

### Обзор результатов за 1П2017 г.

8 Сентября 2017 г.

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	NOG LN
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, GBr/акцию (07.09.2017)	392
Целевая цена (12-мес), GBr/акцию	502
<b>Ожидаемый потенциал роста/снижения</b>	<b>28%</b>
Кол-во простых акций, млн	188
Средний ежедневный объем торгов за 3М, \$	200 857
Доля акций в свободном обращении	61%
Рыночная капитализация (\$ млн)	924
<b>Основные акционеры:</b>	
MaiFair Investments	26%
Baring Private Equity Partners	15%
Monstrety F	9%

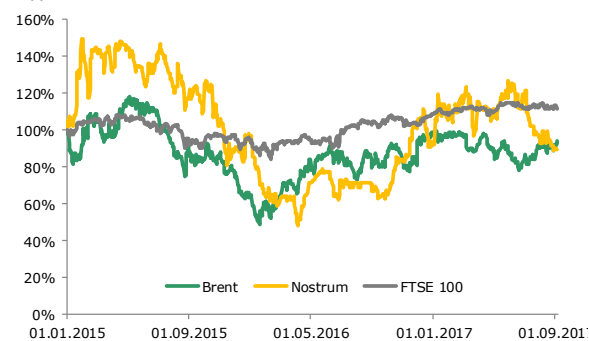
Фин. показатели (млн \$)	2015Ф	2016Ф	2017П
Доходы	449	348	420
ЕБИТДА	229	167	247
Чистая прибыль	-94	-82	25
Собственный капитал	774	692	717
Чистый долг	781	852	927
EPS (\$)	-0.5	-0.4	0.1

Оценка	2015Ф	2016Ф	2017П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	3.4	5.1	3.8
Долг/Капитал	1.2	1.4	1.5
EV/Sales	4.0	5.1	4.2
EV/ЕБИТДА (x)	7.7	10.6	7.2
P/E (x)	н/д	н/д	30.0
P/B (x)	н/д	н/д	0.8

Динамика стоимости акций	Абс.	Отн. FTSE 100
1М	-6%	-4.2%
3М	-25%	-23.5%
С начала года	40%	29.3%
Максимум за 52 недели	532	-
Минимум за 52 недели	203	-

Источник: данные компании, Блумберг, прогноз Halyk Finance

Рис 2. Динамика цен на нефть, доходность акций NOG, индекс FTSE 100.



Источник: Блумберг

С момента нашего последнего обзора в мае 2017г. консенсус прогноз по цене на нефть на 2017-2021гг. снизился в среднем на 5%, привнеся соответствующие изменения в нашей модели, вследствие которых наша целевая цена уменьшилась до GBr502/акцию. Тем не менее, на наш взгляд, доходы Компании, показавшие сопоставимый с Brent рост (+28%/г/г), и своевременное завершение проекта УПГ-3 являются триггерами роста стоимости акций. Мы видим четкие признаки своевременного завершения проекта УПГ-3, отсрочка которого прежде оценивалась нами как основной риск. Потенциал роста, обеспечиваемый подключением УПГ-3, обосновывает повышение прогнозных уровней добычи, и мы поднимаем нашу рекомендацию до «ПОКУПАТЬ». Тем более что ввиду сильной коррекции (-21%) с мая акции NOG LN сейчас торгуются с дисконтом в 28% к нашей целевой цене.

### Финансовые результаты 1П2017г.

По итогам 1П2017г. выручка Компании составила \$210млн, увеличившись за год на 28% на фоне сопоставимого удорожания нефти с \$41.0/bbl в 1П2016г. до \$52.7/bbl в 1П2017г. (Рис. 4.)

Рост себестоимости, включающий повышение размеров роялти вследствие укрепления цен на нефть, а также увеличение затрат на персонал и материалы, составил 4.2%, что, по нашему мнению, является допустимым уровнем, учитывая величину инфляции в 3.8% с начала года. При этом Компания сократила общие и административные расходы (-5.4% г/г) и расходы на реализацию и транспортировку (-0.5% г/г), в результате чего ЕБИТДА увеличилась на 19% до \$120млн.

Стоит отметить отсутствие убытка по производным инструментам в течение 1П2017г., а также получение незначительной прибыли от курсовой разницы в размере \$2.9млн (1.4% от выручки) против убытка в 1П2016г. в \$6.8млн (4.2% от выручки). В отчетном периоде Nostrum получила чистую прибыль в размере \$13.5млн против убытка годом ранее.

### Прогнозы цен и добычи

Мы обновили прогнозы по цене на нефть, основываясь на консенсус-прогнозе Bloomberg, предполагающем среднегодовой рост цены в 4% до \$65.5/bbl в 2021г.

Рис. 3. Прогноз цены на нефть Brent

\$/bbl	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	CAGR
Halyk Finance	55	57	59	61	62	2%
Bloomberg (на май 2017г.)	56	62	63	68	70	5%
Bloomberg (на сентябрь 2017г.)	53	57	61	64	66	4%

Изменения коснулись и объемов добычи. При объявлении итогов 1П2017г. Nostrum заявила о пересмотре объемов добычи, в частности, о корректировке плана среднесуточной добычи в текущем году с прежних 44тыс бнэс до 40-44тыс бнэс. По мнению Компании, подключение УПГ-3 к УПГ-1 и УПГ-2 вызовет примерно три недели простоя в добыче в течение 4кв2017г. Компания рассматривает варианты

**Рис. 4. Финансовые показатели**

млн \$	1П2017	1П2016	г/г
Выручка	210	163	28%
Себестоимость	(98)	(94)	4%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>112</b>	<b>69</b>	<b>62%</b>
Общие и административные расходы	(18)	(19)	-5%
Расходы на реализацию и транспортировку	(37)	(37)	0%
Финансовые затраты (Убыток) / прибыль от курсовой разницы	(21)	(21)	1%
Прибыль / (убыток) по деривативам	0	(41)	н/д
Прочие доходы	5	6	-20%
Прочие расходы	(8)	(6)	32%
<b>Прибыль/(убыток) до налогов</b>	<b>34</b>	<b>(57)</b>	<b>н/д</b>
Расходы по КПП	(21)	1	н/д
<b>(Убыток)/прибыль за период</b>	<b>13</b>	<b>(56)</b>	<b>н/д</b>

Источник: Данные Компании

сокращения этого срока. Тем не менее мы снижаем уровень добычи на текущий год с прежних 44тыс. бнэс до 42тыс. бнэс.

На следующие годы прогноз Компании остается без изменений: в 2018г. – 50-80тыс. бнэс и в 2019г. – 80-100тыс. бнэс. Прежде нами была заложена нижняя граница ожидаемых уровней добычи, что было обосновано риском более позднего запуска проекта УПГ-3. Напомним, что Компания планировала завершение проекта к 2016г. и откладывание сроков было оценено нами как риск.

На сегодняшний день подготовка к подключению УПГ-3 к 1 и 2 блокам и связанные с ним заявления подтверждают приверженность компании графику завершения проекта до конца 2017г. В случае своевременного подключения 3 блока УПГ мы видим потенциал увеличения добычи в 2018г-2019г. и повышаем прогнозные уровни добычи до 65тыс. бнэс в 2018г. и 90тыс бнэс в 2019г., что соответствует средним ожиданиям Компании.

**Рис. 5. Ожидаемая среднесуточная добыча**

тыс бнэс	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Nostrum min	40	50	80	100	н/д	н/д
Nostrum max	44	80	100	100+	н/д	н/д
Halyk Finance	42	65	90	105	110	115

Тем не менее наши ожидания по объемам добычи остаются консервативными. По нашему мнению, предыдущие непредвиденные отсрочки по проекту роста могут повториться, что не позволяет кардинально опираться на прогнозы Компании и закладывать максимально заявленные уровни.

