

Обзор результатов за 1кв2017 г.

25 Мая 2017 г.

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	NOG LN
Рекомендация	Держать
Текущая цена, GBr/акцию (24.05.2017)	501
Целевая цена (12-мес), GBr/акцию	539
Ожидаемый потенциал роста/снижения	8%
Кол-во простых акций, млн	188
Средний ежедневный объем торгов за 3М, \$	94 338
Доля акций в свободном обращении	61%
Рыночная капитализация (\$ млн)	946
Основные акционеры:	
MaiFair Investments	26%
Baring Private Equity Partners	15%
Monstre F	13%

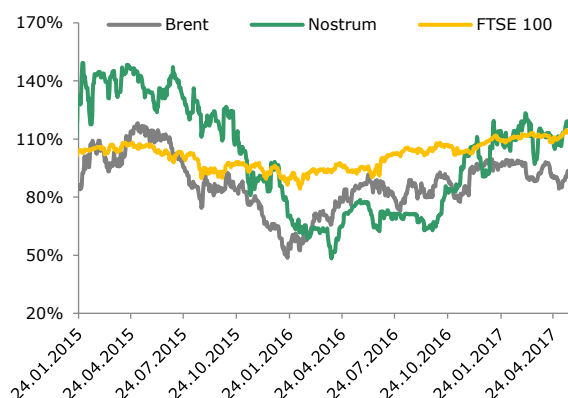
Фин. показатели (млн \$)	2015Ф	2016Ф	2017П
Доходы	449	348	478
EBITDA	229	167	269
Чистая прибыль	-94	-82	43
Собственный капитал	774	692	735
Чистый долг	781	852	1011
EPS (\$)	-0.5	-0.4	0.2

Оценка	2015Ф	2016Ф	2017П
Чистый долг/EBITDA (x)	3.4	5.1	3.8
Долг/Капитал	0.4	0.5	0.5
EV/Sales	3.7	4.8	3.5
EV/EBITDA (x)	7.3	10.0	6.2
P/E (x)	н/д	-17.9	34.1
P/B (x)	1.8	2.0	1.9

Динамика стоимости акций	Абс.	Отн. FTSE 100
1М	10%	6.1%
3М	2%	-1.2%
С начала года	23%	0.1%
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

Финансовые результаты Nostrum Oil and Gas по итогам 1кв2017г. ограничились достижением рыночных ожиданий, не привнеся дополнительных сюрпризов. Компания смогла показать нейтральные результаты благодаря относительной стабильности цен на нефть в течение отчетного периода. Так, цена нефти Brent за год поднялась на 55% и с учетом улучшения перспектив на рынке нефти мы пересмотрели рекомендацию по акциям Nostrum, заложив в модели более высокие цены на нефть в сравнении с предыдущими прогнозами. Наша целевая цена составила GBr539/акцию и с учетом текущих уровней (upside – 8%), мы повышаем рекомендацию от «Продавать» до «Держать», отмечая сохраняющиеся риски убытка по хеджированию и задержек по завершению строительства УПГ-3.

Обзор финансовых результатов за 1кв2017г.

Вслед за укреплением средней цены нефти Brent с \$35,2/баррель в 1кв2016г. до \$54,6/баррель (+55%) в отчетном периоде выручка Nostrum выросла в полтора раза (+51% г/г) и составила \$112 млн. Компания увеличила доходы как от экспортных продаж (+63% г/г), так и от продаж на внутреннем рынке (+30% г/г).

Тем временем, себестоимость увеличилась лишь на 8,7% до \$50,3 млн в основном из-за расходов на амортизацию. Маржа валовой прибыли составила 55% против 37% годом ранее.

Расходы на реализацию и транспортировку сократились на 4% г/г вследствие снижения затрат на транспортировку, погрузку и хранение. По заявлениям Nostrum, в 1кв2017г. было завершено подключение к трубопроводу КазТрансОйл, которое начиная со следующего месяца позволит еще больше сократить расходы по транспортировке.

Убыток по производным инструментам в сравнении с прошлым кварталом сократился на 95% и в отчетном периоде не оказывает заметного давления на результаты Компании, которое наблюдалось в течение 2016г.

В результате, Компания получила прибыль по итогам 1кв2017г. в размере \$13,6 млн против убытка годом ранее в размере \$12,3 млн.

Nostrum подтверждает планы завершить проект УПГ-3 в текущем году. Однако Компания не укладывается в ранее озвученный бюджет в \$500 млн и заявляет об увеличении до \$532 млн.

Рис. 3. Финансовые показатели

\$ млн.	1кв2017	1кв2016	г/г	4кв2016	кв/кв
Выручка	112	74	51%	103	9%
Себестоимость	(50)	(46)	9%	(54)	-6%
Валовая прибыль	62	28	123%	49	25%
Общие и административные расходы	(10)	(10)	-5%	(10)	-3%
Реализация и транспортировка	(16)	(16)	-4%	(20)	-23%
Финансовые затраты	(11)	(11)	4%	(12)	-10%
Убыток от курсовой разницы	2	(4)	н/д	0	510%
Производные финансовые инструменты	(1)	4	н/д	(16)	-95%
Прочие доходы	2	4	-52%	1	197%
Прочие расходы	(3)	(3)	-12%	(8)	-69%
(Убыток)/прибыль до налогов	26	(8)	н/д	(17)	н/д
Расходы по КПП	(12)	(4)	182%	(21)	-41%
(Убыток)/прибыль за период	14	(12)	н/д	(38)	н/д

Источник: Данные Компании

Прогнозы цен и добычи.

Среднегодовой рост цены на нефть Brent в 2017-2021гг. согласно обновленному консенсус прогнозу Bloomberg составит 5%. С учетом этого мы изменили модель, повысив среднегодовой рост цен на нефть в 2016- 2020гг. с 4% до 5%. Изменение цены на нефть, как основной триггер, оказывает весомый эффект на целевую цену, которая увеличилась до GBp539/акцию.

Рис. 4. Прогноз цены на нефть Brent

\$/баррель	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	CAGR
Halyk Finance	55	57	59	61	62	2%
Bloomberg	56	62	63	68	70	5%

С учетом достижения Компанией заявленного уровня добычи в 2016г. и обновления планируемых уровней мы пересмотрели в модели прогнозы среднесуточной добычи. При этом мы учли, что планы Компании подразумевают завершение проекта УПГ-3 уже в 2017г., и соответственно, могут быть завышены, поскольку мы остаемся при своем мнении, что проект УПГ-3 несет за собой риски задержки и превышения стоимости. Увеличение бюджета по проекту до \$532млн подтверждает наши предположения. В связи с неопределенностью касательно сроков завершения УПГ-3 мы закладываем нижнюю границу прогнозируемого диапазона добычи, которое подразумевает достижение среднесуточной добычи в 100 тыс. бнэс в 2020г.

Рис. 5. Ожидаемая среднесуточная добыча

тыс. бнэс	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Nostrum min	44	50	80	100	-
Nostrum max	44+	80	100	100+	-
Halyk Finance	44	50	80	100	105

Повышение 12М ЦЦ до GBp 539/акцию, рекомендация «Держать». Учитывая скорректированный консенсус-прогноз Bloomberg по ценам на нефть со среднегодовым ростом в 5% до 2021г. а также возможность достижения более высоких уровней добычи в перспективе, мы повышаем нашу целевую цену до GBp539/акцию, и, отмечая сохраняющиеся риски по хеджированию и несвоевременному завершению УПГ-3, повышаем рекомендацию на «Держать».

Анализ чувствительности.

Консенсус-прогноз цены на нефть, использованный нами при расчете стоимости акций предполагает среднегодовой рост цен на нефть в 2017-2021гг. в 5% до \$70/барр. в 2021 (терминальном) году. В случае более умеренного увеличения цен на нефть со среднегодовым ростом в 2% до \$62/барр. в 2021г. (рис. 3.) целевая цена составит GBp361/акцию (рис. 6.)

Рис. 6. Чувствительность целевой цены к цене на нефть в 2021г.

