

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Календарь первичных размещений

ПАО «НОВАТЭК» планирует во второй половине мая провести сбор заявок на облигации серии 001P-02.

*С учетом сильной рыночной позиции НОВАТЭКа, масштабов бизнеса, кредитных рейтингов по национальной шкале на инвестиционном уровне, а также низкой долговой нагрузки и умеренных рисков рефинансирования, мы считаем интересным участие в размещении нового долларового выпуска со ставкой купона в диапазоне 6,3 - 6,5% годовых (УТМ 6,45 - 6,66% годовых).*

### ПАО «НОВАТЭК»:

#### ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ:

ПАО «НОВАТЭК» (далее НОВАТЭК, Компания) является крупнейшим российским независимым производителем природного газа и занимает 5-е место по объемам добычи природного газа в России и 3-е место по объемам запасов. Доказанные запасы Компании по SEC в 2023 г составили более 17,5 млрд. баррелей н.э. (+0,2% г/г).

По данным ФГУП «Центральное диспетчерское управление топливно-энергетического комплекса», в 2023 году НОВАТЭК обеспечил около 9% общероссийской добычи природного газа. Основными видами деятельности Компании являются разведка, добыча, переработка и реализация природного газа и жидких углеводородов. В 2023 г. добыча углеводородов составила 64,7 млн. баррелей нефтяного эквивалента (б.н.э), в том числе 82,39 млрд куб. м природного газа и 12,37 млн. тонн жидких углеводородов (газовый конденсат и нефть). По сравнению с 2022 г. добыча углеводородов увеличилась на 6,0 млн. б.н.э, или на 0,9%. Общий объем реализации природного газа, включая СПГ, в 2023 г. составил 78,63 млрд. куб. м (+2,7% г/г), а объем реализации жидких углеводородов в 2023 г. вырос до 15,9 млн. тонн (+0,3% г/г).

Месторождения и лицензионные участки Компании расположены в Ямало-Ненецком автономном округе (Западная Сибирь), являющимся крупнейшим в России регионом по добыче природного газа. В состав ключевых добывающих активов НОВАТЭКа входят Юрхаровское, Восточно-Таркосалинское и Ханчейское месторождения.

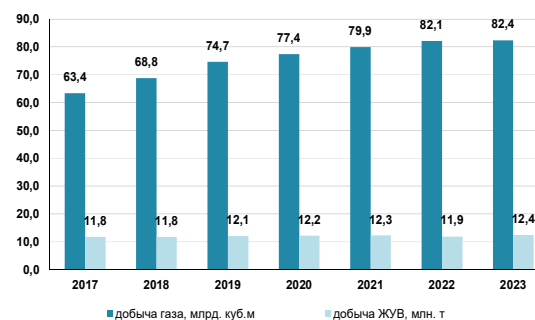
У компании несколько крупных дочерних и совместных предприятий. Среди них выделяются «ЯМАЛ СПГ» с долей владения 50% и «АРТИК СПГ 2» с долей 60%. Это ключевые проекты по производству сжиженного природного газа. «ЯМАЛ СПГ» – действующий проект, способный производить более 20 млн. тонн СПГ. «АРТИК СПГ 2» – строящийся проект, подразумевающий сооружение 3-х линий производительностью по 6,6 млн тонн СПГ в год каждая. В ноябре 2023 года США ввели санкции против «АРТИК СПГ 2», а в 22.02.24 к санкциям присоединилась Великобритания, что может затормозить ход строительства проекта.

Основными бенефициарами НОВАТЭКа, по последним данным, остаются Геннадий Тимченко (23,49%) и Леонид Михельсон (24,76%). Кроме того, в число крупных акционеров входит Газпром (9,99%).

#### ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА:

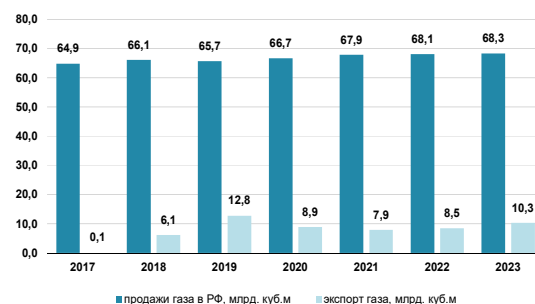
Эмитент	НОВАТЭК
Выпуск	БО-001P-02
Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт)	"AAA(RU) / ruAAA"
Объем размещения, млн. \$	не менее \$200 млн.
Срок обращения	5 лет
Офера	не предусмотрена
Дюрация, лет	4,3 г
Купонные периоды, дней	91 день
Ориентир по купону, %	не выше 6,5% годовых
Ориентир по доходности, %	не выше 6,66% годовых
Предварительная дата book-building	2-я половина мая 2024 г
Организаторы	Газпромбанк

#### Динамика операционных показателей ПАО «НОВАТЭК»



Источник: данные компании

#### Динамика операционных показателей ПАО «НОВАТЭК»



Источник: данные компании

## Кредитный профиль по МСФО за 2023 год

### 1. Сильная оценка операционного риск-профиля:

«НОВАТЭК» является крупнейшим в России независимым производителем газа, на долю которого приходится более 2/3 российского производства СПГ. Очень сильная оценка бизнес-профиля Компании обусловлена низкими затратами на добычу и восполнение сырьевой базы, высоким уровнем обеспеченности запасами углеводородов (47 лет по стандартам PRMS), а также высокой диверсификацией каналов и рынков сбыта.

### 2. Финансовый профиль за 2023г. оказался лучше ожиданий

Компания опубликовала отчет по МСФО за 2023г. Однако, не раскрыла финансовые результаты за 2022г., в связи с чем сравнение финансовых показателей мы производили на основании данных по МСФО за 2021г. После аномально высокого цен на газ в ЕС в 2021-2022г, в прошлом году цены нормализовались, снизившись с пиков июля 2022г практически втрое. Кроме того, исторически большую часть газа НОВАТЭК реализует в России (по данным за 2021г. – 47%), где внутренние цены значительно меньше и устанавливаются правительством. При этом, они регулярно индексируются. Так, в июле 2024г. цены на газ вырастут на 11,2%, а в 2025г. их повысят на 8,2%. Также, НОВАТЭК реализует и жидкие углеводороды, где в долгосрочных СПГ-контрактах ориентируется на привязку к цене нефти марки BRENT. Средние цены на нефть марки BRENT в 2023г. были ниже, чем в 2022г. примерно на 20%. В связи с этим, мы полагаем, что на фоне падения цен на углеводороды финансовые показатели по МСФО в 2023г. по сравнению с 2022г. оказались слабее. Тем не менее, согласно РСБУ за 2023г., выручка НОВАТЭКа увеличилась на 6,5% г/г. В сравнении с МСФО-2021 наблюдается рост выручки (+18,6%). В 2023г. совокупная выручка от реализации составила 1 371 млрд. руб. Стоит отметить увеличение добычи и продажи газа (0,3% г/г и 2,7% г/г соответственно), а также производства жидких углеводородов (+3,6% г/г). Показатель EBITDA (с учетом доли в СП) достиг 890 млрд. руб. и оказался почти на 70% выше консенсуса, а EBITDA margin сохранилась на высоком уровне – почти 65%. Операционная прибыль по МСФО за 2023г. составила 367,1 млрд. руб., а чистая прибыль почти на 7% превзошла консенсус-прогноз, достигнув 463 млрд. руб. Сильный результат по чистой прибыли стал следствием высокой положительной курсовой переоценки в размере 190 млрд. руб., а также прочих операционных доходов (52,0 млрд. руб.), компенсировавших убыток от деятельности СП в размере 11,3 млрд. руб.

Опубликованную отчетность по МСФО за 2023г. мы оцениваем нейтрально. Однако, негативным моментом для компании являются перенос сроков ввода в действие ряда долгосрочных проектов СПГ (Арктик СПГ 2; Обский СПГ). Ввод в действие первых двух линий Арктик СПГ 2 прогнозируется в 2024-2025гг. При этом, остальные линии, а также ввод проектов Обский СПГ и Мурманский СПГ, скорее всего, по данным СМИ, будет отодвинут на 2026-2029 гг.

### 3. Долговая нагрузка сохранилась на комфортном уровне, текущие риски рефинансирования низкие.

Общий долг Компании на конец 2023г. составил 224 млрд. руб., из которых 137 млрд. руб. – кредиты и займы, 30 млрд. руб. – облигации, номинированные в рублях, которые Компания выпустила в мае 2023г. сроком на 3 года, остальные – 57 млрд. руб. – обязательства по аренде. Компания имеет комфортную структуру срочности долговой нагрузки, где краткосрочный долг составляет лишь 19 млрд. руб. (8,5% общего долга) и полностью покрывается денежными средствами, аккумулированными на балансе (158 млрд. руб.). В терминах Чистый Долг/EBITDA долговая нагрузка крайне низкая и на конец 2023г. составляла 0,1х.

### 4. Свободный денежный поток сохранился в положительной зоне, но возврат к выплате дивидендов способен оказать давление на FCF в будущем.

Несмотря на рост капитальных вложений ввиду реализации долгосрочных инвестиционных проектов (CAPEX вырос до 224 млрд. руб.), FCF сохранился в положительной зоне, составив на конец 2023г. 209 млрд. руб. Сильная ликвидность Компании объясняется устойчивым операционным денежным потоком, комфортным графиком погашения долга, широким доступом к внешним источникам ликвидности и сбалансированной дивидендной политикой. Согласно дивидендной политике, Компания отправляет на дивиденды не менее 50% от скорректированной чистой прибыли по МСФО. Однако, дивидендные выплаты способны оказать давление на

## Оценка основных финансовых показателей ПАО «НОВАТЭК» по МСФО за 2023

млрд руб.	2023	2021	%/п
Выручка	1 372	1 157	18,6%
ЕВITDA	890	748	18,9%
ЕВITDA LTM	890	748	18,9%
ЕВIT	815	692	17,8%
Операционная прибыль	367	279	31,5%
Чистая прибыль	469	452	3,8%
Рентабельность по EBITDA	64,9%	64,7%	0,2 пп
Рентабельность по EBIT	59,4%	59,8%	-0,4 пп
Операционная рентабельность	26,7%	24,1%	2,6 пп
Чистая рентабельность	34,2%	39,1%	-4,9 пп
Чистый операцион. денеж. поток	433,0	419,0	3,3%
CAPEX	224,0	172,0	30,2%
Свободный денежный поток	209,0	247,0	-15,4%
млрд руб.	2023	2021	%/п
Активы	3 219	2 458	31,0%
в т.ч. денежные средства, депозиты	158	46	243,5%
Долг*	224	187	19,9%
Доля краткосрочного долга	8,5%	62,3%	-53,8 пп
Чистый долг	66	141	-53,0%
Капитал	2 606	1 911	36,4%
CAPEX/EBITDA	0,3х	0,2х	-
Долг/EBITDA LTM	0,3х	0,2х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0,1х	0,2х	-
Долг/Капитал	0,1х	0,1х	-

\* вкл аренду

Источник: данные МСФО, данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

### Динамика цен на природный газ:



Источник: <https://ru.tradingeconomics.com/commodity/natural-gas>

### Динамика цен на нефть марки Brent:



Источник: <https://ru.tradingeconomics.com/commodity/brent-crude-oil>

свободный денежный поток в будущем. Так, в феврале 2024г. Совет Директоров рекомендовал суммарные дивидендные выплаты по итогам года в размере 78,59 руб./акц. Таким образом, на дивиденды будет затрачено более 238 млрд. руб., что составляет 51% от чистой прибыли 2023г., относящийся к акционерам, и на 14% превышает FCF.

##### 5. Перспективы и риски Компании

Александр Новак сообщил, что первая очередь «Арктик СПГ-2» была запущена в 1К24г. Этот проект создает базу для роста грузопотока по Северному морскому пути (СМП) и создает основу роста бизнеса НОВАТЭКа. Таким образом, объемы экспорта Компании должны вырасти уже в текущем году. Общая мощность «Арктик СПГ-2» составляет 20 млн. тонн в год, а запуск остальных линий планируется до 2026г. Итоговые кап вложения превысят \$22 млрд., а доля владения НОВАТЭКа в проекте около 60%. Запуск на полную мощность увеличит производство СПГ Компанией на 70%. Кроме того, есть и другие перспективные СПГ проекты до 2030 года, которые могут обеспечить дополнительный рост объемов производства в 1,5 раза. На этом фоне, **мы позитивно смотрим на долгосрочные перспективы НОВАТЭКа.**

Однако, существуют риски, связанные с санкциями и ограничениями. В частности, США усиливают санкции против российского СПГ. Некоторые страны (например, Великобритания) прекратили закупки. Страны ЕС периодически сообщают о намерении снизить потребление российского СПГ. Из-за санкций может задержаться запуск очередных линий «АРКТИК СПГ 2». Также, ввиду того, что иностранные акционеры заморозили участие, проект лишился долгосрочных контрактов, необходимо будет искать новых покупателей в «дружественных странах». Кроме этого, есть проблема в нехватке танкеров, способных перевозить СПГ.

Давление на финансовые показатели могут оказать и налоговые риски. С 2023 по 2025 гг был повышен налог на прибыль для экспортеров СПГ с 20 до 34%.

Стоит отметить риски терактов и аварий. Так, в январе 2024г. в результате внешнего воздействия произошел пожар в терминале НОВАТЭКа в порту Усть-Луга. На полное решение проблемы ушел месяц.

Не исключен риск мирового перепроизводства СПГ. К 2030 году прогнозируется его рост на 70%.

Кроме того, результаты компании прямо зависят от цен на нефть и газ, которые существенно снизились с максимумов 2022 года.