#### Снижение 12М ЦЦ до GBp502/акцию, рекомендация «Покупать».

С момента нашей последней рекомендации цена на акции Nostrum достигала GBp531 при нашей целевой цене GBp539, скорректировавшись до GBp376. Наша новая целевая цена с учетом обновленных показателей составила GBp502/акцию и предполагает премию в 28%. Учитывая высокий производственный потенциал Компании при условии успешного завершения проекта роста УПГ-3 до конца текущего года, мы считаем оправданным инвестиции в акции Nostrum на текущих уровнях и рекомендуем «Покупать».

**Рис. 5. DCF**

	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Добыча, тыс. бнэс	42	65	90	100	105	110
Цена на нефть, \$/баррель	53	57	61	64	66	67
Выручка	439	724	1 066	1 246	1 341	1 434
Операционные расходы	314	442	562	628	676	723
Прочие расходы	6	1	37	63	96	106
<b>ЕВИТ</b>	<b>119</b>	<b>281</b>	<b>467</b>	<b>555</b>	<b>569</b>	<b>605</b>
- Корпоративный налог	6	78	157	189	203	232
+ Амортизация	141	139	149	160	174	187
- Прочие финансовые расходы	0	0	0	0	0	0
- Капитальные затраты	207	254	281	350	361	389
- Изменение оборотного капитала	14	7	-1	29	33	13
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>33</b>	<b>81</b>	<b>179</b>	<b>147</b>	<b>145</b>	<b>159</b>
<b>WACC</b>	<b>10%</b>					
PV (сумма своб. ден. потоков)	510					
PV (терминальной стоимости)	1 553					
EV	2 063					
Чистый Долг	864					
Справедливая стоимость	1 199					
<b>Целевая цена 12М (GBp)</b>	<b>502</b>					

Источник: расчеты Halyk Finance

### Анализ чувствительности.

Доходы Компании прямо зависимы от цены на нефть марки Brent. Также проявляется высокая чувствительность к физическим объемам добычи. Вкупе эти факторы позволяют оценить вероятность изменения целевой цены.

Рис. 6. Чувствительность целевой цены

		Изменение цены на нефть				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Изменение добычи	-3%	278	355	432	509	586
	-1%	322	400	479	557	636
	0%	343	423	502	582	661
	1%	365	445	526	606	686
	3%	409	491	573	655	736

Источник: расчеты Halyk Finance

Расчеты показывают, что даже при снижении прогнозных цен на нефть на 10%, если уровень добычи при этом увеличится на 3%, то целевая цена может обеспечить потенциал роста в 4% (Рис. 7.). Таким образом отмечаем своевременное завершение УПГ-3 как основной драйвер роста акций NOG.

Справедливо отметить также наихудший сценарий, предусматривающий снижение стоимости акций на 29% при условии, если прогнозные цены на нефть снизятся на 10%, а проект УПГ-3 не будет завершен и/или прогнозная добыча сократится на 3%.

Рис. 7. Потенциал роста/снижения NOG LN с текущих уровней

		Изменение цены на нефть				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Изменение добычи	-3%	-29%	-9%	10%	30%	50%
	-1%	-18%	2%	22%	42%	62%
	0%	-12%	8%	28%	48%	69%
	1%	-7%	14%	34%	55%	75%
	3%	4%	25%	46%	67%	88%

Источник: расчеты Halyk Finance

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

<b>Отчет о прибылях и убытках</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Выручка	449	348	420	724	1 066	1 246	1 341	1 434
Себестоимость (вкл. амортизацию)	(187)	199	200	269	336	374	405	434
Валовая прибыль	262	149	220	455	730	872	936	1 000
Административные расходы	(49)	38	40	41	42	43	44	45
Расходы на транспортировку и маркетинг	(93)	76	74	132	185	211	228	243
Операционная прибыль	120	35	106	282	504	619	665	712
Износ и амортизация	109	132	141	139	149	160	174	187
EBITDA	229	167	247	421	653	778	838	899
Финансовые расходы	(45)	44	49	51	43	72	69	40
Прибыль по деривативу	37	63	-	-	-	-	-	-
Прочие налоги (эксп. там. пошлина)	-	-	35	60	91	101	115	120
Прочие неопер. доходы	13	(10)	(11)	(19)	(28)	(32)	(35)	(37)
Прочие неопер. расходы	(32)	2	2	3	5	6	6	7
Прибыль до вычета налогов	72	(65)	31	186	393	472	509	582
Налог на прибыль	(167)	17	6	78	157	189	203	232
Чистая прибыль	(94)	(82)	24	109	236	283	305	350
Доходность \$/ГДР	(0.5)	(0.4)	0.1	0.6	1.3	1.5	1.6	1.9
Дивиденды \$/ГДР	-	-	-	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4

<b>Балансовый отчет</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Денежные средства и их эквиваленты	166	101	125	100	120	130	145	160
Краткосрочные инвестиции	-	-	27	-	-	-	-	-
Дебиторская задолженность	31	29	29	48	58	102	110	118
Товарно-материальные запасы	29	28	28	47	67	76	85	88
Деривативы	54	7	-	-	-	-	-	-
Расходы будущих лет (предоплата)	27	21	25	43	62	62	94	112
Предоплата по налоговым обяз-вам	27	1	1	2	3	4	4	4
Итого текущие активы	334	187	235	239	310	375	439	482
Недвижимость, производственные помещения и Гудвилл	1 606	1 808	1 895	2 033	2 184	2 374	2 562	2 763
Геологоразведочные активы	32	32	32	32	32	32	32	32
Наличные, в ограниченном использовании	37	44	47	72	100	111	116	116
Авансы	5.4	6	6	6	6	6	6	6
Деривативы	131	29	30	46	64	71	75	75
Итого активы	2 188	2 107	2 245	2 429	2 696	2 969	3 230	3 475
Краткосрочный долг	15	16	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	41	43	40	68	97	112	120	129
Прочие текущие обязательства	52	42	32	53	76	87	94	101
Итого текущие обяз-ва	109	86	72	121	173	199	214	230
Долгосрочный долг	936	943	1 085	1 099	1 066	1 026	962	839
Отложенные налоговые об-ва	348	345	345	345	345	345	345	345
Прочие долгосрочные обязательства	22	25	26	37	49	54	57	59
Итого обяз-ва	1 415	1 415	1 528	1 602	1 634	1 623	1 578	1 472
Капитал	1	1	1	1	1	1	1	1
Нераспределенная прибыль	772	691	716	825	1 061	1 344	1 650	2 001
Акционерный капитал	774	692	717	826	1 062	1 346	1 652	2 002
Итого обяз-ва и капитал	2 188	2 107	2 245	2 429	2 696	2 969	3 230	3 475

<b>Отчет о движении денежных средств</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Денежные средства от операционной деятельности	153	116	156	211	352	400	440	527
Денежные средства от инвестиционной деятельности	(245)	(197)	(234)	(227)	(281)	(350)	(361)	(389)
Денежные средства от финансовой деятельности	(116)	(66)	39	(8)	(52)	(41)	(63)	(123)

Источник: Данные Компании и прогнозы Halyk Finance

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).

Доказанные и вероятные запасы (2P) компании на конец 2016 г. по данным Ryder Scott составили 446 млн баррелей.

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. 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.

В настоящее время Компания завершает строительство проекта УПГ-3.

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 Чувев  
Асан Курманбеков  
Эльмира Арнабекова  
Азамат Талгатбеков  
Алтынай Ибраимова  
Андрей Кожокару

##### Управление

Директор  
Заместитель директора  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты  
Долевые инструменты

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[e.arnabekova@halykfinance.kz](mailto:e.arnabekova@halykfinance.kz)  
[a.talqatbekov@halykfinance.kz](mailto:a.talqatbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[a.kozhokaru@halykfinance.kz](mailto:a.kozhokaru@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Шынар Жаканова  
Сабина Муканова

##### Инвесторы

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance