

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Новатэк (BBB-/Baa3/BBB-): сильный финансовый отчет за 2013 г., однако бумаги выглядят дорого на фоне выпусков госкомпаний

Вчера крупнейший независимый производитель газа Новатэк опубликовал финансовый отчет за 2013 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, по итогам прошлого года компания увеличила выручку на 41.3% г/г (до 298.2 млрд. руб.), EBITDA – на 27.9% г/г (до 121.8 млрд. руб.). В то же время, расходы по операционной деятельности росли еще более быстрыми в сравнении с выручкой темпами – на 53.3% г/г (до 192.8 млрд. руб.), – в основном, за счет опережающего роста расходов на транспортировку продукции (на 69.7% г/г), что стало оборотной стороной роста объемов поставок конечным потребителям, и закупку сырья (рост затрат в 2 раза г/г). В результате, рентабельность по EBITDA Новатэка снизилась на 4.3 пп г/г, сохранившись, вместе с тем, на достаточно высоком уровне – 40.8%.

Отметим, что высокие темпы роста выручки компании были обусловлены как увеличением физических объемов продаж, так и ростом средних цен реализации углеводородов. Так, продажи газа выросли в 2013 г. на 9% г/г (до 61.2 млрд. кубометров), причем доля продаж конечным потребителям продолжала расти и достигла 88.9% (против 69.3% в 2012 г.). Реализация жидких углеводородов в 2013 г. выросла на 29.4% г/г (до 5.4 млн. тонн). Рост доли более маржинальных поставок в адрес конечных потребителей, а также повышение внутренних газовых тарифов как для оптовых, так и конечных потребителей, привел к увеличению средних цен реализации природного газа (за вычетом транспортной составляющей) в течение 2013 г. на 20.5% г/г (до 1 887 руб. за тыс. кубометров). В то же время, средняя экспортная цена на стабильный газовый конденсат в прошлом году снизилась на 6.7% г/г (до 493 долл./тонна), что было обусловлено, в основном, сильным падением цен в 1K13 (на 14.1% г/г), тогда как средняя цена на внутреннем рынке в 2013 г. увеличилась на 3.9% г/г (до 12 797 руб./тонна). Средние цены реализации сырой нефти и сжиженного углеводородного газа также двигались разнонаправленно в разрезе рынков. Так, экспортная цена на нефть снизилась на 2.2% г/г (до 375.5 долл./тонна), а внутренняя – выросла на 7.6% г/г (до 11 819 руб./тонна). Чистая экспортная цена на СУГ снизилась на 3.4% г/г (до 625 долл./тонна), а внутренняя – выросла на 3.7% г/г (до 14 527 руб./тонна).

Свободный денежный поток Новатэка сократился в 2013 г. на 27.6% г/г (до 22.8 млрд. руб.), что было связано, в первую очередь, с ростом капвложений почти в 1.5 раза по сравнению с 2012 г. – до 57.8 млрд. руб. В то же время, в терминах EBITDA уровень капитальных инвестиций вырос не так существенно – с 0.4x в 2012 г. до 0.5x в прошлом году. Свободный денежный поток Новатэка, а также денежные средства на балансе (снизились на 57.1% к началу года и составили 7.9 млрд. руб. на конец 4K13) были использованы для финансирования дивидендных выплат (на 22 млрд. руб.) и выдачи займов (чистый отток на 37.2 млрд. руб.) совместным проектам (в основном, в адрес Ямал СПГ). В то же время, собственных источников Новатэка оказалось недостаточно, и компания была вынуждена наращивать долг. Объем задолженности Новатэка на конец 2013 г. вырос до 165.6 млрд. руб. (рост на 25% к началу года), а рост чистого долга был еще более быстрым (на 38.2% к 2012 г.) с учетом сокращения объема ликвидных активов на балансе. В результате, долговая нагрузка Новатэка немного подросла и составила 1.3x в терминах чистый долг/EBITDA на конец 2013 г. против 1.2x на конец 2012 г. Столь умеренный рост был обусловлен высокими темпами роста EBITDA по итогам 2013 г. Подводя итог, можно отметить, что для кредитных рейтингов Новатэка результаты прошлого года,

Ключевые финансовые показатели Новатэка по МСФО за 2013 г.

млрд. руб.	2013	2012	%
Выручка	298.2	211.0	41.3%
ЕБИТДА	121.8	95.2	27.9%
Операционная прибыль	143.9	85.3	68.7%
Чистая прибыль	109.9	69.4	58.4%
Рентабельность по EBITDA	40.8%	45.1%	-4.3 пп
Операционная рентабельность	48.3%	40.4%	7.8 пп
Чистая рентабельность	36.9%	32.9%	4.0 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	122.4	98.6	24.1%
Чистый операцион. ден. поток*	80.6	70.8	13.8%
CAPEX	57.8	39.3	47.1%
Свободный денежный поток	22.8	31.5	-27.6%

млрд. руб.	2013	2012	%
Активы	598.0	463.1	29.1%
в т.ч. денежные средства	7.9	18.4	-57.1%
Долг	165.6	132.5	25.0%
доля краткосрочного долга	14.5%	26.2%	-11.7 пп
Чистый долг	157.7	114.1	38.2%
Капитал	373.1	291.3	28.1%
CAPEX+M&A	62.3	103.5	-39.8%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.5x	1.1x	-
Долг/EBITDA LTM	1.4x	1.4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.3x	1.2x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.5x	-

* за вычетом капитализированных и уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Новатэка в 2013 г.

	2013	2012	%
Добыча газа, млн. куб. м	61 216	56 469	8.4%
Добыча жидких УВ, тыс. тонн	4 751	4 270	11.3%
Реализация газа, млн. куб. м	64 152	58 880	9.0%
в т.ч. "на скважине"	7 131	18 074	-60.5%
конечным потребителям	57 021	40 806	39.7%
Реализация жидких УВ, тыс. т	5 438	4 203	29.4%
в т.ч. стаб. газов. конденсат	2 117	2 847	-25.6%
перераб. газов. конденс.	1 606	-	-
сжижен. углеводор. газ	1 078	905	19.1%
сырая нефть	627	442	41.9%
нефтепродукты	10	9	11.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

в целом, являются нейтральными – текущие значения ключевых кредитных метрик компании вполне укладываются в установленные агентствами границы. В то же время, если компания не снизит в 2014 г. темы роста расходов на CAPEX и роста долга, либо не обеспечит соответствующее им наращение денежных потоков (валового и операционного), то это уже может стать определенным поводом для беспокойства с точки зрения перспектив негативных рейтинговых действий.

С начала года длинные евробонды NVTKRM'21 и NVTKRM'22 двигались вместе с рынком, расширив спрэд к кривой UST на 10-25 бп. В то же время, заметно лучше рынка выглядел короткий NVTKRM'16, спрэд которого к UST не изменился к началу года и составляет сейчас 170-180 бп. На наш взгляд, и короткий, и длинные бумаги Новатэка выглядят дорого на фоне бумаг крупнейших нефтегазовых госкомпаний, торгуясь с дисконтом 20-40 бп к сопоставимым по дюрации евробондам Роснефти (BBB/Ваа1/-) и Газпром Нефти (BBB-/Ваа2/BBB). На рублевом же рынке обратная ситуация: выпуски Новатэка торгуются со спрэдом около 80 бп к ОФЗ, что означает премию 10-30 бп к более длинным бумагам Роснефти и Газпром Нефти. Отметим, что рублевые бумаги Новатэка предлагают сейчас наиболее широкий спрэд среди заемщиков инвестиционного класса в сегменте нефтегазовых компаний.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

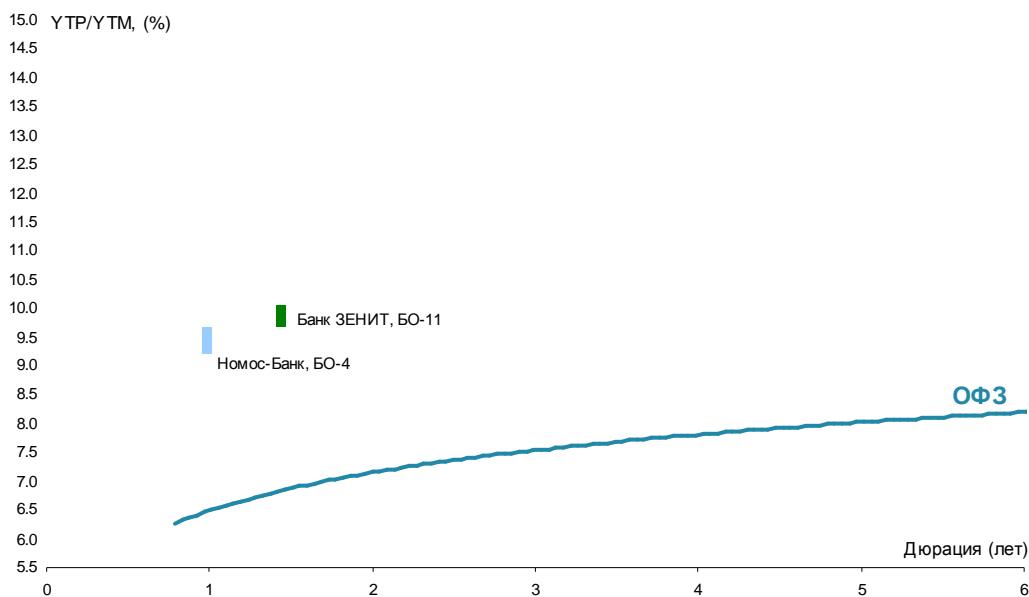
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / BB-	да	5 000	9.20-9.62	26.02.2014	28.02.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / B+	да	6 000	9.73-9.99	04.03.2014	06.03.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Aaa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 0.50 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Aaa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Aaa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / B+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.