		Цена на нефть, \$/баррель				
		62	68	70	72	75
Добыча, бнэс	95	159	280	321	361	422
	100	260	387	430	472	536
	105	361	495	539	584	651
	110	462	602	649	696	766
	115	563	709	758	807	880

Источник: расчеты ХФ

Таким образом, изменения в рыночной цене сырой нефти выступают основным риском/триггером 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.

Риск по контракту хеджирования.

Пут опцион, приобретенный Компанией для хеджирования ценового риска (если цена на нефть опустится ниже \$49.16/барр.), погашается в середине декабря текущего года. В 1кв2017г. убыток по производному инструменту составил \$790тыс. Учитывая, что в 2016г. убыток по производным инструментам оказал внушительное давление на показатели прибыли, мы отмечаем риск получения значительного убытка в случае превышения цены на нефть \$49.16/барр. на момент реализации пут опциона.

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

Отчет о прибылях и убытках	2016Ф	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Выручка	348	478	600	967	1 311	1 430
Себестоимость (вкл. амортизацию)	199	223	240	319	381	412
Валовая прибыль	149	255	360	647	930	1 018
Административные расходы	38	40	41	42	43	44
Расходы на транспортировку и маркетинг	76	87	101	164	211	228
Операционная прибыль	35	128	217	442	677	746
Износ и амортизация	132	141	142	152	163	176
EBITDA	167	269	359	594	840	922
Финансовые расходы	44	45	55	58	87	85
Прибыль по деривативу	63	-	-	-	-	-
Прочие налоги (ЭТП)	-	41	51	81	110	115
Прочие неопер. доходы	(10)	(14)	(17)	(28)	(37)	(41)
Прочие неопер. расходы	2	2	3	5	6	7
Прибыль до вычета налогов	(65)	53	126	326	511	581
Налог на прибыль	17	11	57	135	204	231
Чистая прибыль	(82)	43	69	191	307	349
Доходность \$/ГДР	(0.4)	0.2	0.4	1.0	1.6	1.9
Дивиденды \$/ГДР	-	-	0.1	0.2	0.3	0.4

Балансовый отчет	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Денежные средства и их эквиваленты	101	96	96	120	130	145
Краткосрочные инвестиции	-	-	-	-	-	-
Дебиторская задолженность	29	33	39	53	108	118
Товарно-материальные запасы	28	30	35	59	78	87
Деривативы	7	-	-	-	-	-
Расходы будущих лет (предоплата)	21	29	35	56	66	100
Предоплата по налоговому обяз-вам	1	29	36	58	79	86
Итого текущие активы	187	215	242	346	459	536
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	1 808	1 943	2 084	2 229	2 408	2 612
Гудвилл	32	32	32	32	32	32
Геологоразведочные активы	44	51	81	102	107	107
Наличные, в ограниченном использовании	6	6	6	6	6	6
Авансы	29	33	52	65	68	68
Деривативы	-	-	-	-	-	-
Итого активы	2 107	2 280	2 497	2 780	3 081	3 362
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	43	43	51	87	113	123
Прочие текущие обязательства	42	18	21	35	46	50
Итого текущие обяз-ва	86	60	72	122	159	173
Долгосрочный долг	959	1 112	1 234	1 281	1 273	1 252
Отложенные налоговые об-ва	345	345	345	345	345	345
Прочие долгосрочные обязательства	25	28	41	50	52	52
Итого обяз-ва	1 414	1 545	1 692	1 798	1 830	1 822
Капитал	1	1	1	1	1	1
Нераспределенная прибыль	691	734	803	981	1 250	1 538
Акционерный капитал	692	735	805	982	1 251	1 540
Итого обяз-ва и капитал	2 106	2 280	2 497	2 780	3 081	3 362

Отчет о движении денежных средств	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Денежные средства от операционной деятельности	116	196	161	289	398	478
Денежные средства от инвестиционной деятельности	(197)	(257)	(258)	(272)	(343)	(380)
Денежные средства от финансовой деятельности	(66)	84	98	7	(46)	(83)

Источник: Данные Компании и прогнозы ХФ

Приложение 2. 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».

© 2017, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Станислав Чув
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Управление

Директор
Заместитель директора
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@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
sh.zhakanova@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
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance