

НОВАТЭК (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-):

Российский рынок облигаций

20 января 2011 г.

Возвращение на рынок еврооблигаций

Сегодня стартует роад-шоу еврооблигаций НОВАТЭКа (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-). Точные параметры займа пока не сообщаются. Напомним, в ноябре 2010 г Совет директоров НОВАТЭКа одобрил решение о выпуске еврооблигаций на сумму до \$1,5 млрд на срок до 10 лет. Выпуск планируется осуществить по правилам 144A/RegS. Мы полагаем, что эмитент предложит рынку бумаги срочностью 5-7 лет и объемом не менее \$800 млн.

Выводы Рублевый выпуск НОВАТЭК БО-1 (УТМ 7,15% @ 25.06.13) по-нашему мнению выглядит переоцененным. Бумага торгуется с дисконтом в доходности к обязательствам ЛУКОЙЛа (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-) и не может служить подходящим ориентиром для позиционирования новых еврооблигаций эмитента. Мы полагаем, что «прайсинг» еврооблигаций НОВАТЭКа, скорее всего, сложится на уровне кривых ЛУКОЙЛа и ТНК-ВР (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-) (см. Илл.3 на стр.3). Хотя мы и считаем справедливым наличие премии в 20–40 б.п. к данным кривым за кредитный риск НОВАТЭКа и с учетом существенной разницы в масштабах бизнеса сравниваемых компаний, тем не менее, – фактор «нового» имени на внешнем рынке в российском нефтегазовом секторе, да еще и в инвестиционной категории, может вполне сыграть свою роль. Поэтому справедливую доходность для 5–летних бумаг НОВАТЭКа на сегодняшний день мы видим на уровне 5,0–5,3% (среднерыночные долларские свопы +285 – 315 б.п.), а для 7-летних – на уровне 5,7–6,0% (свопы +290 – 320 б.п.)

Размещение вызовет высокий интерес инвесторов. НОВАТЭК – крупнейший в России независимый производитель природного газа, уступающий по объему добычи только Газпрому. Компания входит в первую десятку мировых газодобывающих компаний по объему доказанных запасов природного газа. На конец 2009г запасы НОВАТЭКа (согласно классификации SEC) оценивались в 6,85 млрд баррелей нефтяного эквивалента.

Эмитент хорошо известен на публичном рынке долга: в обращении находится рублевый выпуск **НОВАТЭК БО-1** объемом 10 млрд руб. Сейчас НОВАТЭК не представлен на внешнем облигационном рынке, но ранее компания имела опыт размещения еврооблигаций – два ее выпуска общим объемом \$300 млн были успешно погашены. Мы не сомневаемся, что предложение нового кредитного риска инвестиционной категории в нефтегазовом секторе РФ на внешнем рынке вызовет высокий интерес у инвесторов, принимая во внимание благоприятную рыночную конъюнктуру, сложившуюся в настоящее время на сырьевых торговых площадках.

Эмитент инвестиционной категории. НОВАТЭК отличается устойчивый финансовый профиль (высокая рентабельность и консервативная долговая нагрузка), что подтверждается наличием у компании кредитных рейтингов инвестиционного уровня по версии трех ведущих рейтинговых агентств. Отношение чистый долг/ЕВITDA у эмитента по состоянию на 30 сентября 2010г находилось на консервативном уровне 0,4х, а денежная позиция (12,5 млрд руб) с запасом покрывала краткосрочный долг (10,4 млрд руб). По итогам первых трех кварталов 2010 года НОВАТЭК получил внушительный свободный денежный поток в размере 32,9 млрд руб против 20,2 млрд руб, полученных за весь 2009 г. Отдельно отметим, что финансовые показатели НОВАТЭКа продемонстрировали «устойчивость» к экономическому спаду периода 2008 – 2009 гг. Это объясняется тем, что снижение внутреннего потребления газа в 2009 г под влиянием кризиса оказалось не столь существенным (сокращение по сравнению с 2008г составило лишь 6,6%), учитывая, как сильно экономический спад затронул ряд других отраслей (например, металлургию и строительство).

Илл. 1: Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа по МСФО, млн руб

	2008	2009	1К2010	2К2010	3К2010	% изм. кв/кв
Выручка	79 272	89 954	27 742	25 706	29 441	14,5
ЕВITDA	36 590	39 069	13 392	11 567	14 045	21,4
Чистая прибыль	22 927	25 722	11 076	7 066	10 061	42,4
Чистый операц. денежный поток	31 514	36 454	12 454	18 794	30 879	64,3
Капитальные затраты	(30 455)	(16 218)	(4 578)	(9 273)	(15 406)	66,1
Свободный денежный поток	1 059	20 236	7 876	9 521	15 473	62,5
Совокупный долг	26 277	37 703	33 613	44 988	34 010	(24,4)
Краткосрочный долг	6 342	13 827	18 366	21 223	10 396	(51,0)
Денежные средства	10 992	10 532	11 460	18 082	12 463	(31,1)
Чистый долг	15 285	27 171	22 153	26 906	21 547	(19,9)
Собственный капитал	96 640	133 440	146 877	149 847	159 930	6,7
Активы	139 907	193 639	204 915	216 943	215 180	(0,8)
Коэффициенты						
Норма ЕВITDA,%	46,2	43,4	48,3	45,0	47,7	
ЕВITDA/Фин. Расходы (x)	164,8	47,7	89,9	139,4	144,8	
Долг/ЕВITDA* (x)	0,7	1,0	0,7	0,9	0,7	
Чистый долг/ЕВITDA* (x)	0,4	0,7	0,5	0,6	0,4	
Долг/Собственный капитал (x)	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	

* ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Цель займа - приобретение профильных активов: а именно, долей в капитале Сибнефтегаза и СевероЭнергии. Обе сделки уже закрыты и обойдутся компании в общей сложности в 51,2 млрд руб (~ \$1,7 млрд), из которых около 29 млрд руб (~\$0.97 млрд) НОВАТЭК уже выплатил. На эти цели компания направила имеющиеся у нее денежные средства, а также осуществила новые заимствования. В конце ноября прошлого года НОВАТЭК привлек от западных банков промежуточный кредит на сумму не более \$600 млн и сроком на 1 год. В декабре 2010 г компания также сообщила о привлечении невозобновляемой кредитной линии Сбербанка на сумму до 15 млрд руб (~\$500 млн) и сроком на 3 года. С операционной точки зрения, как и в плане влияния на финансовые показатели НОВАТЭКа в будущем, мы не сомневаемся в ценности приобретаемых компанией активов, хотя в краткосрочной перспективе финансирование покупок спровоцирует ощутимый рост долгового бремени эмитента.

Газпром остается крупным акционером НОВАТЭКа, что укрепляет кредитный профиль последнего. В декабре прошлого года Газпром (BBB-/Baa1/BBB) сократил свою долю в акционерном капитале НОВАТЭКа вдвое - с 19,4% до 10%. Сделка была ожидаема и, как мы полагаем, не окажет влияния на дальнейшее сотрудничество двух газовых производителей (в частности, в их совместном освоении газовых месторождений Ямала). Наше мнение подкреплено фактом создания совместного предприятия (ООО "Ямал развитие") на паритетной основе между НОВАТЭКом и ключевой нефтяной «дочкой» Газпрома (Газпром нефтью), которое и выкупило у Газпрома контрольный пакет акций (51%) в ООО "СеверЭнергия". Мы дополнительно отмечаем исторически дружественные отношения, сложившиеся между Газпромом и основными бенефициарами НОВАТЭКа - Геннадием Тимченко и Леонидом Михельсоном. Согласно комментариям руководства Газпрома, продавать оставшуюся 10%-ю долю в НОВАТЭКе в планах газовой монополии нет. Таким образом, Газпром остается крупным акционером НОВАТЭКа, что обеспечивает дополнительную поддержку кредитному профилю последнего. Впрочем, мы полностью не сбрасываем со счетов теоретические риски ухудшения отношений между Газпромом и частными акционерами НОВАТЭКа в будущем. Чисто гипотетически, в случае если бизнес-интересы двух компаний разойдутся, Газпром может использовать для воздействия на НОВАТЭК административный ресурс. Очевидно, что при рассмотрении такого сценария, риски кредитного профиля НОВАТЭКа возрастают многократно.

НОВАТЭК обладает хорошим потенциалом для развития. В целом, мы положительно оцениваем перспективы развития НОВАТЭКа. Без учета ожидаемого увеличения долговой нагрузки эмитента в краткосрочной перспективе, мы полагаем, что компания будет поддерживать кредитные метрики инвестиционного уровня. В числе основных движущих сил роста операционных и финансовых показателей НОВАТЭКа будет выступать дальнейшая разработка одного из его крупнейших месторождений – Юрхаровского, доказанные запасы которого по классификации SEC на конец 2009 г составляли 443,6 млрд куб м газа и 22,4 млн т жидких углеводородов. За 9М2010 на месторождении было добыто 17,5 млрд куб м газа и 1,5 млн т газового конденсата, что составляет соответственно 65% и 57% от общего объема добычи НОВАТЭКа за данный период. В конце прошлого года НОВАТЭК сообщил о вводе в эксплуатацию третьего пускового комплекса второй очереди Юрхаровского месторождения, что позволило компании увеличить мощности по подготовке газа и газового конденсата на месторождении до 33 млрд куб м и 3 млн т в год соответственно. Продолжающаяся либерализация газовых цен на внутреннем рынке России, по нашему мнению, должна поддержать рост финансовых показателей НОВАТЭКа в среднесрочной перспективе. Согласно утвержденному правительством России прогнозу социально-экономического развития страны на 2011-2013 гг, равнодоходная цена на газ в 2011 г составит \$174 за 1000 куб. м газа, в 2012 г – \$180, в 2013 г – \$183.

