

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Новатэк (BB+/Ba1/BVV-): сильная отчетность за 2014 г, евробонды торгуются на справедливых уровнях

В конце прошлой недели Новатэк опубликовал операционные и финансовые результаты по итогам 2014 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, выручка компании по итогам прошлого года выросла на 19.9% г/г (до 357.6 млрд. руб.), показатель EBITDA вырос на 23.4% г/г (159.6 млрд. руб.), что привело к повышению рентабельности по EBITDA до 44.6% (на 1.3 пп г/г). Долговая нагрузка Новатэка на конец 4К14 не сильно изменилась по сравнению с началом прошлого года, составив 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA (против 1.2x на конец 4К13), несмотря на существенный рост долга из-за переоценки его валютной части.

Хорошие темпы роста финансовых результатов и маржи Новатэка в 2014 г стали следствием существенного увеличения объемов реализации продукции. Так, продажа жидких углеводородов в прошлом году выросла на 30.4% г/г (до 7 089 тыс. тонн), при этом рост отгрузок наблюдался по всей продуктовой линейке. Поставки нефти выросли на 44% г/г (до 903 тыс. тонн), СУГ – на 33% г/г (до 1 434 тыс. тонн). В то же время, главным драйвером роста выручки стало увеличение реализации переработанного газового конденсата, которая выросла почти в 3 раза г/г (до 4 438 тыс. тонн) благодаря запуску в эксплуатацию еще летом 2013 г комплекса по переработке стабильного газового конденсата в Усть-Луге. Вместе с тем, объем отгрузок стабильного газового конденсата, используемого в качестве сырья, упал, соответственно, на 85.7% г/г (до 303 тыс. тонн).

Отметим, что рост продаж продукции переработки СГК (легкая и тяжелая нефтя, газойль, авиакеросин, мазут) стал ключевым фактором увеличения доходов и роста операционной рентабельности компании по итогам 2014 г за счет их более высокой маржинальности. Кроме того, учитывая, что почти весь объем переработанного СГК направляется на экспорт, поддержку результатам Новатэка также оказало и существенное ослабление рубля в прошлом году. В то же время, объем реализации природного газа по итогам 2014 г вырос более умеренно (на 4.8% г/г), но также показал весьма неплохие темпы, достигнув 67.2 млрд. кубометров. Отметим, что объемы продажи газа в 2014 г росли на фоне сокращения производства (добыча плюс закупки), которое снизилось на 1.9% г/г (до 65.2 млрд. кубометров). Снижение производства было связано, главным образом, с прекращением закупок сырья у Сибнефтегаза (в конце прошлого года Новатэк передал Роснефти свою долю в предприятии в рамках сделки по обмену активами), а также с произошедшей на Уренгойском месторождении СеверЭнергии аварией (частичная добыча газа была возобновлена только в июле прошлого года). Дефицит газа был компенсирован за счет подъема необходимых объемов газа из ПХГ. Вместе с тем, выручка от продажи газа все равно увеличилась в денежном выражении (на 12.4% г/г) благодаря росту поставок в адрес конечных потребителей (их доля в продажах газа выросла до 94.1% против 88.9% в 2013 г), а также благодаря повышению газовых тарифов в прошлом году.

Свободный денежный поток Новатэка по итогам 2014 г почти удвоился к уровню прошлого года, достигнув 43.3 млрд. руб. Это стало следствием роста поступлений от операционной деятельности (на 25.9% г/г) на фоне сохранения инвестиционных расходов на уровне 2013 г. CAPEX Новатэка в 2014 г составил 58.2 млрд. руб. (рост на 0.7% г/г) или 0.4x от EBITDA. Свободный денежный поток компании в 2014 г был использован для выплаты дивидендов (почти на 29 млрд. руб.), а также на оплату программы обратного выкупа собственных акций (на 2.8 млрд. руб.) и M&A-сделки (на 5.8 млрд. руб.). Долг Новатэка на конец 2014 г значительно вырос по сравнению

Ключевые финансовые показатели Новатэка по МСФО за 2014 г

млрд. руб.	2014	2013	%
Выручка	357.6	298.2	19.9%
EBITDA	159.6	129.4	23.4%
Операционная прибыль	127.8	143.9	-11.2%
Чистая прибыль	36.9	109.9	-66.4%
Рентабельность по EBITDA	44.6%	43.4%	1.3 пп
Операционная рентабельность	35.7%	48.3%	-12.5 пп
Чистая рентабельность	10.3%	36.9%	-26.5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	134.5	119.5	12.5%
Чистый операцион. ден. поток*	101.5	80.6	25.9%
CAPEX	58.2	57.8	0.7%
Свободный денежный поток	43.3	22.9	89.5%

млрд. руб.	2014	2013	%
Активы	699.1	598.0	16.9%
в т.ч. денежные средства	41.3	7.9	x5.2
Долг	245.7	165.6	48.3%
доля краткосрочного долга	16.7%	14.5%	2.2 пп
Чистый долг	204.4	157.7	29.6%
Капитал	387.1	373.1	3.8%
CAPEX+M&A	64.0	62.3	2.8%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	1.5x	1.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.3x	1.2x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.4x	-

* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Новатэка в 2014 г

	2014	2013	%
Добыча газа, млн. куб. м	65 165	66 456	-1.9%
Добыча жидких УВ, тыс. тонн	6 036	4 751	27.0%
Реализация газа, млн. куб. м	67 231	64 152	4.8%
в т.ч. "на скважине"	3 950	7 131	-44.6%
конечным потребителям	63 281	57 021	11.0%
Реализация жидких УВ, тыс.	7 089	5 438	30.4%
в т.ч. ствб. газов. конденсат	303	2 117	-85.7%
перераб. газов. конденс.	4 438	1 606	x2.8
сжижен. углеводор. газ	1 434	1 078	33.0%
сырая нефть	903	627	44.0%
нефтепродукты	11	10	10.0%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

с началом года и достиг 245.7 млрд. руб. (+48.3% г/г). Отметим, что рост долга был практически полностью обусловлен переоценкой его валютной составляющей (на обязательства в долларах к концу 4К14 приходилось не менее 85% всего долга). В то же время, долговая нагрузка компании выросла куда менее драматично, к концу 4К14 ее уровень составил 1.3x чистый долг / EBITDA (против 1.2x на начало года). Рост долговой нагрузки был сдержан за счет быстрого роста EBITDA и увеличения денежных остатков на балансе компании к концу года (до 41.3 млрд. руб. против 7.9 млрд. руб. на начало года) благодаря перечислению части свободного денежного потока и переоценки валютных депозитов.

Подводя итог, отметим, что результаты Новатэка позитивны для его кредитных рейтингов, однако они ограничены уровнем суверенного рейтинга, испытывающего значительное давление со стороны политической составляющей. Напомним, что с начала этого года Россия уже потеряла инвестиционный рейтинг от S&P и Moody's, что спровоцировало аналогичное понижение до «странового потолка» рейтингов ряда корпоративных заемщиков, в число которых попал и Новатэк. На наш взгляд, перспективы изменения рейтингов Новатэка и в дальнейшем будут завязаны на динамику суверенного рейтинга в силу того, что, с учетом сильного финансового и операционного профилей компании, мы полагаем, что какие-либо (негативные) решения, непосредственно связанные с результатами деятельности компании, маловероятны.

Рублевые выпуски Новатэка мало репрезентативны в силу короткой дюрации и низкой ликвидности. На рынке евробондов, на фоне восстановления котировок в феврале, лучше рынка выглядел только совсем короткий евробонд NVTKRM'16, его спрэд к кривой UST сузился на 130 бп. Длинные бумаги NVTKRM'21 и NVTKRM'22, наоборот, выглядели несколько хуже рынка в целом в терминах спрэдов к UST: в первом случае, спрэд к UST к началу года практически не изменился, во втором – сузился примерно на 40 бп. На текущий момент NVTKRM'21 торгуется на уровне +710 бп к UST, NVTKRM'22 – на уровне +660 бп к UST. Длинные бумаги Новатэка торгуются на уровне близких по дюрации выпусков Газпром Нефти (BB+/Ba1/BBB-), что выглядит справедливо на наш взгляд.

Первичный рынок

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/ Погаشه
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	-------------------	--------------------	-------------------------	-------------------

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	Амортиз. Дюрация
Россельхозбанк, БО-17	- / Va1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.3
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1

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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	evgenia.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

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.