Нефть и газ

Nostrum Oil and Gas

Обзор результатов за 9М2016 г.

20 Декабря 2016 г.

Алтынай Ибраимова

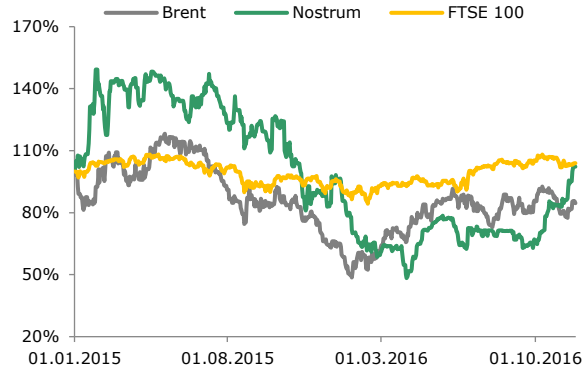
a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	NOG LN
Рекомендация	**Продавать**
Текущая цена, GBp/акцию (19.12.2016)	423
Целевая цена (12-мес), GBp/акцию	351
Ожидаемый потенциал роста/снижения	**-17%**
Кол-во простых акций, млн	188
Средний ежедневный объем торгов за 3М, $	298 178
Доля акций в свободном обращении	60%
Рыночная капитализация ($ млн)	816
Основные акционеры:	
MaiFair Investments	26%
Clarement Holdings	13%
Baring Vostok Co.	10%

Фин. показатели (млн $)	2015Ф	2016П	2017П
Доходы	449	327	589
EBITDA	229	152	356
Чистая прибыль	-94	-85	94
Собственный капитал	774	823	917
Чистый долг	781	845	861
EPS ($)	-0.5	-0.5	0.5
Оценка	**2015Ф**	**2016П**	**2017П**
Чистый долг/EBITDA (x)	3.4	5.5	2.4
Долг/Капитал	0.4	0.4	0.4
EV/Sales	4.3	6.1	3.4
EV/EBITDA (x)	8.4	13.1	5.7
P/E (x)	н/д	-13.5	12.3
P/B (x)	1.5	1.4	1.3
Динамика стоимости акций	**Абс.**		**Отн. FTSE 100**
1М	6%		2.3%
3М	57%		53.8%
С начала года	4%		-10.9%
Максимум за 52 недели	467		-
Минимум за 52 недели	203		-

Источник: данные компании, Блумберг, прогноз ХФ

Рис 2. Динамика цен на нефть, доходность акций NOG, индекс FTSE 100.



Источник: Блумберг

С момента нашего последнего отчета акции Nostrum Oil and Gas (NOG) поднялись на 65%. Внушительный рост стоимости акций в отсутствие триггеров позволяет нам рассмотреть более оптимистичный сценарий прогноза цен на нефть. Тем временем, результат перехода на экономичный тип бурения сдерживает наши ожидания по поводу достижения хотя бы минимальных уровней добычи, заявленных Компанией. Закладывая рост ключевого фактора – цены на нефть, мы повышаем нашу целевую цену до GBP351/акцию. Однако, 13 декабря акции NOG обновили годовой максимум, закрывшись на отметке GBP467/акцию. Учитывая резкий, и, по нашему мнению, неоправданный рост котировок, мы считаем целесообразным зафиксировать прибыль на текущих уровнях в связи с чем рекомендуем «Продавать» акции NOG.

Обзор финансовых результатов за 9М2016г. В связи с падением средней цены нефти на 16% (г/г) и снижением среднесуточной добычи на 12% (г/г), выручка Nostrum за 9М2016г. сократилась на 35% (г/г) и составила $245млн (-35% г/г). Компания вдвое сократила экспортные продажи, в то время как выручка от продаж на внутреннем рынке увеличилась в 2.8 раза (г/г). Соотношение экспортных и внутренних продаж составляет 70/30. При том, что себестоимость снизилась всего на 1% (г/г), Компании удалось заметно оптимизировать операционные расходы. Однако эффект от убытка по производным финансовым инструментам в размере $47млн нивелировал сокращение затрат, в результате чего по итогам 9М2016г. Компания признала чистый убыток в $64млн, превышающий результат 9М2015г. в 3.5 раза. Без учета убытка по деривативам, чистый убыток составляет $14млн и ниже на 78% (г/г). Среднесуточная добыча за 9М2016г. составила 38.9 тыс. бнэс, снизившись за год на 12%, в основном в связи с переходом на более экономичный наклонный тип бурения. Текущий уровень добычи превышает 44 тыс. бнэс, при том, что прогнозируемый уровень добычи на весь 2016г. продолжает составлять 40 тыс. бнэс.

Прогнозы добычи и цен. Учитывая обновленные данные консенсус-прогноза Bloomberg на текущий период, мы изменили модель, повысив прогноз цен на нефть в 2016-2020гг. в среднем на 15%. Поскольку цена на нефть является основным триггером, изменение прогнозов оказало весомый эффект на целевую цену. В итоге наша целевая цена составила GBP351/акцию, что выше прежней целевой цены на 11%, но ниже текущей цены на 21%.

Несмотря на повышение прогноза по ценам на нефть, рентабельность Компании все еще находится под давлением снижающихся объемов производства в результате перехода на наклонный тип бурения. Исходя из текущих результатов, в 2017г. мы не ожидаем значительного улучшения финансовых показателей, что, по нашему мнению, оправдано сохраняющимися низкими ценами на нефть, при которых Компании будет накладно придерживаться планового завершения строительства УПГ-3 и достижения заявленных уровней добычи. Напомним, что завершение УПГ-3 компания планировала в 2016 г., однако ввиду низких цен на нефть и с учетом корректировок касательно капитальных расходов на

Рис. 3. Финансовые показатели

В млн. $	9М2015	9М2016	г/г
Выручка	375	245	-35%
Себестоимость	(147)	(146)	-1%
Валовая прибыль	**228**	**99**	**-57%**
Общие и административные расходы	(37)	(28)	-24%
Расходы на реализацию и транспортировку	(75)	(56)	-26%
Финансовые затраты	(36)	(32)	-9%
Финансовые затраты - реорганизация	(1)	-	-100%
Корректировка до справ. стоимости опционов на акции сотрудников	1	2	237%
Убыток от курсовой разницы	(15)	(1)	-95%
Убыток по производным финансовым инструментам	24	(47)	-297%
Доход по процентам	0	0	60%
Прочие доходы	9	7	-24%
Прочие расходы	(16)	(6)	-59%
(Убыток)/прибыль до налогов	**84**	**(60)**	**-172%**
Расходы по КПН	(102)	(4)	-96%
(Убыток)/прибыль за период	**(18)**	**(64)**	**257%**

Источник: Данные Компании

бурение и строительство УПГ-3, завершение УПГ-3 произойдет не ранее 2017-2018 гг.

Рис. 4. Прогнозы по добыче и ценам на нефть на 2016-2022гг.

Цены на сырье	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Брент $/баррель, ХФ	43	50	55	62	64	67	70
Брент $/баррель, Bloomberg	50	55	62	62	65	68	70
СУГ ($/тонну)	336	353	410	509	529	550	573
Природный газ ($/БТЕ тыс.)	2.3	2.9	3.0	3.0	3.1	3.3	3.4
Добыча (тыс. бнэд), ХФ	38	50	60	80	90	100	110
Добыча (тыс. бнэд), Nostrum min	40	40	60	90	110	-	-
Добыча (тыс. бнэд), Nostrum max	40	60	90	100	110	-	-

Источник: Данные компании, прогноз Халык Финанс

Контракт на хеджирование. Контракт на хеджирование имеет срок действия в 24 месяца, со сроком погашения в декабре 2017г., и произведением денежных расчетов на ежеквартальной основе. Пут опцион, купленный в рамках договора хеджирования, на конец 9М2016г. не реализован и без учета убытка по деривативам в размере $47млн, чистый убыток Компании составляет $14млн. В случае превышения цены на нефть $49,16 за баррель на момент реализации пут опциона, мы отмечаем высокую вероятность получения значительного убытка.

Повышение 12М ЦЦ до GBp 351/акцию, рекомендация «Продавать». Учитывая скорректированный консенсус-прогноз Bloomberg по ценам на нефть, который превышает наши ожидания в среднем на 15%, мы повышаем нашу целевую цену до GBP351/акцию. Принимая во внимание резкий рост котировок и сохраняя наши ожидания по поводу труднодостижимости Компанией заявленных планов, мы рекомендуем «Продавать» акции NOG. Мы также считаем, что сдерживающим фактором выступит кредитный риск: у Компании имеются долговые обязательства с погашением в 2019г. в размере $960 млн.

Рис. 5. Оценка

		2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Выручка		327	589	782	1 043	1 230	1 430	1 619
Операционные расходы		302	353	398	488	544	604	667
EBIT		25	235	383	555	686	826	952
-	Прочие налоги	-26	-44	-61	-81	-93	-110	-123
+	Прочие фин. Доходы	0	1	0	0	1	1	1
-	КПН	-1	-68	-114	-178	-219	-269	-318
+	Амортизация	128	121	122	132	142	152	164
-	Капитальные затраты	-172	-258	-254	-269	-327	-332	-386
-	Изменение оборотного капитала	-22	-33	-24	-21	-47	-60	-3
Свободные денежные потоки		-69	-46	52	138	142	207	286
WACC		13.7%						
PV (сумма своб. ден. потоков)		439						
PV (терминальной стоимости)		1 201						
EV		1 640						
Чистый Долг		777						
Капитал		954						
Курс $/GBP		1,3						
Целевая цена 12М (GBp)		**351**						

Источник: Расчеты ХФ

Анализ чувствительности. При объявлении операционных итогов за 9М2016г, руководство Nostrum заявило о том, что завершение строительства УПГ-3 остается запланированным на 2017г. Кроме того, Компания продолжает придерживаться амбициозных планов, рассматривая вероятность достижения как минимально допустимых, так и максимально возможных уровней среднесуточной добычи (рис. 4).

При условии достижения Компанией максимальных целевых результатов, потенциальная целевая цена может достичь

GBP747/акцию (см. приложение 2). Учитывая, что Компания на сегодняшний день все еще не достигла целевого уровня по добыче на 2016г. мы посчитали нужным заложить в модель нижнюю границу целевого диапазона. Так, при условии достижения Компанией минимальных уровней по среднесуточной добыче, наша целевая цена составит GBP604/акцию.

Риски и перспективы роста. Изменения в рыночной цене сырой нефти выступают основным риском для деятельности Nostrum Oil and Gas, поскольку формирование цен на весь объем сырой нефти, конденсата и сжиженного природного газа прямо или косвенно зависит от цен на нефть.

От цены на нефть также зависит результат сделки хеджирования. В случае, если на момент реализации пут опциона цена на нефть будет выше $49,16 за баррель, Компания подвержена риску получения значительного убытка, который как в случае с итогами 1П2016 г. может негативно сказаться на финансовом результате.

Не менее значимым мы отмечаем и кредитный риск. На конец 9М2016 г. общая задолженность Компании остается на уровне $960 млн и чистый долг – около $867 млн.

Дополнительные риски — это страновые риски, регуляторные риски. В частности, Компания подвержена риску разногласия с Правительством Казахстана относительно ее деятельности по недропользованию или выполнению требований договоров по недропользованию.

Приложение 1. Прогноз финансовой отчетности компании NOG, млн $, кроме данных за ГДР

Отчет о прибылях и убытках	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Выручка	449	327	589	782	1 043	1 230	1 430	1 619
Себестоимость (вкл. амортизацию)	(187)	(189)	(205)	(227)	(272)	(305)	(338)	(374)
Валовая прибыль	262	138	384	555	770	925	1 091	1 245
Административные расходы	(49)	(39)	(45)	(46)	(46)	(46)	(47)	(48)
Расходы на транспортировку и маркетинг	(93)	(74)	(104)	(126)	(169)	(192)	(218)	(245)
Операционная прибыль	120	25	235	383	555	686	826	952
Износ и амортизация	109	128	121	122	132	142	152	164
EBITDA	229	152	356	505	687	828	978	1 116
Финансовые расходы	(44)	(42)	(42)	(47)	(49)	(70)	(68)	(61)
Амортизация дисконта	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)	(4)	(5)
Прибыль по деривативу	37	(41)	-	-	-	-	-	-
Убыток по курсовой разнице	(21)	(7)	-	-	-	-	-	-
Прочие налоги (эксп. там. пошлина)	(15)	(13)	(21)	(30)	(41)	(46)	(55)	(61)
Прочие неопер. доходы	13	8	14	19	26	30	35	40
Прочие неопер. расходы	(17)	(13)	(23)	(30)	(40)	(48)	(55)	(63)
Прибыль до вычета налогов	72	(84)	161	292	448	549	678	803
Налог на прибыль	(167)	(1)	(68)	(114)	(178)	(219)	(269)	(318)
Чистая прибыль	(94)	(85)	94	178	270	330	409	485
Доходность $/ГДР	(0.5)	0.3	0.5	0.9	1.4	1.8	2.2	2.6
Дивиденды $/ГДР	-	-	-	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5

Балансовый отчет	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Денежные средства и их эквиваленты	166	100	100	100	120	130	145	160
Краткосрочные инвестиции	-	102	-	17	21	26	34	47
Дебиторская задолженность	31	24	40	51	57	101	118	133
Товарно-материальные запасы	29	21	30	37	50	58	69	75
Деривативы	54	-	-	-	-	-	-	-
Расходы будущих лет (предоплата)	27	23	35	46	60	61	100	97
Предоплата по налоговым обяз-вам	27	20	35	47	63	74	86	89
Итого текущие активы	334	290	241	299	372	450	551	601
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	1 606	1 685	1 842	1 996	2 155	2 340	2 520	2 742
Гудвилл	32	32	32	32	32	32	32	32
Геологоразведочные активы	37	35	42	56	63	70	77	77
Наличные, в ограниченном использовании	5.4	5	5	5	5	5	5	5
Авансы	131	136	163	217	245	272	299	299
Деривативы	43							
Итого активы	2 188	2 184	2 326	2 606	2 872	3 169	3 484	3 756
Краткосрочный долг	15	-	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	41	30	44	55	73	85	97	109
Прочие текущие обязательства	52	15	21	27	36	41	47	53
Итого текущие обяз-ва	109	45	65	82	109	126	144	163
Долгосрочный долг	936	942	966	1 044	1 044	1 044	994	844
Отложенные налоговые об-ва	348	348	348	348	348	348	348	348
Прочие долгосрочные обязательства	22	26	30	38	42	46	50	50
Итого обяз-ва	1 415	1 360	1 409	1 511	1 543	1 564	1 536	1 404
Капитал	1	1	1	1	1	1	1	1
Нераспределенная прибыль	772	822	916	1 094	1 328	1 604	1 947	2 351
Акционерный капитал	774	823	917	1 095	1 329	1 606	1 949	2 352
Итого обяз-ва и капитал	2 188	2 184	2 326	2 606	2 872	3 169	3 484	3 756

Отчет о движении денежных средств	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Операционная деятельность								
Денежные средства от операционной деятельности	153	268	110	215	350	395	471	646
Инвестиционная деятельность								
Денежные средства от инвестиционной деятельности	(245)	(275)	(156)	(272)	(273)	(331)	(340)	(399)
Финансовая деятельность								
Денежные средства от финансовой деятельности	(116)	31	(45)	57	(57)	(54)	(116)	(232)

Источник: Данные Компании и прогнозы ХФ

Приложение 2. Анализ чувствительности

Чувствительность целевой цены к цене на нефть и добычу в 2017 г.

Добыча, тыс. бнэд	Цена на нефть,$/баррель							
	40	50	47	49	50	55	53	57
20	269	275	273	274	275	277	276	278
30	289	297	295	296	297	301	299	303
40	309	319	316	318	319	325	323	327
50	328	342	338	341	342	351	347	354
60	350	370	364	368	370	380	376	384
70	374	397	390	395	397	409	404	413
80	399	425	417	422	425	438	433	443
90	423	452	443	449	452	467	461	473
100	447	480	470	477	480	496	490	503
110	471	507	496	504	507	525	518	533

Источник: Расчеты ХФ

Чувствительность целевой цены при достижении нижних границ плановой добычи

Добыча, тыс. бнэд	Цена на нефть,$/баррель							
	40	50	55	62	64	67	70	75
40	669	682	689	698	701	705	708	715
50	693	710	718	729	732	737	742	751
60	717	737	747	761	765	770	776	786
90	790	819	834	855	861	870	879	893
95	802	833	849	871	877	886	896	911
100	814	847	863	886	893	903	913	929
105	826	861	878	902	909	919	930	947
110	838	874	893	918	925	936	947	965
115	850	888	907	934	941	952	964	983
120	863	902	922	949	957	969	981	1001

Источник: Расчеты ХФ

Чувствительность целевой цены при достижении верхних границ плановой добычи

Добыча, тыс. бнэд	Цена на нефть,$/баррель							
	40	50	55	62	64	67	70	75
38	581	593	599	607	610	613	617	623
40	585	598	604	614	616	620	624	630
50	609	625	633	645	648	653	658	666
60	633	652	662	676	680	686	692	702
90	705	735	750	770	776	785	794	809
100	730	762	779	802	808	818	828	845
105	742	776	793	818	824	835	845	862
110	754	790	808	833	840	851	862	880
115	766	804	823	849	857	868	879	898
120	778	817	837	865	873	884	896	916

Источник: Расчеты ХФ

Приложение 3. Краткое описание компании

Nostrum Oil and Gas независимая нефтегазовая компания, основной деятельностью которой является добыча, разработка и разведка нефтегазовых месторождений в прикаспийском бассейне Казахстана. Компания имеет четыре лицензионных участка и основным разрабатываемым участком в данный момент является Чинаревское месторождение, площадь которого составляет около 274 кв.км (срок действия лицензии до 2031-2033 гг). В данное время на Чинаревском месторождении добыча ведется на 21 нефтяной и 17 газоконденсатных скважинах.

Доказанные и вероятные запасы (2P) компании на конец 2015 г. по данным Ryder Scott составили 470 млн баррелей, 80%-в которых приходится на Чинаревское месторождение. По запасам, сырая нефть и конденсат составляют около 31%, СУГ (11%) и природный газ (39%).

Средние ежедневные темпы добычи составили 40,4 тыс бнэд в 2015г. и максимальная средняя ежедневная добыча была в 2013 г. достигла 46.2 тыс бнэд.

Доля экспорта составляет 85% для нефти, 100% для конденсата, 100% для сжиженного газа и 75% для природного газа. По данным компании размер скидки на внутренний составляет около 50%.

Основные стратегические цели компании – это увеличение уровня добычи до 110 тыс бнэд, в основном за счет увеличения объемов бурения и количества скважин, а также за счет строительства третьей линии установки по подготовки газа (УПГ-3), которая позволит компании увеличить производственные мощности по переработке газа до 4,2 млрд куб. м. в год. В текущий момент мощность 1-й и 2-й линий составляет 1,7 млрд куб. м. газа в год. Строительство УПГ-1 и 2 было осуществлено для переработки сырого газа из газоконденсатных пластов и попутного газа, получаемого при переработке нефти в смесь конденсата, СУГ и сухого газа.

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».
Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.
Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».
© 2016, все права защищены.

Департамент исследований	**Управление**	**E-mail**
Мурат Темирханов	Директор	m.temirkhanov@halykfinance.kz
Асан Курманбеков	Макроэкономика	a.kurmanbekov@halykfinance.kz
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика	e.arnabekova @halykfinance.kz
Станислав Чуев	Долговые инструменты	s.chuyev@halykfinance.kz
Азамат Талгатбеков	Долговые инструменты	a.talgatbekov@halykfinance.kz
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты	a.ibraimova@halykfinance.kz
Диас Кабылтаев	Долевые инструменты	d.kabyltayev@halykfinance.kz
Департамент продаж	**Инвесторы**	**E-mail**
Мария Пан	Директор	m.pan@halykfinance.kz
Динара Асамбаева	Институциональные	d.asambayeva@halykfinance.kz
Айжана Туралиева	Институциональные	a.turaliyeva@halykfinance.kz
Дарья Манеева	Розничные	d.maneyeva@halykfinance.kz
Сабина Муканова	Розничные	s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77 Вн. 3320
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance