

### Зародилось «зерно сомнения» Обзор операционных результатов за 9М2015

Ноябрь 5, 2015

**Гульмария Жапакова**  
g.zhapakova@halykfinance.kz  
+7(727)2446538

Рекомендация	Держать
Целевая цена (GBp)	540
Потенциал роста	20,6%
Тикер	NOG LN
Reuters код	NOGN. L
Цена (GBp)	447,5
<b>Данные по акциям</b>	
Кол-во простых акций (млн)	188
Доля акций в св. обр. (%)	57%
Рыночная капитализация (\$млн)	1 289
<b>Основные акционеры:</b>	
MaiFair Investments	26%
Clarement Holdings	17%
Baring Vostok Co.	15%

Фин. показатели (\$млн)	2013Ф	2014Ф	2015П
Выручка	782	465	503
ЕВITDA	498	229	241
Чистая прибыль	146	-7	-7
EPS	0,8	0,0	0,0
Чистый долг	540	767	842

Оценка	2013Ф	2014П	2015П
P/E (x)	8,8	N/A	N/A
P/B (x)	1,4	1,5	1,5
EV/ЕВITDA (x)	3,7	9,0	8,8
Див. доход-сть	5,0%	3,8%	N/A
RoE	16,7%	-0,6%	-0,8%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн*
1М	-3,2%	-8,1%
3М	-13,6%	-8,6%
12М	-32,8%	-29,8%
Максимум за 52 недели	1077	7123
Минимум за 52 недели	649	5768

\* по отношению к FTSE 100

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

### Операционные результаты за 9М2015

Ежедневная добыча нефти и газа за 9М 2015 снизилась на 2,6% г/г до 44 тыс. бнэд и ожидаемое производство в 2015 снизится до 40-42 тыс. бнэд, ввиду незапланированных ремонтно-строительных работ, проводимых на экспортном газопроводе в сентябре-октябре 2015 года. По нашей оценке, ежедневная добыча в 4 квартале 2015 года будет рекордно низкой и составит 32 тыс. бнэд. Однако, несмотря на достаточно низкие показатели добычи в 2П2015 года, Nostrum подтвердил, что производство в 2016 составит 45 тыс. бнэд, и в 2017 году NOG планирует увеличить ежедневную добычу на 26 тыс. бнэд до 70 тыс. бнэд, и в 2018 году добыча составит 100 тыс. бнэд. Так, согласно опубликованным производственным данным за 9М2015 года, программа бурения на 2015 год идет согласно плану, и в течение 9М пробурено шесть скважин: одна газоконденсатная была завершена в 3кв2015, две добывающие скважины и одна оценочная запланированы на завершение в 4 квартале 2015 года. За 2015 год дистрибуция по продаже природного газа изменилась. Так, начиная с 1П2015 года, Nostrum экспортирует 75% сухого газа и 25% продается на внутреннем рынке. В прошлом, NOG продавал 100% природного газа на внутреннем рынке. По нашим расчетам, ввиду увеличения экспортных поставок, в 2015 году выручка NOG увеличилась в среднем на 7%-10%.

Мы обновили нашу модель с учетом сниженного производственного результата Nostrum Oil & Gas за 9М 2015, прогнозируемого нами среднего уровня добычи на 2015-2020 годы и фьючерсных цен на сырую нефть и газ.

Осознавая риск, что текущие низкие цены на нефть могут повлиять на завершение проекта ГПЗ-3 и программу по бурению, а также производственные и финансовые риски, мы придерживаемся более консервативного мнения касательно роста добычи нефти и газа в 55% г/г в 2017 году и 42.8% г/г в 2018 году. Мы полагаем, что непредвиденные ремонтные работы, проводимые на экспортном газопроводе в 3-4 кварталах 2015, и связанные с ними расходы и потеря добычи могут повториться и в будущем.

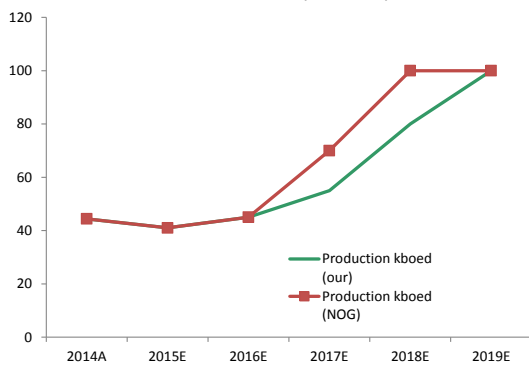
Согласно расчетам, мы сохраняем рекомендацию по GDR NOG **Держать** с 12М целевой ценой **GBp 540**.

## Финансовые результаты за 9М2015

Согласно опубликованным данным, выручка за 9М составила \$370 млн, что на 40,3% меньше г/г, чистый долг увеличился \$40 млн, и составил \$750 млн.

NOG подтвердил сохранение бюджета проекта ГПЗ-3 в размере \$500 млн. Так, расходы к настоящему времени составили \$224 млн, и оставшиеся расходы по проекту на 2016 год составляют \$96 млн и в 2017 году – \$180 млн.

Рис 1. Ожидаемые объемы добычи (тыс. бнэд)



Источник: Исследования ХФ, Данные Компании

## Наши прогнозы

В наших расчетах и модели, мы придерживаемся прогнозируемых компанией Nostrum показателей добычи в 2016-2019, но с корректировкой на более плавный рост, и в 2016 году на уровне 45 тыс бнэд, в 2017 году с увеличением до 55 тыс бнэд, в 2018 до 80 тыс бнэд, и в 2019 году до целевых 100 тыс бнэд. Так, ожидаемая нами выручка за 3 и 4 кв 2015 составит \$191 млн, выручка за 2015 года \$465 млн (снижение на 40.4% г/г), маржа операционной прибыли 23% (снижение на 24.6 пп г/г).

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Производство бнэд (ХФ)	44	41	45	55	80	100
Производство бнэд (NOG)	44	41	45	70	100	100

## Чистая прибыль и дивиденды

По нашей оценке, чистая прибыль за 2015 год будет отрицательной и составит \$-6,9 млн, ввиду сниженных показателей производства во 2П2015 года, роста расходов компании на ремонт газопровода, и уменьшения экспортной выручки во 2П2015 года ввиду нулевой доли продаж нефти на местный рынок за 1П2015 года. Так, учитывая отрицательную прибыль (дивидендная политика 20%), мы не ожидаем дивидендов по итогам 2015 года.

## Долговые обязательства

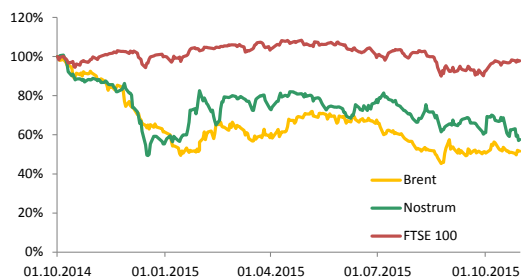
Для проектов роста (ГПЗ 3 и программы бурения), NOG привлек \$933 млн долларов в виде облигаций в 2012-2014 годах, и на 27.10.2015 чистый долг составил \$750 млн.

По нашей оценке, с учетом более плавного роста добычи и достижения целевых объемов добычи в 70-100 тыс бнэд в 2017-2019 годах, показатель чистого долга увеличится до \$844 млн в 2016 году, но будет идти на понижение после завершения строительства ГПЗ-3, и составит \$728 млн в 2017 году, \$596 млн в 2018 году. Однако, по нашим расчетам, в 2019 году NOG рефинансирует \$500 млн на погашение облигаций 2012-2014 годов.

Таблица 1. Прогноз финансовых показателей, 2015-2018 гг

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Чистая прибыль \$ млн	146	-7	-7	63	225
ЕБИТДА маржа	64%	49%	48%	55%	59%
ЕБИТДА, \$ млн	498	229	241	369	596
Чистый Долг/ЕБИТДА	1,09	3,3	3,5	2,1	1,1

Источник: исследования ХФ, данные компании

**Рис. 2 Доходность FTSE 100, NOG and цен на нефть Brent, 2014-2015**


Источник: Bloomberg, исследования ХФ

### 12M целевая цена и ожидаемая доходность

GRD Nostrum снизились на 32,8% г/г, в то время как цена на сырую нефть Brent снизилась на 41,3% г/г. С учетом текущих низких цен на нефть, которые могут повлиять на завершение амбициозного проекта ГПЗ-3 и темпов бурения, нашим прогнозам по росту добычи на 2017-2020 года, финансовых показателей, мы оставляем рекомендацию Держать с целевой 12M ценой в GBp 540. Ожидаемый рост – 20,6% к текущей цене GBp 447,5.

**Таблица 2. Прогноз FCF**

	2П2015	2 016	2 017	2 018	2 019
Выручка	191	503	674	1 009	1 298
Операционные расходы	169	384	439	529	616
ЕБИТ	23	119	235	480	682
- Прочие расходы (доходы)	17	19	23	33	42
- КПН	(9)	43	73	142	210
+ Амортизация	57	123	134	116	117
- Капекс	165	270	150	162	144
- Изменение оборотного капитала	-	1	12	23	23
Свободные денежные потоки	(94)	(91)	111	235	380
PV (Капитал)	1 555				
Целевая цена 12M	540				

### Основные риски

Основные риски компании — это цены на нефть и газ, операционные, финансовые, и страновые. Так, при задержке достижения целевых объемов добычи в 2017 году и объеме добычи 40-45 бнэд, цене \$45-\$55/баррель, целевая цена 12M GBp 460-477/GDR.

**Таблица № 3. Анализ чувствительности по цене на нефть, добычи в тыс. бнэд**

		Цена на нефть/баррель							
		45	53	55	60	62	70	75	80
бнэд	40	460	473	477	485	489	503	511	519
	45	476	490	494	504	508	523	532	542
	50	491	506	512	522	526	543	554	564
	55	506	523	529	540	545	564	575	587
	60	521	540	546	558	564	584	597	609
	65	536	556	563	576	582	604	618	632
	70	551	573	580	595	601	625	639	654
	80	581	606	615	631	638	665	682	699
	100	641	673	683	704	713	747	768	789

Источник: Исследования ХФ, Данные компании

### Оценка по сравнимым компаниям

NOG торгуется с небольшой премией относительно медиане таких мультипликаторов, как EV/Revenue (3.2x), EV/EBITDA (5.6x), Market Cap/Revenue (2.0x), P/B (10.0x), но с дисконтом относительно среднего значения. В оценке мы используем медиану, как более подходящее значение для сравнения по мультипликаторам.

Мы считаем, что премия обоснована, учитывая тот факт, что маржа EBITDA NOG занимает пятое место среди 19 сравнимых компаний (NOG – 57,7%, по сравнению с медианой в 33,Х% и средним значением 41,5%), Маржа чистой прибыли NOG – 11.4%, что выше медианы 1.9% и среднего значения в -19.1%. Однако, платежеспособность NOG по долгу ниже, чем у сравнимых компаний: Чистый Долг/Капитал = 2,0x, что выше медианы в 1,7x.

**Таблица 4. Анализ сравнимых компаний**

Название Компании	TEV/Total Revenues LTM - Latest	TEV/EBITDA LTM - Latest	NTM TEV/Forward Total Revenue (Capital IQ)	Market Cap/Total Revenues LTM - Latest	P/Normalized EPS LTM - Latest	P/BV LTM - Latest	LTM EBIT / Interest Exp.	LTM Net Debt/EBITDA
BG Group plc (LSE:BG.)	3,9x	10,8x	3,43x	3,3x	36,7x	1,8x	14,32x	1,65x
Premier Oil plc (LSE:PMO)	2,0x	3,1x	2,22x	0,4x	19,9x	0,4x	2,31x	2,42x
PAO Tatneft (MICEX:TATN)	1,3x	4,7x	0,98x	1,4x	9,5x	1,3x	19,86x	NM
Public Joint Stock Company Oil Company LUKOIL	0,3x	2,8x	0,38x	0,3x	10,2x	0,4x	7,96x	0,70x
DNO ASA (OB:DNO)	4,5x	19,9x	3,00x	4,2x	NM	2,0x	NM	1,20x
Tullow Oil plc (LSE:TLW)	3,7x	5,3x	3,62x	1,6x	NM	0,8x	NM	2,88x
Public Joint Stock Oil Company Bashneft (MICEX:BAHE)	0,6x	3,5x	0,56x	0,5x	6,9x	1,3x	4,78x	0,97x
Public Joint Stock Company Gazprom (MICEX:GAZP)	0,9x	2,9x	0,78x	0,6x	10,6x	0,3x	21,64x	0,90x
Open Joint Stock Company Surgutneftegas (MICEX:SNGS)	0,7x	2,2x	0,51x	1,4x	1,9x	0,4x	14,51x	NM
Lundin Petroleum AB (publ) (OM:LUPE)	13,4x	16,0x	7,13x	7,6x	NM	17,4x	NM	6,85x
Open Joint Stock Company Rosneft Oil Company (LSE:ROSN)	0,9x	4,5x	0,92x	0,5x	9,7x	0,8x	4,50x	2,20x
Det Norske Oljeselskap ASA (OB:DETNOR)	3,4x	4,8x	2,79x	1,3x	13,1x	2,0x	2,92x	2,96x
Joint Stock Company NOVATEK (LSE:NVTK)	4,7x	17,9x	3,54x	4,1x	57,3x	4,4x	17,45x	1,70x
JSC KazMunaiGas Exploration Production (LSE:KMG)	NM	NM	NM	0,9x	NM	0,4x	NM	NM
Nostrum Oil & Gas Plc (LSE:NOG)	3,2x	5,6x	3,61x	2,0x	10,0x	1,4x	4,86x	2,01x
Genel Energy plc (LSE:GENL)	2,8x	3,2x	3,24x	2,1x	NM	0,3x	NM	0,52x
Статистика	TEV/Total Revenues LTM - Latest	TEV/EBITDA LTM - Latest	NTM TEV/Forward Total Revenue (Capital IQ)	Market Cap/Total Revenues LTM - Latest	P/Normalized EPS LTM - Latest	P/BV LTM - Latest	LTM EBIT / Interest Exp.	LTM Net Debt/EBITDA
Максимум	13,4x	110,5x	7,13x	12,3x	57,3x	17,4x	21,64x	6,85x
Минимум	0,3x	2,2x	0,38x	0,3x	1,9x	0,3x	2,31x	0,52x
Среднее	3,1x	7,1x	2,4x	2,0x	16,9x	2,2x	10,5x	2,1x
Медиана	2,6x	4,7x	2,8x	1,4x	10,2x	1,1x	8,0x	1,7x

### Обновление по сделке с Tethys

NOG отозвала свое предложение, сделанное ранее компании Tethys по выкупу всего акционерного капитала и обеспечению промежуточного финансирования на сумму \$20 млн. Также, NOG уведомила Tethys о досрочной выплате кредита в размере \$5 млн, выданного в августе 2015 года ввиду того факта, что Tethys не выполнила свои обязательства в отношении данного кредитного соглашения.

**Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности**

<b>Отчет о прибылях и убытках</b>	<b>2014А</b>	<b>2015П</b>	<b>2016П</b>
Выручка	782	465	503
Себестоимость (искл. амортизацию)	111	90	105
Валовая прибыль	670	375	397
Административные расходы	50	39	43
Расходы на транспортировку и маркетинг	122	107	113
ЕВITDA	498	229	241
Износ и амортизация	112	114	123
ЕВIT	386	116	119
Interest expense	62	65	65
Interest (income)	(1)	(1)	(1)
Прибыль до вычета налогов	312	22	36
	-	-	-
Налог на прибыль	165	27	43
Чистая прибыль	146	(6)	(7)

<b>Балансовый отчет</b>	<b>2014А</b>	<b>2015П</b>	<b>2016П</b>
Денежные средства и их эквиваленты	375	223	241
Краткосрочные инвестиции	25	-	-
Дебиторская задолженность	30	18	19
Товарно-материальные запасы	25	11	12
Расходы будущих лет	40	24	25
Предоплата по налоговым обяз-вам	14	8	9
<b>Итого текущие активы</b>	<b>510</b>	<b>284</b>	<b>307</b>
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	1 442	1 631	1 778
Гудвилл	32	32	32
Геологоразведочные активы	24	24	24
Наличные, в ограниченном использовании	5	5	5
Авансы	134	134	134
Деривативы	60	60	-
<b>Итого активы</b>	<b>2 208</b>	<b>2 172</b>	<b>2 282</b>
Краткосрочный долг	15	91	195
Кредиторская задолженность	50	21	23
Итого текущие обяз-ва	127	140	248
Долгосрочный долг	930	937	944
Отложенные налоговые об-ва	207	207	207
<b>Итого обяз-ва</b>	<b>1 291</b>	<b>1 310</b>	<b>1 426</b>
Капитал	1	1	1
Нераспределенная прибыль	916	860	855
Акционерный капитал	918	862	856
<b>Итого обяз-ва и капитал</b>	<b>2 208</b>	<b>2 172</b>	<b>2 282</b>

Источник: оценка ХФ

<b>Отчет о движении денежных средств</b>			
Операционная деятельность			
Чистая прибыль	312	20	36
Амортизация	112	111	123
Изменение в оборотном капитале	20	(15)	(1)
Денежные средства от операционной деятел	473	117	218
Инвестиционная деятельность			
Капитальные затраты	(336)	(300)	(270)
Краткосрочные активы и обязательства	31	25	0
Денежные средства от инвестиционной деяте	(305)	(275)	(270)
Финансовая деятельность			
Выпуск / (погашение) краткосрочного долга	-	76	104
Выпуск / (погашение) долгосрочного долга	307	7	7
(Дивиденды) держателям простых акций	(65)	(49)	1
Денежные средства от финансовой деятельнк	247	33	112
Чистый приток (отток) денежных средств	413	(125)	61

Источник: Данные компании и прогнозы ХФ

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».

© 2015, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541**  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157**  
[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

#### Долговые, долевые инструменты

**Бахытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538**  
[b.khochshanov@halykfinance.kz](mailto:b.khochshanov@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153**  
[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

#### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538**  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538**  
[g.zhapakova@halykfinance.kz](mailto:g.zhapakova@halykfinance.kz)

**Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157**  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тай", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

Bloomberg  
HLFN <Go>  
Factset  
Halyk Finance  
Thomson Reuters  
Halyk Finance  
Capital IQ  
HLFN