

НОВАТЭК

Курсом на Ямал-СПГ

Цель: \$11,23 (+47,9%), ПОКУПАТЬ

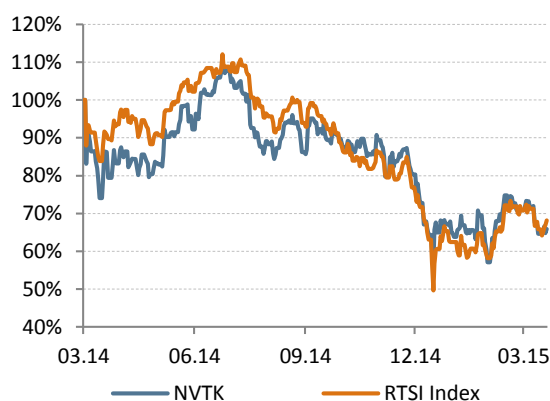
Аналитик: Танурков Василий
Эл. почта: VTanurkov@veles-capital.ru

Приняв во внимание финансовые результаты за 2014 г., а также изменения конъюнктуры рынка, мы обновили нашу финансовую модель и пересмотрели оценку справедливой стоимости НОВАТЭКа. Основываясь на оценке по методу дисконтированных денежных потоков (DCF), мы установили справедливую цену НОВАТЭКа на конец 2015 г. на уровне 11,23 долл. за обыкновенную акцию (наша предыдущая оценка на конец 2014 г. составляла 13,55 долл.). Потенциал роста к текущим котировкам оценивается в 47,9% и подразумевает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Чистая прибыль НОВАТЭКа по МСФО в 2014 г. снизилась в 2,3 раза по сравнению с 2013 г. – до 35,2 млрд руб. Выручка составила 357,64 млрд руб. (рост на 19,9%). EBITDA НОВАТЭКа и его дочерних обществ без учета эффекта от выбытия долей владения в совместных предприятиях составила 140,4 млрд руб., что на 15,1% выше показателя за 2013 г. Значительное снижение чистой прибыли компании связано в первую очередь с переоценкой валютного долга. В то же время операционные показатели компании демонстрируют стабильный рост – с учетом корректировки на выбывшую долю в Сибнефтегазе НОВАТЭК в прошедшем году существенно нарастил темпы роста добычи газа и жидких углеводородов, а также значительно увеличил объемы переработки. Добыча газа НОВАТЭКа за 2014 г. составила 62,13 млрд куб. м, что на 1,5% выше уровня, достигнутого в 2013 г. Без учета доли Сибнефтегаза рост добычи составил 11,3%. Добыча жидких углеводородов выросла за прошедший год на 27% – до 6,04 млн т. Объем переработки газового конденсата на Пуровском ЗПК вырос за год на 35,7% – до 6,6 млн т. Объем переработки стабильного газового конденсата в Усть-Луге вырос в 2,5 раза – до 4,7 млн т. По итогам 2015 г. мы ожидаем роста выручки компании на 13,7% – до 406,9 млрд руб., роста EBITDA на 8,4% – до 152,2 млрд руб. и роста чистой прибыли в 3,3 раза – до 116,5 млрд руб.

Дивиденды НОВАТЭКа за второе полугодие составят 5,2 руб. на акцию, дивиденды по итогам 2014 г. – 10,3 руб. на акцию по сравнению с 7,89 руб. на акцию годом ранее. По итогам 2015 г. мы ожидаем дальнейшего роста дивидендов – до 11,5 руб. на акцию (2,55% к текущим котировкам).

НОВАТЭК и Индекс РТС



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Информация о компании

Информация о НОВАТЭКе

Код Bloomberg	NVTK
Цена ао, долл.	7.59
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	6,52 / 12,66
Справедливая цена на конец года, долл.	11.23
Потенциал роста (об.), %	47.9
Количество акций (об.), млн шт. ¹	3 030
Рыночная капитализация, млн долл.	22 994
EPS 2014, долл.	0.32
EV, млн долл.	27 016

¹За вычетом казначейских акций

Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика финансовых показателей

	2013	2014	2015 (П)
Выручка, млн долл.	9 361	9 308	6 781
EBITDA, млн долл.	3 733	3 600	2 537
Чистая прибыль, млн долл.	3 454	971	1 942
EPS, долл.	1.14	0.32	0.64
Норма EBITDA, %	39.9	38.7	37.4
Норма чистой прибыли, %	36.9	10.4	28.6
EV / S	2.89	2.90	3.98
EV / EBITDA	7.24	7.51	10.65
P / E	6.66	23.69	11.84
ROIC, %	20.0	14.1	12.8
ROE, %	29.7	9.7	23.9

