

Обзор операционных результатов за 2015 год

26 Января 2016

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

Рекомендация	Держать
Целевая цена (GBp)	333
Потенциал роста	11,4%
Тикер	NOG LN
Reuters код	NOGN. L
Цена (GBp) 25.01.2016	299
Данные по акции	
Кол-во простых акций (млн)	188
Доля акций в св. обр. (%)	57%
Рыночная капитализация (\$млн)	805

Основные акционеры:	
MaiFair Investments	26%
Clarement Holdings	17%
Baring Vostok Co.	15%

Фин. показатели (\$млн)	2014Ф	2015П	2016П
Выручка	782	455	326
EBITDA	498	217	97
Чистая прибыль	146	-3	-50
EPS	0,8	0,0	-0,3
Чистый долг	540	790	935

Оценка	2014Ф	2015П	2016П
P/E (x)	5,5	N/A	N/A
P/B (x)	0,9	0,9	1,0
EV/EBITDA (x)	2,7	7,3	17,9
Див. доход-сть	8,0%	6,1%	N/A
RoE	16,7%	-0,4%	-6,0%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн*
1М	-15,4%	-12,9%
3М	-35,1%	-28,1%
12М	-38,1%	-27,2%
Максимум за 52 недели	765	7 104
Минимум за 52 недели	294	5 674

* по отношению к FTSE 100

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

Согласно пресс-релизу от 21 января, операционные результаты за 2015 год оказались ниже годового плана на 10,2%, план добычи на 2016 год остался без изменения, однако на 2017 год снижен до 45-60 тыс. бнэд (изначальный 70 тыс. бнэд), и на 2018 год до 60-100 тыс. бнэд (100 тыс. бнэд), что значительно ниже объемов, ожидаемых рынком. На наш взгляд, снижение плановых объемов добычи является результатом снижения собственных денежных потоков в условиях низких цен на нефть, которые необходимы для поддержания инвестиций на бурение и строительство третьей установки подготовки газа (УПГ-3). Так, капитальные инвестиции на бурение планируется снизить до \$50 млн, а капитальные инвестиции на строительство УПГ-3 произвести в течение двух лет, что подразумевает завершение строительства только к концу 2017 года (первоначально планировалось к концу 2016 года).

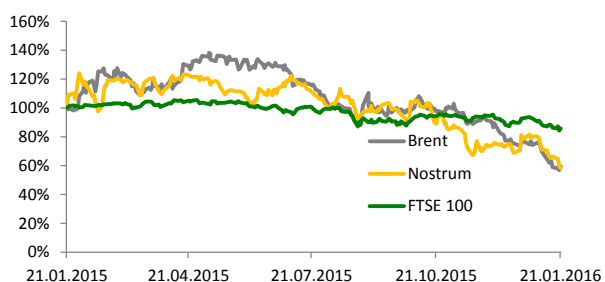
Однако, если объем добычи и капитальные инвестиции компании зависят от цен на нефть и макроэкономических факторов, то сохранение рентабельности и снижение операционных расходов в совокупности с применением деривативов с положительной стоимостью, характерно для самой компании. Так, согласно пресс-релизу, точка безубыточности на 2015 год составила \$20/баррель, и компания планирует дальнейшее снижение операционных расходов в будущем. Прошлый контракт на хеджирование добавил денежные средства и прибыль в размере \$92 млн, и компания заключила новый контракт на хеджирование с опционом по цене реализации экспортной нефти в \$49,16/баррель.

Катализаторы роста и риски

Основными катализаторами роста стоимости акций являются цена на нефть и достижение максимальной границы добычи в 60 тыс. бнэд в 2017 году, и 100 тыс. бнэд в 2018 году.

Мы ожидаем, что дополнительное финансирование, привлеченное в конце 2015 г. на сумму \$200 млн от VTB, обеспечит некоторый приток денежных средств на финансирование программы бурения и строительство УПГ-3 в 2016 году. Однако, для достижения максимальных

Доходность акций NOG, FTSE -100, динамика цены на нефть Brent, 22.01.2015=100%



Источник: Блумберг

объемов добычи NOG необходимо капитальных инвестиций на бурение около \$160-200 млн в год (против текущих \$50 млн), и для УПГ-3 около \$242 млн, что весьма затруднительно при низких денежных потоках от операционной деятельности (наш прогноз EBITDA \$97 млн в 2016 г.) и расходов на выплату купона около \$80 млн в год.

Наша оценка

Таким образом, на основании объемов добычи в 44-90 тыс. бнэс в 2016-2018 гг., и фьючерсной цены на нефть в \$33,4-\$43,2/баррель, увеличения чистого долга до \$935 млн, мы снижаем целевую цену по акциям NOG до GBp333/акцию, оставляя рекомендацию Держать. Данная 12М целевая цена представляет доходность по отношению к текущей цене 11,4% и подразумевает EV/EBITDA 18,9x на 2016 год относительно EV/EBITDA 7,3x по текущей цене GBp 299. Увеличение данного мультипликатора означает, что EBITDA (показатель прибыльности) будет более чем в два раза ниже относительно прогнозируемой стоимости предприятия (EV).

Мы считаем, что акции NOG привлекательны для инвесторов с горизонтом более 24 месяцев, однако мы отмечаем увеличение кредитных рисков компании, что может отразиться в будущем на рыночной цене акций.

Операционные результаты за 2015 год и прогноз плана добычи

По данным компании, среднесуточная добыча составила 40 402 баррелей нефтяного эквивалента, что ниже годового плана на 10,2%, но соответствует скорректированному компанией плану в 3кв2015 года. План добычи нефти и газа на 2016 год остался на прежнем уровне в 45 тыс. бнэс, однако на 2017 год скорректирован до 45-60 тыс. бнэс, и на 2018 год до 60-100 тыс. бнэс.

Рис. 1. План добычи в тыс. бнэс

	2016	2017	2018	2019
План добычи NOG в 2015 г.	45	70	100	
План добычи NOG в 2016 г.	45	45-60	60-100	
Прогноз ХФ в 2015 г.	45	55	80	100
Прогноз ХФ в 2016 г.	44	52,5	75	90

Источник: исследования ХФ, данные компании

Строительство УПГ-3

NOG планирует проводить платежи и работы по строительству УПГ-3 поэтапно в течение 2016-2017 гг. Напомним, что завершение УПГ3 компания планировала в 2016 году, однако, ввиду низких цен на нефть и с учетом корректировок касательно капитальных расходов на бурение и строительство УПГ-3, завершение УПГ-3 произойдет не ранее 2017-2018 гг.

Рис. 2. Капитальные расходы на УПГ-3, млн \$

	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П
План в 2015 г.	137	168	195	0
Скорректированный план в 2016	137	119	162	80

Источник: данные компании

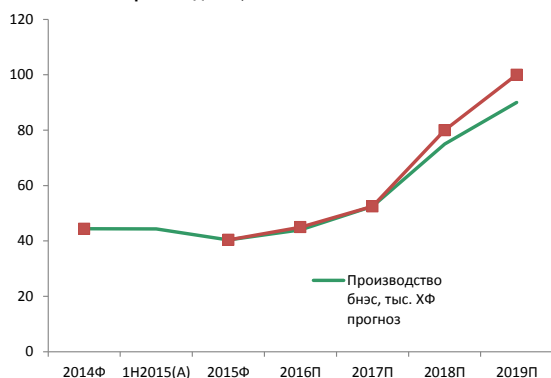
Программа бурения и капитальные расходы на 2016 г.

NOG планирует уменьшить объем бурения до 3х новых добывающих скважин и одной разведочной скважины на Ростошинском месторождении и объем капитальных инвестиций на бурение снизить со \$100 млн до \$50 млн (снижение на 38,3% г/г).

Финансовые результаты за 2015 год

По данным компании, выручка за 2015 г. ожидается на уровне \$445 млн, что ниже на 43,1% г/г, денежные средства на конец 2015 г. составили \$170 млн, а чистый долг составил \$790 млн (увеличение на 45% г/г, общий долг \$960 млн.). Денежная операционная точка безубыточности снизилась с \$31/баррель в 2014 году до \$20/баррель в 2015 году (-35,5%).

Рис. 3. Объем производства, в тыс. бнэс на 2016-2019 гг.



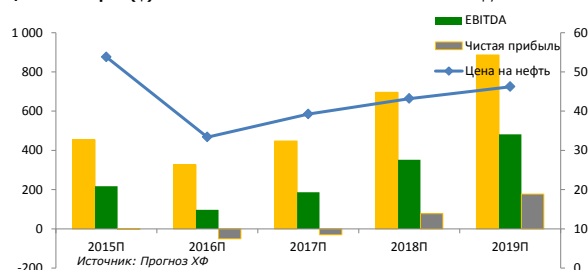
Источник: Данные компании, исследования ХФ

Прогноз Халык Финанс

Снижение выручки Nostrum Oil and Gas на 43,1% г/г произошло основном за счет снижения цены на нефть сорта Brent на 41,8% г/г. В нашей модели с учетом цены на нефть в \$33,4-\$43,2/баррель и объемов производства в 44-90 тыс. бнэс в 2016-2019 гг., наш прогноз выручки составил \$326-\$886 млн, EBITDA \$97-\$482 млн, чистая прибыль (\$50,2) млн-\$177 млн.

Ввиду ослабления Тенге мы ожидаем снижения денежных операционных расходов в 2015 году на 32% до \$19,1/баррель, в 2016 году на 21% до \$15/баррель, с дальнейшим увеличением до \$17/баррель к 2018 году.

Рис. 4. Прогноз выручки, EBITDA, чистой прибыли (\$ млн), цена на нефть (\$) 2015-2019 гг.



Источник: Прогноз ХФ

Хеджирование

Стоимость контракта на хеджирование, заключенного NOG в марте 2014 года, составила \$92 млн, и NOG заключила новый контракт в декабре 2015 года на 2 года в объеме 15 тыс. бнэс с реализацией опциона по цене \$49,16/баррель. Таким образом, при низких ценах на нефть, компания зафиксировала экспортный объем реализации нефти по цене \$49,16/баррель (на 21 января стоимость контракта на хеджирование составляла \$150 млн.)

В случае повышения цены на нефть выше \$49,16/баррель, стоимость опциона снизится до нуля без учета стоимости опциона пут. Однако в этом случае компания сможет увеличить доход за счет увеличения экспортной выручки.

12М целевая цена и ожидаемая доходность

На основании объемов добычи в 44-90 тыс. бнэс в 2016-2018 гг., фьючерсной цены на нефть в \$35,4-\$55/баррель, мы снижаем целевую цену по акциям NOG до GBr333/акцию, оставляя рекомендацию Держать. Целевая 12М цена по отношению к текущей подразумевает доходность в 11,4%.

Мы считаем, что акции NOG привлекательны для инвесторов с горизонтом более 24 месяцев, однако мы отмечаем увеличение кредитных рисков компании, что может отразиться в будущем на рыночной цене акций. Так, прогнозируемый нами показатель ликвидности - чистый долг/EBITDA на конец 2015 года составит 3,64х, и на конец 2016 года увеличится до 9,64х.

Как отмечалось ранее, катализатором роста являются рост цены на нефть и достижение плановых объемов добычи.

Рис. 5. Прогноз показателя ликвидности, \$ млн

	2014Ф	2015П	2016П	2017П
Чистый долг	545	790	935	976
ЕВITDA	498	217	97	187
Чистый долг/ЕВITDA	1,09	3,64	9,64	5,23

Источник: исследования ХФ, данные компании

Рис 6. Расчет 12М целевой цены, \$ млн

	2016	2017	2018	2019	2020
Выручка	326	448	696	886	1 031
Операционные расходы	342	379	457	526	596
ЕВIT	(16)	69	238	360	435
- Прочие расходы (доходы)	(40)	16	31	38	42
- КПН	(4)	5	51	90	105
+ Амортизация	113	117	114	122	125
+ Др. неденежные расходы	-	-	-	-	-
- Капекс	212	200	180	155	145
- Изменение оборотного капитала	36	(8)	14	6	(3)
Свободные денежные потоки	(108)	(27)	76	193	270
EV	1 831				
Чистый Долг	(935)				
Капитал	896				
Целевая цена 12М (GBp)	333				

Источник: Прогноз ХФ

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности, \$ млн

Отчет о прибылях и убытках	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	782	455	326	448	696
Себестоимость (искл. амортизацию)	111	87	87	92	122
Валовая прибыль	670	367	239	356	574
Административные расходы	50	53	48	53	53
Расходы на транспортировку и маркетинг	122	98	94	116	169
ЕБИТДА	498	217	97	187	352
Износ и амортизация	112	113	113	117	114
ЕВИТ	386	104	(16)	69	238
Interest expense	62	67	79	79	81
Interest (income)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Прибыль до вычета налогов	312	105	(54)	(25)	128
	-	-	-	-	-
Налог на прибыль	165	109	(4)	5	51
Чистая прибыль	146	(3)	(50)	(30)	77

Балансовый отчет	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
Денежные средства и их эквиваленты	375	165	157	215	334
Краткосрочные инвестиции	25	5	-	-	-
Дебиторская задолженность	30	18	15	17	27
Товарно-материальные запасы	25	10	11	11	14
Деривативы	60	92	54	-	-
Расходы будущих лет (предоплата)	40	25	23	23	35
Предоплата по налоговым обяз-вам	14	8	13	8	12
Итого текущие активы	570	323	272	274	422
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	1 442	1 624	1 723	1 806	1 872
Гудвилл	32	32	32	32	32
Геологоразведочные активы	24	24	24	24	24
Наличные, в ограниченном использовании	5	5	5	5	5
Авансы	134	152	152	152	152
Итого активы	2 208	2 161	2 209	2 293	2 508
Краткосрочный долг	15	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	50	57	24	25	27
Итого текущие обяз-ва	127	102	193	290	415
Долгосрочный долг	930	960	1 092	1 191	1 307
Отложенные налоговые об-ва	207	207	207	207	207
Итого обяз-ва	1 291	1 295	1 394	1 497	1 629
Капитал	1	1	1	1	1
Нераспределенная прибыль	916	864	815	795	878
Акционерный капитал	918	865	816	796	879
Итого обяз-ва и капитал	2 208	2 161	2 209	2 293	2 508

Отчет о движении денежных средств	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
Операционная деятельность					
прибыль до вычетап налога на прибыль	312	105	(54)	(25)	128
Амортизация	112	102	113	117	114
Изменение в оборотном капитале	20	40	(36)	8	(14)
Изменение в активах и обязательствах долгоср	30	(34)	40	54	-
Налог на прибыль	(118)	(109)	4	(5)	(51)
Денежные средства от операционной деятель	355	106	66	149	177
Инвестиционная деятельность					
Капитальные затраты	(336)	(232)	(212)	(200)	(180)
Краткосрочные активы и обязательства	31	20	5	-	-
Денежные средства от инвестиционной деяте	(305)	(212)	(207)	(200)	(180)
Финансовая деятельность					
Выпуск / (погашение) краткосрочного долга	-	(15)	125	93	109
Выпуск / (погашение) долгосрочного долга	307	7	7	7	7
(Дивиденды) держателям простых акций	(65)	(49)	1	10	6
Выкуп акций	4	-	-	-	-
Опционы	(5)	-	-	-	-
Расходы по финансированию	(99)	(47)	-	-	-
Денежные средства от финансовой деятельн	142	(104)	132	110	122
Чистый приток (отток) денежных средств	191	(210)	(8)	58	119

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».

© 2016, все права защищены.

Директор департамента исследований

Мурат Темирханов, +7 (727) 244-6541
m.temitkhanov@halykfinance.kz

Макроэкономика

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
n.jandarova@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Станислав Чуев, +7 (727) 244-6538
s.chuyev@halykfinance.kz

Салтанат Мадиева, +7 (727) 330-0153
s.madiyeva@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

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538
g.zhapakova@halykfinance.kz

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

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