Ключевой риск инвестирования в облигации НОВАТЭКа: угроза снижения кредитных рейтингов эмитента на фоне роста долговой нагрузки. Исходя из наших оценок, покупка новых активов может выразиться в в краткосрочном росте показателя Долг/ЕБИТДА НОВАТЭКа с нынешних 0.7х до 1,5–1,7х. Мы ожидаем, что впоследствии данный показатель у компании будет довольно быстро снижаться, однако не исключаем, что хотя бы одно из рейтинговых агентств может решиться на исключение компании из инвестиционной категории. Если это произойдет, облигации НОВАТЭКа окажутся под ценовым давлением продавцов. Обращаем внимание, что текущие рейтинги эмитента по версии S&P и Fitch имеют «негативный» прогноз. На наш взгляд возможное снижение кредитных рейтингов эмитента является наиболее значимой угрозой, которую инвесторы должны принимать во внимание при вложении в долговые инструменты НОВАТЭКа.

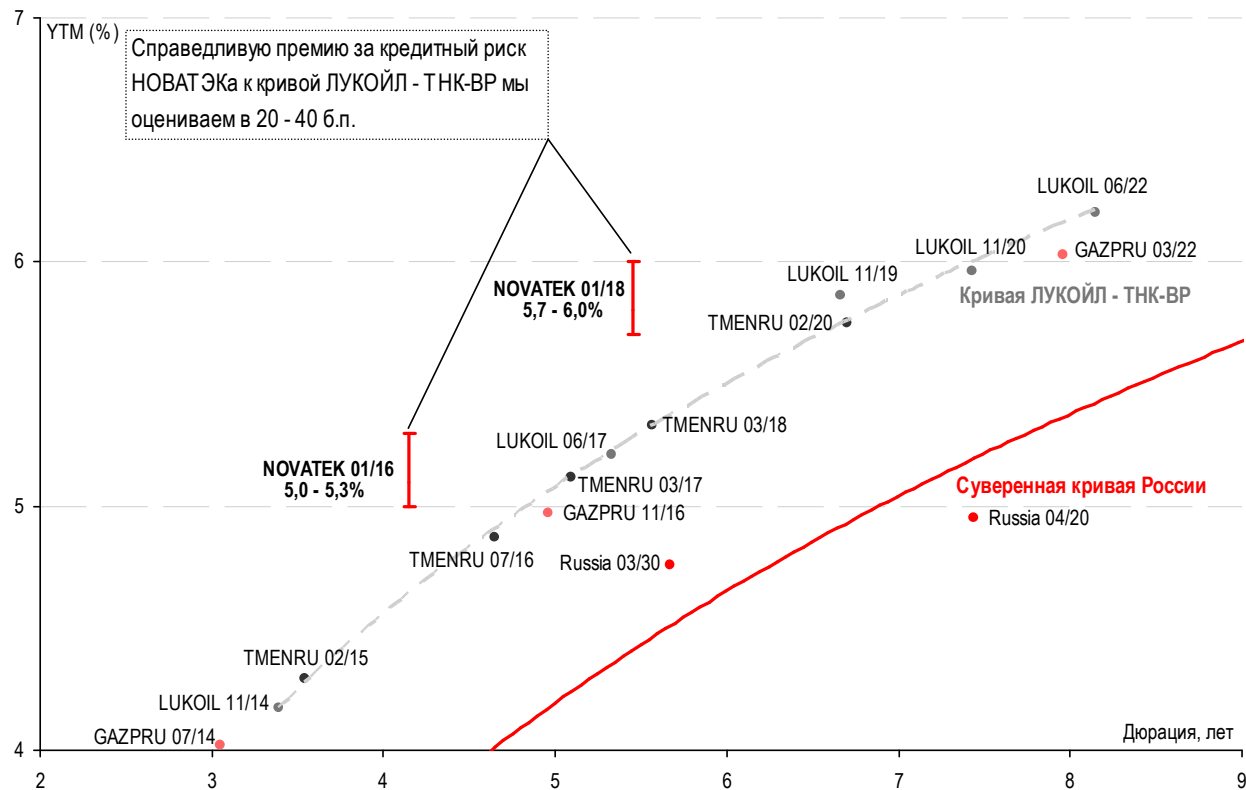
Илл. 2: Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа, ЛУКОЙЛа и ТНК-ВР за 9 месяцев 2010г, \$ млн

	НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-)	ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-)	ТНК-ВР (BBB-/Baa2/BBB-)
Выручка	2 746	76 272	32 143
ЕБИТДА	1 292	11 639	7 233
Свободный денежный поток	1 089	6 976	4 192
Чистый долг	709	7 506	6 290
Собственный капитал	5 261	57 317	18 589
Активы	7 078	81 839	31 348
Коэффициенты			
Норма ЕБИТДА,%	47,1	15,3	22,5
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	0,4	0,5	0,7

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банка

Илл.3: Диаграмма доходностей еврооблигаций нефтегазового сектора РФ



* - котировки по состоянию на 19 января 2011 г.
Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
долговых ценных бумаг и деривативов	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Торговые операции	
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны сделать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.