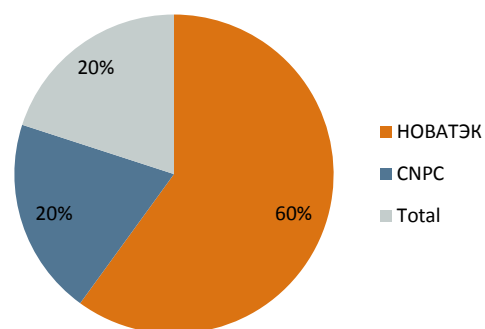
Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал



Ямал СПГ остается ключевым проектом с точки зрения перспектив развития компании. Запуск в промышленную эксплуатацию ожидается уже в 2017 г. Новости, связанные с проектом, могут стать заметными драйверами для котировок акций компании. Как сообщает РБК, по итогам одного из февральских совещаний у В. Путина по экономическим вопросам Правительству РФ совместно с НОВАТЭКом поручено рассмотреть вопрос о возможности уменьшения доли НОВАТЭКа в уставном капитале Ямал СПГ до уровня 50% акций плюс одна акция. **Продажа доли в Ямал СПГ может облегчить вопрос привлечения средств для развития проекта.** Вероятными инвесторами могут стать китайские или индийские компании. Исходя из стоимости сделки по продаже 20% доли французской Total в 425 млн долл., 10%-я доля может стоить порядка 200 млн долл. В случае продажи доли в проекте мы ожидаем умеренно позитивной реакции рынка, реакция во многом будет зависеть от статуса покупателя и его способности повлиять на развитие проекта.

Ямал СПГ уже привлек 75 млрд руб. у Фонда национального благосостояния через облигации, номинированные в долларах, и договорился о втором транше в 75 млрд руб., который может быть выдан только при условии получения заемного финансирования от коммерческих банков. При этом стало известно, что ВЭБ ведет переговоры с НОВАТЭКом о предоставлении кредита на Ямал СПГ в размере 1 млрд долл. Также сообщается, что глава французской Total Патрик Пуянне рассчитывает, что китайская доля в проектном финансировании Ямал СПГ составит 10-15 млрд долл. (из общей суммы 27 млрд долл.). До привлечения проектного финансирования участники проекта финансируют его самостоятельно – по итогам февраля в проект было инвестировано 9 млрд долл. **Новости о достижении конкретных договоренностей о финансировании с китайскими банками могут стать еще одним драйвером роста для НОВАТЭКа, при этом глава Total надеется на достижение таких договоренностей к середине текущего года.**

Доли участия в Ямал-СПГ



Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал



	2012	2013	2014	2015(П)	2016(П)		2012	2013	2014	2015(П)	2016(П)			
Отчет о прибылях и убытках						WACC								
Выручка	6 742	9 361	9 308	6 781	8 485	Безрисковая ставка, %		5,1	5,2	5,0	5,0			
Операционные расходы (без амортизац	-3 662	-5 628	-5 709	-4 243	-5 097	Налог на прибыль, %		19,8	30,1	12,8	12,8			
ЕБИТДА	3 080	3 733	3 600	2 537	3 389	Стоимость акционерного капитала (ао), %	13,7	13,8	13,7	13,5				
Амортизация	-357	-424	-447	-307	-356	Систематический риск акций, %		5,0	5,0	5,0	5,0			
ЕВИТ	2 723	3 309	3 153	2 230	3 033	Beta leveraged		1,2	1,2	1,2	1,1			
Разовые статьи	148	1 094	-1 027	0	0	Специфический риск компании, %		2,8	2,8	2,8	2,8			
Процентные расходы	-103	-168	-149	-106	-91	Стоимость долга, %	9,5	9,4	9,4	9,4				
Неоперационные доходы/расходы	-12	70	-602	111	108	Специфический риск компании, %		4,6	4,7	4,5	4,4			
Прибыль до налогообложения	2 755	4 305	1 375	2 235	3 049	WACC, %	12,0	12,2	12,4	12,8				
Налог на прибыль	-536	-854	-415	-286	-390	Свободный денежный поток								
Доля меньшинств	1	2	10	-7	-10	НОПАТ				1 945	2 645			
Чистая прибыль	2 220	3 454	971	1 942	2 650	Амортизация				303	351			
Баланс						Капитальные затраты				-1 337	-1 488			
Долгосрочные активы	12 939	16 187	14 902	10 573	11 425	Изменение чистого оборотного капитал				-95	-252			
Основные средства и нематериальные	6 308	7 651	7 593	5 722	6 513	Свободный денежный поток				816	1 256			
Прочие долгосрочные активы	6 632	8 536	7 309	4 851	4 912	Ставка дисконтирования, %				12,4	12,8			
Краткосрочные активы	1 861	2 588	3 295	2 415	2 975	Коэффициент дисконтирования				0,89	0,79			
Оборотные активы	1 609	1 291	2 053	1 436	1 748	Дисконтированный свободный денежный				725	990			
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	Оценка стоимости обыкновенной акции								
Денежные средства	252	1 297	1 241	978	1 227	Ставка роста в постпрогнозный период, %					3,0			
Итого активы	14 800	18 775	18 196	12 987	14 400	Сумма дисконтированного денежного потока (+)					10 519			
Средства акционеров	9 309	11 713	10 076	8 169	9 905	Дисконтированная продленная стоимость (+)					28 794			
Акционерный капитал	9 269	11 623	10 014	8 122	9 849	Стоимость бизнеса компании					39 314			
Доля меньшинств	40	90	62	47	55	Стоимость чистого долга (-)					5 319			
Долгосрочные обязательства	3 729	5 183	6 007	3 442	3 027	Доля миноритарных акционеров (-)					62			
Долгосрочные займы	3 126	4 446	5 328	3 007	2 603	Привилегированные акции (-)					0			
Прочие долгосрочные обязательства	604	737	680	435	424	Стоимость акционерного капитала					33 933			
Краткосрочные обязательства	1 762	1 880	2 114	1 376	1 469	Фундаментальная стоимость ао, долл.					11,23			
Краткосрочные займы	1 108	754	1 067	602	521	Чувствительность								
Оборотные обязательства	653	1 125	1 047	774	948	WACC	TGR	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
Итого обязательства и средства акционе	14 800	18 775	18 196	12 987	14 400	2,0		-28,31	-26,26	-24,04	-21,62	-18,99	-16,1	-12,93
Движение денежных средств						1,0		-20,25	-17,71	-14,93	-11,89	-8,55	-4,86	-0,75
Основная деятельность	2 541	2 879	3 073	2 248	3 001	тек.		-10,63	-7,42	-3,89	+0	+4,33	+9,16	+14,59
Чистая прибыль (включая долю меньши	2 220	3 454	971	1 942	2 650	-1,0		+1,05	+5,16	+9,72	+14,82	+20,55	+27,05	+34,46
Амортизация	357	424	447	307	356	-2,0		+15,46	+20,85	+26,9	+33,75	+41,58	+50,6	+61,11
Изменение оборотного капитала	-15	-18	-4	-2	-4	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Прочее	-21	-981	1 660	0	0	EV / Sales		4,0	2,9	2,9	4,0	4,0	3,2	
Инвестиционная деятельность	-2 688	-3 155	-1 236	-1 337	-1 488	EV / EBITDA		8,8	7,2	7,5	10,6	8,0		
Приобретение внеоборотных активов	-1 194	-1 605	-1 464	-1 167	-1 298	EV / EBIT		9,9	8,2	8,6	12,1	8,9		
Приобретение/продажа дочерних комп	(1516)	(91)	1242	(171)	(190)	P / E		10,4	6,7	23,7	11,8	8,7		
Прочее	22	-1 459	-1 014	0	0	P / BV		2,5	2,0	2,3	2,8	2,3		
Финансовая деятельность	-236	1 290	-1 893	-1 174	-1 264	EV / FCF		37,0	30,1	30,0	33,1	21,5		
Изменение долга	1 302	966	1 194	-2 785	-485									
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	1									
Выплата дивидендов	-630	-691	-754	-233	-707									
Прочее	-908	1 015	-2 333	1 844	-73									
Влияние курсовых разниц	9	31	0	0	0									
Изменение денежных средств	-375	1 045	-56	-263	249									
Козфициенты														
Рентабельность EBITDA, %	45,7	39,9	38,7	37,4	39,9									
Рентабельность чистой прибыли, %	32,9	36,9	10,4	28,6	31,2									
EBITDA / процентные расходы, 1x	29,8	22,2	24,2	23,9	37,1									
Инвестиции / выручка, %	17,7	17,1	15,7	17,2	15,3									
ROE, %	23,9	29,7	9,7	23,9	26,9									
ROIC, %	20,2	20,0	14,1	12,8	24,5									
Долг / EBITDA	1,4	1,4	1,8	1,4	0,9									
Чистый долг / EBITDA	1,3	1,0	1,4	1,0	0,6									
Долг/Собственный капитал	0,5	0,4	0,6	0,4	0,3									

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2015 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
MKantolinsky@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика
AKostyukov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua
