрома.

Финансовые показатели Новатэка, Лукойла и Газпрома на 01.07.2010 г., млн. рублей (по МСФО)

	Новатэк	Лукойл	Газпром
Рейтинг	BBB-/Baa3/BBB-	BBB-/Baa2/BBB-	BBB/Baa1/BBB
Выручка	53 448	1 518 154	1 721 293
ЕБИТДА	26 613	226 342	696 908
Капитал	149 847	1 803 508	6 062 355
Активы	216 943	2 513 933	8 516 394
Рентабельность ЕБИТДА, %	49,8%	14,9%	40,5%
Чистый долг/ЕБИТДА	0,51	0,4	0,70
Капитал/Активы	0,69	0,72	0,71

Источник: данные компании, расчеты UFS

Оценка справедливой доходности еврооблигаций Новатэк-21, с учетом ситуации на долговом рынке на 26 января 2011 года



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02