

20 декабря 2016 г.

Выпуск облигаций				
	Цена	YTM	Объем в обращ., USD млн	Ср.3-м. объем сделок, USD
USD ZHМNe 2 7.125% 'нояб-19	98.1	7.9%	560.0	245
USD ZHМNe 3 6.375% 'февр-19	98.0	7.4%	400.0	108

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	B	стабильн.	11 фев 16
Moody's	B2	негатив.	18 апр 16
Fitch	-	-	-

Основные финансовые показатели				
(млн долл. США)	2013	2014	2015	30.сен.16
Денежные средства и экв.	185	375	166	94
Краткосрочные активы	335	510	334	221
Долгосрочные активы	1 426	1 699	1 854	1 896
Активы	1 761	2 208	2 188	2 117
Краткосрочные обязательства	135	127	109	105
Долгосрочные обязательства	794	1 164	1 306	1 303
Обязательства	928	1 291	1 415	1 408
Капитал	832	918	774	710

	2013	2014	2015	9М2016
Выручка	895	782	449	163
Себестоимость	-286	-222	-187	-94
Валовая прибыль	609	560	262	69
ЕБИТДА	551	495	229	76
Чистая прибыль	220	147	-95	-56

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	С нач.года
Денежные средства и экв.	-6.5%	103.0%	-55.9%	-43.0%
Краткосрочные активы	-4.6%	52.2%	-34.4%	-33.8%
Долгосрочные активы	13.9%	19.1%	9.2%	2.3%
Активы	9.9%	25.4%	-0.9%	-3.2%
Краткосрочные обязательства	16.2%	-5.8%	-14.3%	-3.5%
Долгосрочные обязательства	0.2%	46.6%	12.2%	-0.2%
Обязательства	2.3%	39.0%	9.6%	-0.5%
Капитал	19.8%	10.2%	-15.7%	-8.3%

	2013	2014	2015	9М2016
Выручка	21.4%	-12.6%	-42.6%	-63.6%
Себестоимость	20.1%	-22.5%	-15.9%	-49.4%
Валовая прибыль	22.0%	-8.0%	-53.2%	-73.7%
ЕБИТДА	43.2%	-10.3%	-53.6%	-66.8%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	9М2016
Валовая маржа	68.0%	71.6%	58.4%	42.2%
Маржа ЕБИТДА	61.6%	63.3%	51.1%	46.6%
Маржа скорр. чистой прибыли	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

	2013	2014	2015	9М2016
Долг	628	945	951	961
Чистый долг	444	570	786	867
Долг/Капитал	0.8	1.0	1.2	1.4
Долг/ЕБИТДА	1.1	1.9	4.1	6.3
Чистый долг/ЕБИТДА	0.8	1.2	3.4	5.7
Фин.расходы/ЕБИТДА	0.1	0.1	0.2	0.4
RoA (скорр.)	12.5%	6.6%	-4.3%	-2.6%
RoE (скорр.)	26.4%	16.0%	-12.2%	-7.9%

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Рис. 1. Прогноз FCF, \$млн



Источник: Данные Компании, прогнозы ХФ

Мы рекомендуем **ПРОДАВАТЬ** облигации Nostrum Oil and Gas с датой погашения в феврале и ноябре 2019г. Мы считаем, что Компания не генерирует достаточные потоки денежных средств и не сможет погасить облигации в общем объеме отрицательные свободные денежные потоки до 2018 г. и лишь \$34 млн в 2019г. Оценивая динамику будущих потоков, мы не видим весомых факторов, позволяющих компенсировать ошутимое влияние низких цен на нефть.

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.

По состоянию на конец 9М2016г. общие обязательства Компании составили \$1 408млн., из которых 67% занимают долгосрочные займы и 24% обязательства по отложенному налогу.

Анализ результатов и отчеты по [итогам 2015г.](#), [1П2016г.](#) и [9М2016г.](#) доступны на сайте Халык Финанс.

Оценка облигаций

В феврале 2016г. Standard and Poor's изменили рейтинг кредитоспособности по облигациям Nostrum с В+ на В со стабильным прогнозом.

В апреле 2016г. Moody's Investors Service подтвердило корпоративный рейтинг Nostrum на уровне "B2" и рейтинг вероятности дефолта «B2-PD» с негативным прогнозом по рейтингам. Рейтинг «B2» отражает положительное влияние нефтяного хеджирования на показатели кредитоспособности компании в 2016-2017 гг. При этом влияние низких цен на нефть на соотношении производственного профиля и программы бурения, по мнению Moody's создаст сложности в наращивании производства для Nostrum. Также рейтинг сдерживается отсутствием дифференциации активов.

На конец 9М2016г. денежные средства Компании составили \$94млн. По нашим прогнозам, свободные денежные потоки Компании лишь в 2019г. смогут выбраться из отрицательной зоны и составят \$34млн., что значительно ниже общей суммы к погашению по облигациям в размере 960млн.

По нашим расчетам, сумма погашения облигаций составит 38% от общей выручки за 2016П-2019П гг. и 64% от ЕБИТДА. Мы

Рис. 2. Финансовые показатели, \$м	9М2016	9М2015	г/г
Выручка	245	375	-35%
Себестоимость	(146)	(147)	-1%
Валовая прибыль	99	228	-57%
Общие и административные расходы	(28)	(37)	-24%
Расходы на реализацию и транспортировку	(56)	(75)	-26%
Финансовые затраты	(32)	(36)	-9%
Финансовые затраты - реорганизация	-	(1)	н/д
Корректировка до справ. стоимости опционов на акции сотрудников	2	1	237%
Убыток от курсовой разницы	(1)	(15)	-95%
Убыток по производным финансовым инструментам	(47)	24	н/д
Доход по процентам	0.4	0.2	60%
Прочие доходы	7	9	-24%
Прочие расходы	(6)	(16)	-59%
(Убыток)/прибыль до налогов	(60)	84	н/д
Расходы по КПН	(4)	(102)	-96%
(Убыток)/прибыль за период	(64)	(18)	257%

Источник: Данные Компании

Рис. 4. Производство (тыс. бнэс) и цены на нефть (\$/барр.)



Источник: Прогнозы и расчеты ХФ

оцениваем вероятность наступления необходимости рефинансирования долга как высокую.

В 2016г. Компания, адаптируясь к внешним условиям, перешла на более экономичный наклонный тип бурения, вследствие которого среднесуточная добыча снизилась на 12%. При этом, Компания придерживается плана достичь уровня производства в 100 тыс. бнэс к 2019г. Согласно нашим расчетам, даже при условии обратного перехода к более дорогостоящему, но более рентабельному горизонтальному типу бурения, принимая во внимание самые оптимистичные прогнозы Компании по среднесуточной добыче (включает эффект от внедрения УПГ-3), Компания сможет самостоятельно погасить облигации лишь в том случае, если средняя цена на нефть в 2017П-2019П гг. составит \$96/баррель. Таким образом, по нашим расчетам сумма свободных денежных средств составит \$960млн только при таком сценарии, когда цена на нефть увеличится вдвое.

Nostrum Oil & Gas PLC является материнской компанией казахстанского ТОО "Жаикмунай", основной деятельностью которой является добыча, разработка и разведка нефтегазовых месторождений в прикаспийском бассейне Казахстана. Компания имеет четыре лицензионных участка, но основным разрабатываемым активом в данный момент является Чинаревское месторождение, на которое приходится 80% доказанных и вероятных запасов в размере 470 млн. баррелей (по данным Ryder Scott на конец 2015г.).

Основными акционерами Nostrum Oil and Gas являются международные финансовые холдинги MaiFair Investments (26%), Baring Vostok Co. (15%) и Clarent Holdings (13%).

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

Мурат Темирханов	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика
Станислав Чувев	Долговые инструменты
Азамат Талгатбеков	Долговые инструменты
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Диас Кабылтаев	Долевые инструменты

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Динара Асамбаева	Институциональные
Айжана Туралиева	Институциональные
Дарья Манеева	Розничные
Сабина Муканова	Розничные

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.talgatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
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