## Наш взгляд на выпуск НОВАТЭКа

НОВАТЭК имеет низкую долговую нагрузку и в обращении на текущий момент есть только один рублевый выпуск облигаций на 30 млрд. руб., который Компания разместила в мае прошлого года. Данный выпуск сейчас торгуется с доходностью 14,96% годовых на дюрации 1,83г, предоставляя премию к ОФЗ около 45-50 бп.

В текущий момент Компания собирается выйти на рынок с выпуском серии 001P-02 в объеме \$200 млн., номинированным в долларах. Купон маркируется на уровне не выше 6,5% годовых.

Для позиционирования выпуска НОВАТЭК, 001P-02 мы построили кривую «замещающих» облигаций Газпрома. Выпуски Газпрома на сопоставимой дюрации (3,0 - 4,5 гг) торгуются в диапазоне 6,15 – 6,4% годовых. Новый долларовый выпуск НОВАТЭКа маркируется с доходностью не выше 6,66% годовых, что предоставляет премию к кривой «замещающих» бондов Газпрома около 35 бп. Однако, учитывая существенно лучшие финансовые метрики НОВАТЭКа по итогам 2023г., более понятные перспективы и значительно меньшую инвестиционную программу, мы ожидаем, что планируемый выпуск сможет найти хороший рыночный спрос в диапазоне со ставкой купона 6,3 – 6,3% годовых (УТМ 6,45 – 6,66% годовых), что дает премию 15-35 бп к кривой «замещающих» облигаций Газпрома.

Мы считаем интересным участие в размещении нового выпуска Компании в указанном диапазоне.

## Основные финансовые показатели ПАО «НОВАТЭК» по РСБУ за 2023г.

млрд. руб	2023	2022	%%
Выручка	857	805	6,5%
Операционная прибыль	209	180	16,1%
Чистая прибыль	530	640	
Операционная рентабельность	24,4%	22,4%	2 пп
Чистая рентабельность	61,8%	79,5%	-17,7 пп
млрд руб	2023	2022	%%
Активы	2 212	1 782	24,1%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	105	66	59,1%
Долг	169	108	56,5%
<i>доля краткосрочного долга</i>	4,1%	20,4%	-16,3 пп
Чистый долг	64	42	52,4%
Капитал	1 755	1 537	14,2%

Источник: данные по РСБУ

## Добыча углеводородов с учетом доли в добыче совместных предприятий в 2022-2023гг

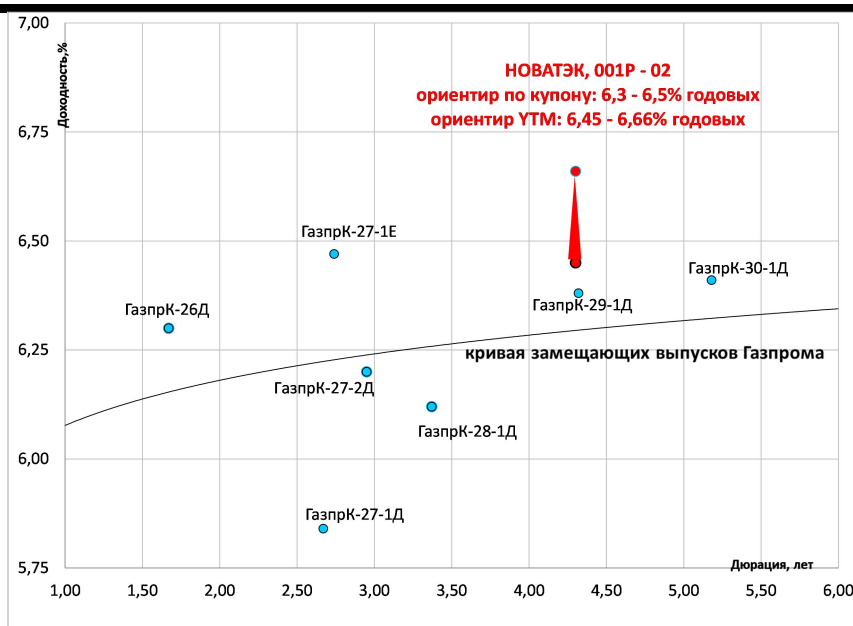
	2023	2022	Изм.
Природный газ, млрд куб. м	82,39	82,14	0,3%
Жидкие углеводороды, млн тонн	12,37	11,94	3,6%
Всего углеводородов, млн бнэ	644,7	638,7	0,9%
Всего углеводородов, млн бнэ в сутки	1,77	1,75	0,9%

Источник: данные по Компании

## Объем добычи в 2023г.

Объем добычи	
Добыча углеводородов (млн бнэ)	645,0
Среднесуточная добыча (млн бнэ в сутки)	1,77

Источник: данные по Компании



Источник: cbonds

**НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ**

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям).

Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей.

Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

© 2024 Банк ЗЕНИТ.