

Пересмотр рекомендаций по акциям нефтегазового сектора РФ

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мы провели пересмотр финансовых моделей компаний российского нефтегазового сектора на базе последних финансовых отчетностей эмитентов, корпоративных новостей и объявленных планов развития компаний, а также с учетом обновленного прогноза цен на нефть. Мы считаем, что сделанный год назад прогноз средних цен на нефть на 2013 г. (Brent — \$108 / bbl, Urals — \$106 bbl) адекватно отражает рыночную конъюнктуру на текущий год, при этом, прогноз на 2014 г. был понижен на 3%, до \$105 / bbl для Brent и до \$103 / bbl для Urals. По итогам проведенного пересмотра, мы рассчитали следующие прогнозные цены акций нефтегазовых компаний РФ:

Прогноз повышен для Сургутнефтегаза и РН-Холдинг. Оценка Сургутнефтегаза была изменена в результате переоценки денежных средств на балансе компании. Мы по-прежнему относимся к Сургутнефтегазу как к стагнирующей компании и считаем, что его стоимость зависит преимущественно от цен на нефть и кэша на балансе.

Повышение оценки РН-Холдинга (бывшего ТНК-ВР Холдинга) вызвано пересмотром операционных показателей. Мы не рассматривали возможное влияние на оценку компании переход под крыло Роснефти, однако, отмечаем, что существуют риски увеличения капитальных затрат РН-Холдинга, что негативно может отразиться на свободных денежных потоках компании.

Понижение прогноза для Роснефти, Лукойла, Татнефти, Башнефти и Газпром нефти. Основное влияние на понижение оценок представленных компаний оказал более низкий прогноз цен на нефть и нефтепродукты. При этом, для Роснефти негативный эффект был во многом обусловлен пересмотром в сторону повышения капитальных затрат на базе последних отчетностей и планов. Для Татнефти мы обновили операционные показатели: более высокие затраты на переработку и более низкий темп роста производства светлых нефтепродуктов. Мы скорректировали операционные показатели Лукойла, которые оказались лучше наших ожиданий: в частности это касается стабилизации добычи в Западной Сибири и более сильные показатели добычи углеводородов по группе в целом. Также мы скорректировали темпы роста затрат на добычу и переработку углеводородов, который был ниже наших прогнозов. Это нивелировало негативный эффект от понижения прогноза цен на нефть. Обновленные показатели нефтепереработки Газпром нефти также сгладили эффект от снижения прогнозных цен на нефть.

Понижение прогноза для Газпрома и Новатэка. Мы снизили оценку крупнейших газовых компаний РФ в результате пересмотра прогнозов темпа роста внутренних цен на газ. После заявлений представителей Правительства и министерств РФ мы полагаем, что 15% индексация внутренних цен на газ, закладываемая нами ранее, более не является реалистичным сценарием, поэтому мы перешли к использованию прогнозируемой инфляции для определения темпа роста цен.

Оценки и рекомендации

Компания	Новая оценка, \$	Старая оценка, \$	Изменение
Газпром	5.3	6.5	-18%
Роснефть	7.9	9.3	-15%
Лукойл	62	65	-5%
РН-Холдинг (об.)	4.6	4.1	12%
РН-Холдинг (пр.)	4.0	3.5	14%
Сургутнефтегаз (об.)	1.58	1.37	15%
Сургутнефтегаз (пр.)	0.84	0.73	15%
Татнефть (об.)	6.7	8.6	-22%
Татнефть (пр.)	3.0	3.9	-23%
Газпром нефть	6.5	7.0	-7%
Башнефть (об.)	77	87	-11%
Башнефть (пр.)	61	69	-12%
Новатэк	13.4	16.2	-17%

Источник: прогноз АК БАРС Финанс

Потенциал роста

Компания	Текущая цена, \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	4.5	20%	Покупать
Роснефть	8.1	-3%	Держать
Лукойл	63	-1%	Держать
РН-Холдинг (об.)	1.5	197%	Покупать
РН-Холдинг (пр.)	1.2	233%	Покупать
Сургутнефтегаз (об.)	0.85	86%	Покупать
Сургутнефтегаз (пр.)	0.71	18%	Покупать
Татнефть (об.)	6.8	-2%	Держать
Татнефть (пр.)	3.4	-11%	Продавать
Газпром нефть	4.4	47%	Покупать
Башнефть (об.)	59	30%	Покупать
Башнефть (пр.)	38	60%	Покупать
Новатэк	12.1	10%	Держать

Источник: Bloomberg, прогноз АК БАРС Финанс

ПРОГНОЗ ЦЕН НА НЕФТЬ

Мы сохраняем наш прошлогодний прогноз стоимости нефти марок Brent и Urals на 2013 г. на уровне \$108 и \$106 за баррель соответственно: по итогам 8 месяцев их стоимость полностью совпала с нашими ожиданиями, и мы полагаем, что факторы, задействованные в прогнозе, останутся актуальными на протяжении всего года.

В 2014 г. цены на нефть окажутся под давлением ожидаемого сокращения программы QE, а также макроэкономических показателей стран, оказывающих наибольшее влияние на стоимость нефти. Исходя из этих предпосылок, мы полагаем, что динамика цен на нефть будет слабее в 2014 г. нежели в текущем, что приведет к снижению цен до отметки в \$95-100 за баррель к концу года. При таком прогнозе мы ожидаем, что средняя цена на нефть Brent и Urals в 2014 г. составит \$105 и \$103 соответственно.

За последние 5 лет (2008-2012) спрос на нефть в мире вырос на 3% до 4.13 млрд тонн в год, при этом на данном временном отрезке прослеживаются 2 основные тенденции: сокращение спроса на нефть в США и Европе на фоне роста спроса в странах Южной Америки и Китае. Так, доля США в общем потреблении нефти в мире снизилась с 22% в 2008 г. до 20% в 2012 г., а само потребление сократилось на 6% до 820 млн тонн в год. Потребление в Европе и Евразии снизилось за этот период на 8% до 880 млн тонн в год, а доля в общем спросе сократилась с 24% до 21%. Падение спроса на нефть в развитых странах было компенсировано странами Южной Америки, потребление нефти в которых выросло на 11% за период, при этом доля в общем потреблении осталась неизменной – 7%. Основным драйвером спроса на нефть выступал Китай: за период с 2008 по 2012 гг. спрос на нефть в стране вырос на 29% до 484 млн тонн в год, в доля Китая увеличилась с 9% до 12%.

Таким образом, двумя важнейшими характеристиками мирового спроса на нефть с фундаментальной точки зрения являются темпы падения потребления в развитых странах и темпы роста спроса на нефть в Китае.

Страны Европы и СНГ

В странах Европы и СНГ потребление нефти прошло точку кипения в 2006 г., когда спрос составил 972 млн тонн, с тех пор он сократился на 10% до 880 млн тонн в 2012 г. Несмотря на долговой кризис снижение потребления нефти в этих странах было относительно скромным - на 0.5% г./г. в 2011 г. и на 2.3% в 2012 г. Основной вклад в падение внесли страны, оказавшиеся в наиболее затруднительной ситуации: Италия и Испания – падение спроса на нефть в 2012 г. у них составляло в среднем 8%.

Таким образом, потребление нефти в Европе тесно коррелирует с ВВП региона, в то время как, например, рынок стали зависит от показателей промышленности и ВВП гораздо сильнее.

Потребление нефти в Европе и СНГ, млн тонн

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Европа и СНГ, в т.ч.:	958	962	972	956	957	911	905	900	880
Темп роста		0.40%	1.00%	-1.60%	0.00%	-4.80%	-0.60%	-0.50%	-2.30%
Испания	78	79	79	80	78	74	70	69	64
Темп роста		1.10%	0.00%	1.30%	-3.00%	-5.60%	-5.40%	-1.50%	-6.90%
Италия	90	87	87	84	80	75	73	70	64
Темп роста		-3.30%	0.00%	-3.10%	-4.30%	-6.60%	-2.70%	-3.50%	-8.90%
Германия	124	122	124	112	119	114	115	112	112
Темп роста		-1.30%	0.90%	-9.00%	5.70%	-4.20%	1.30%	-3.00%	-0.40%
Великобритания	82	83	82	79	78	74	74	71	68
Темп роста		1.60%	-0.80%	-3.70%	-1.60%	-4.50%	-1.20%	-3.30%	-3.70%

Источник: BP Statistical Review of World Energy 2013

Доля ведущих стран и регионов в мировом потреблении нефти



Источник: BP Statistical Review of World Energy 2013

Мы не исходим из предпосылки скорейшего восстановления экономики ЕС, равно как и не рассматриваем существенное ухудшение положения дел в регионе, поэтому предполагаем, что динамика спроса на нефть в Европе будет схожа с динамикой последних двух лет: снижение на 1-2%.

США

Спрос на нефть в США прошел максимальную отметку в 2005 г. на уровне 1 131 млн тонн, и с тех пор снизился на 10% к 2012 г. Начало активной разработки сланцевых месторождений и переход потребителей на газ образует нисходящий тренд потребления нефтепродуктов в стране и спроса на нефть. Стоит отметить, что разработка собственных нефтяных месторождений, и особенно бум добычи сланцевой нефти с 2007 г., привело к тому, что импорт нефти в США сократился за период на 22% до 530 млн тонн.

Исходя из статистики за последние несколько месяцев, производство нефтепродуктов по-прежнему падает, а загруженность НПЗ остается на уровне последних лет – 88% (за исключением кризисных 2008-2009 гг. на уровне 83%).

Спрос и импорт нефти в США, млн тонн

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Спрос на нефть в США	937	940	931	929	875	833	847	837	820
Темп роста		0.3%	-1.0%	-0.2%	-5.8%	-4.8%	1.7%	-1.2%	-2.1%
Импорт нефти в США	645	676	681	682	644	573	584	567	529
Темп роста		4.9%	0.6%	0.1%	-5.6%	-11.0%	2.1%	-3.0%	-6.6%

Источник: BP Statistical Review of World Energy 2013

Загруженность НПЗ и производство нефтепродуктов в США

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Июнь'12 - Май'13
Загруженность НПЗ, %	93	91	90	89	85	83	86	86	89	88
Производство нефтепродуктов, млн тонн		779	750	737	701	641	626	614	605	601

Источник: Energy Information Administration

В свете типичной для развитых стран тенденции к сокращению потребления нефти и продолжением развития сланцевого направления, мы полагаем, что падение спроса на нефть в США может быть более высоким, чем в предыдущих периодах, что окажет существенное влияние на стоимость нефти.

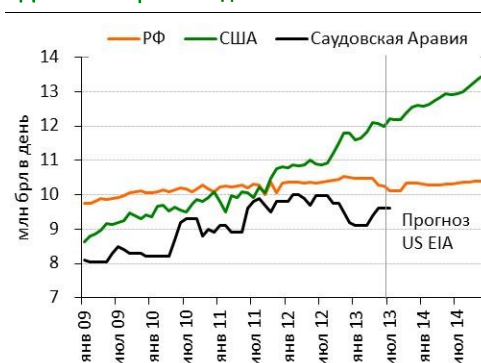
Китай

Китай является основным драйвером спроса на нефть, который нивелирует не только падение потребления в развитых странах, но и увеличивает мировой спрос на нефть.

В своем августовском обзоре EIA прогнозирует, что уже в октябре 2013 г. Китай опередит США по объему чистого импорта нефти. Это произойдет как из-за роста спроса на нефть в Китае, так и на фоне роста добычи нефти в США. На этом фоне роль Китая в определении динамики цен на нефть будет расти, как и их непредсказуемость в связи с меньшим объемом доступной информации (в отличие от статистики Минэнерго США).

Макроэкономические показатели Китая являются ключевым фактором при определении цен на нефть, а главным доступным индикатором – объем импорта нефти в страну. На наш взгляд, картина в текущем году не радужная. По итогам последних 12 месяцев до июля рост импорта нефти в Китай составил 1.7% при том, что ранее он составлял 6.8% в 2012 г., 6.1% в 2011 г. и 17.4% в 2010 г. Ослабление спроса со стороны Китая представляет большой риск для цен на нефть.

Добыча нефти и жидкого топлива



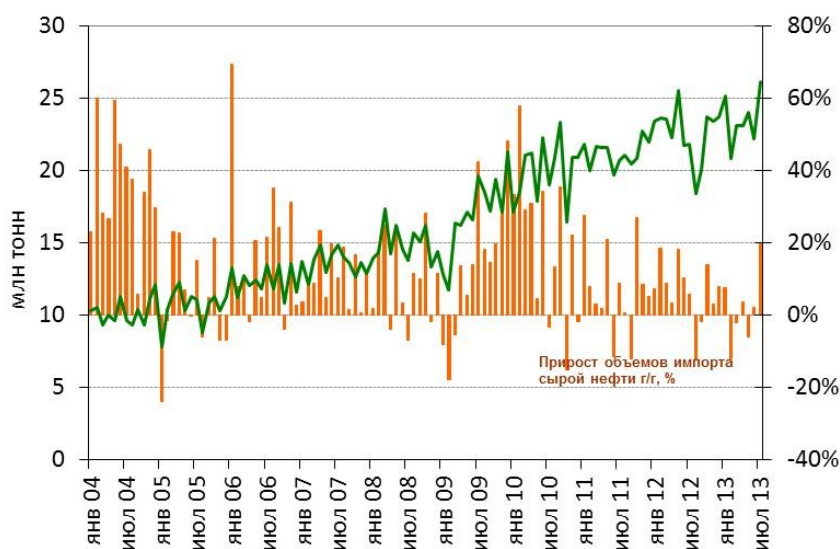
При прочих равных мы считаем, что текущие цены на нефть являются завышенными и имеют потенциал к снижению: несмотря на существенное падение темпов роста импорта в Китай, стоимость нефти по-прежнему находится у уровней 2011-2012 гг.

Потребление и импорт нефти в Китае

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Потребление нефти, млн тонн	319	328	351	369	376	388	438	459	484
Темп роста		2.8%	7.1%	5.1%	1.8%	3.2%	12.8%	4.9%	5.3%
Импорт нефти, млн тонн	123	127	148	163	179	204	239	254	271
Темп роста		3.4%	16.6%	10.3%	9.6%	13.9%	17.4%	6.1%	6.8%

Источник: BP Statistical Review of World Energy 2013, Bloomberg

Импорт и прирост импорта нефти в Китае по месяцам



Источник: Bloomberg

Дополнительно необходимо отметить риски сворачивания программы количественного смягчения (QE), которая была запущена в посткризисный период для поддержания экономики США. О том, что программа может вскоре быть уменьшена или свернута уполномоченные лица ФРС стали говорить в мае, не уточняя сроки, при этом эксперты отмечают, что произойти это может уже до конца текущего года. Сворачивание программы приведет к снижению ликвидности в экономике и может вызвать распродажу финансовых активов и нефтяных фьючерсов в частности, но это произойдет в долгосрочном плане по мере погашения бумаг на балансе ФРС (в основном долгосрочные UST и ипотечные облигации). Это окажет давление на нефтяные котировки, однако, эффект от таких действий ФРС просчитать затруднительно.

С развитием технологий добычи сланцевых углеводородов в США существует риск значительного роста добычи сланцевой нефти, что может привести к переизбытку предложения на рынке. В настоящее время в результате активной разработки сланцевых месторождений в Техасе и Северной Дакоте в США объемы бурения превысили объемы бурения в остальных странах мира. Согласно исследованию Леонардо Маугери (Leonardo Maugeri), научного сотрудника Гарвардского университета, а в прошлом вице-президента по стратегии Eni (2000-2011 гг.), существует значительный потенциал увеличения объемов бурения в США, что даже при консервативном сценарии (стоимость нефти на уровне \$80 за баррель) приведет к росту добычи сланцевой нефти в 5 раз к 2017 г., с 1.2 до 5 млн баррелей в день.

Для сравнения, США добывает на текущий момент около 7 млн баррелей в день, включая нефть из традиционных месторождений и сланцевых залежей.

Учитывая, что мировой спрос на нефть растет гораздо меньшими темпами (примерно на 1.5% в год) и есть риски снижения темпов роста потребления нефти в Китае, развитие технологий добычи сланцевой нефти может привести к существенному снижению цен на нефть. В настоящее время точка безубыточности при добыче сланцевой нефти составляет \$85 за баррель по оценкам Л.Маугери, при этом с развитием технологий добычи эта величина будет снижаться. В нашем обзоре мы будем опираться именно на эту цифру при рассмотрении худшего сценария и определении нижней границы, до которой теоретически может упасть цена на нефть.

Резюмируя, мы считаем, что по сравнению с текущим годом в 2014 г. будет присутствовать значительно больше негативных факторов, способных оказать давление на нефтяные котировки. Наш прогноз исходит из предпосылки, что в результате влияния макростатистики ведущих экономик мира, а именно спроса на нефть в США, Европе и Китае, а также сворачивания программы QE цены на нефть будут находиться в нисходящем тренде и достигнут отметки \$95-100 за баррель к концу 2014 г. с текущих \$110 за баррель. Также мы отмечаем, что всегда присутствует риск возникновения геополитических конфликтов на Ближнем Востоке, которые могут оказать краткосрочную поддержку ценам на нефть. Наш прогноз средней цены на нефть на 2014 г.: \$105 за баррель Brent и \$103 за баррель Urals.

ОБЗОР КОМПАНИЙ

Газпром

Негативные факторы, которые привели капитализацию Газпрома, при которой она стала в 2.5 раза меньше балансовой стоимости активов, остаются актуальными и по сей день: снижение контрактных цен на газ в Европе;

- потеря / уступка рыночных позиций Новатэку и Роснефти на внутреннем рынке;
- стремительный рост НДС;
- снижение добычи как следствие потери спроса на ключевых рынках;
- масштабная инвестпрограмма, обнуляющая свободные денежные потоки компании;
- строительство Южного потока и второй ветки Ямал-Европа;
- низкий уровень корпоративного управления

Исключение составляет улучшение ситуации на европейском рынке, на котором Газпром смог остановить падение продаж в результате ценовых уступок. Тем не менее для выручки концерна, эффект неоднозначен: рост продаж при снижении цены, тогда как ранее был актуален принцип – продать сколько получится по высокой цене.

Влияние ценовых уступок на среднюю цену реализации Газпрома в Европе

\$ / тыс м ³	1К2011	2К2011	3К2011	4К2011	1К2012	2К2012	3К2012	4К2012	1К2013
Цена на границе с Германией	327	358	398	431	441	449	407	415	406
Средняя цена Газпрома	343	382	422	400	381	381	377	402	390
Соотношение	105%	107%	106%	93%	86%	85%	93%	97%	96%

Источник: Газпром, МВФ, расчет АК БАРС Финанс

Либерализации цен на газ на внутреннем рынке скорее всего не произойдет во все: по последним данным президент РФ Владимир Путин поддержал сценарий Минэкономразвития, при котором в 2014 г. индексации тарифов естественных монополий не произойдет, а в последующие года их темп роста будет соответствовать официальной инфляции.

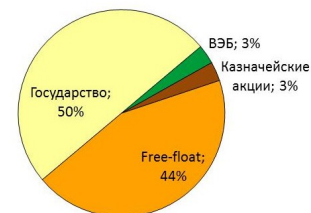
Наш основной тезис, который мы применяем к оценке Газпрома, заключается в том, что концерн будет тратить все, что заработал, т.е. операционный денежный поток будет полностью направлен на финансирование инвестиционной программы. С этой точки зрения не имеет значение насколько плоха или хороша конъюнктура на внутреннем и внешнем рынках Газпрома, результат будет один и тот же: свободный денежный поток, доступный акционерам, будет нулевым.

По этой же причине, наметившийся прогресс в переговорах с Китаем о поставках газа имеет две стороны: с одной стороны Газпром может получить большой рынок сбыта, с другой его доходы авансом будут инвестированы в строительство газопровода до Китая.

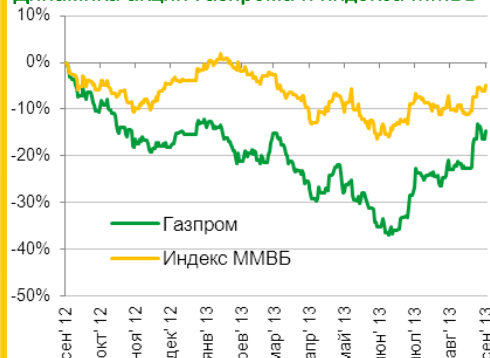
Мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения, Газпром недооценен, несмотря на обилие негативных факторов, а текущие котировки концерна отражают крайне пессимистичный взгляд на разрушение стоимости концерна.

Тикер	GAZP
Целевая цена	\$5.4
Текущая цена	\$4.5
Потенциал роста	20%
Рекомендация	Покупать
Рыночная капитализация, \$ млрд	103
EV, \$ млрд	138
Количество обыкновенных акций, млн	22 950
Доля акций в свободном обращении	44%

Структура акционеров



Динамика акций Газпрома и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена на газ в Европе, \$/ тыс м ³	385	394	383	395	406
Темп роста		2%	-3%	3%	3%
Цена на газ в РФ, руб. / тыс м ³	2 871	3 104	3 104	3 261	3 409
Темп роста		8%	0%	5%	5%

Операционные показатели, млрд м³

Добыча газа	487	472	456	441	427
Поставки в дальнее зарубежье	151	151	147	143	139
Поставки на внутренний рынок	265	252	239	227	216

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	153 196	150 507	150 641	154 688	158 728
ЕБИТДА	52 197	46 991	44 346	43 069	40 267
Рентабельность ЕБИТДА	34%	31%	29%	28%	25%
Чистая прибыль	38 026	30 438	27 455	25 721	22 849
Чистая рентабельность	25%	20%	18%	17%	14%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	41 452	34 959	31 241	28 924	25 149
Налог на прибыль	8 290	6 992	6 248	5 785	5 030
Собственный капитал, начало периода	327 505	359 053	382 591	403 250	422 064
Чистая прибыль	38 000	30 438	27 455	25 721	22 849
Дивиденды	6 452	6 901	6 796	6 906	7 024
Собственный капитал, конец периода	359 053	382 591	403 250	422 064	437 888
Собственный капитал * WACC	38 508	41 033	43 248	45 266	46 963
EVA		-13 066	-18 255	-22 127	-26 844

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/ЕБИТДА	2.6	2.9	3.1	3.2	3.4
P/E	2.7	3.4	3.8	4.0	4.5
Прибыль на акцию, \$	1.66	1.33	1.20	1.12	1.00

Источник: Газпром, прогноз АК БАРС Финанс

Роснефть

Мы понизили на 15% оценку Роснефти из-за более высоких, чем прогнозировалось ранее, капитальных затрат, основываясь на инвестиционных планах компании. По словам президента Роснефти Игоря Сечина, инвестиции компании в ближайшие 10 лет составят \$200 млрд (с учетом РН-Холдинга), из которых 82% придется на добычу. Таким образом, суммарный ежегодный сарех составит в среднем \$20 млрд или 620 млрд руб. Мы полагаем, что эти цифры занижены на 10%, основываясь на данных по капитальным затратам последних отчетных периодов.

Мы считаем, что приобретение ТНК-ВР (далее РН-Холдинг) было выгодно для Роснефти, т.к. актив был приобретен по цене несколько ниже, чем наша оценка справедливой стоимости, плюс положительный эффект дает синергия от горизонтального слияния, который приведет к устранению дублирующих функций предприятий и снижению затрат.

Тикер	ROSN
Целевая цена	\$7.9
Текущая цена	\$8.1
Потенциал роста	-3%
Рекомендация	Держать
Рыночная капитализация, \$ млрд	86
EV, \$ млрд	154
Количество обыкновенных акций, млн	10 598
Доля акций в свободном обращении	15%

Однако, существует риск, что инвестпрограмма РН-Холдинга может вырасти после перехода под контроль Роснефти: удельные капитальные затраты РН-Холдинга были ниже, чем у Роснефти.

Также напомним, что годом ранее Роснефть сообщала о старте программы модернизации НПЗ стоимостью 650 млрд руб., которая по нашим оценкам могла бы составлять в среднем 4.5 млрд в год до 2017 г. (в 2012 г. Роснефть инвестировала в сегмент переработки \$5.5 млрд и, вероятнее всего, эта цифра будет и в текущем году). Мы рассчитали, что даже при заявленных инвестициях программа модернизации разрушает акционерную стоимость компании, однако, стоит отметить, что у НПЗ Роснефти являются одними из наименее технически оснащенных в стране.

Одним из драйверов роста капитализации Роснефти является анонсированная газовая программа, согласно которой Роснефть планирует занять 20% внутреннего рынка страны. В частности относительно недавно Роснефть консолидировала крупнейшую газодобывающую компанию РФ – Итеру. Роснефть также лоббирует либерализацию экспорта СПГ для независимых газодобывающих компаний, при этом, исходя из последних заявлений представителей профильных министерств, соответствующий закон будет принят.

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	122	196	219	219	218
Добыча газа, млрд м ³	16	20	21	22	23
Нефтепереработка, млн тонн	61	91	100	101	102

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	99 290	146 339	158 949	165 667	170 993
ЕБИТДА	19 645	28 944	30 676	31 837	32 847
Рентабельность ЕБИТДА	20%	20%	19%	19%	19%
Чистая прибыль	11 000	18 291	18 586	18 395	18 058
Чистая рентабельность	11%	12%	12%	11%	11%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	12 323	21 485	21 853	21 615	21 193
Налог на прибыль	2 465	4 297	4 371	4 323	4 239
Амортизация	7 323	7 460	8 823	10 223	11 654
Изменение чистого оборотного капитала	-32	-4 586	-1 006	-512	-393
Капитальные затраты	15 032	20 616	22 727	23 330	23 849
Свободный денежный поток	2 181	8 617	4 585	4 696	5 152

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/ЕБИТДА	8.1	5.5	5.2	5.0	4.9
P/E	8.1	4.9	4.8	4.9	5.0
Прибыль на акцию, \$	1.04	1.73	1.75	1.74	1.70

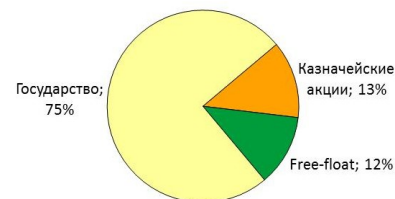
Источник: Роснефть, прогноз АК БАРС Финанс

Мы считаем, что в среднесрочной перспективе динамика акций Роснефти будет определяться размером инвестпрограммы компании, т.к. существуют риски увеличения капитальных затрат в сегменте нефтедобычи после консолидации РН-Холдинга, и в сегменте переработки – реальный сарех может превысить и без того высокие официальные цифры. Развитие газового сегмента может оказать поддержку акциям, однако, его доля в общей выручке группы еще долгое время будет оставаться незначительной.

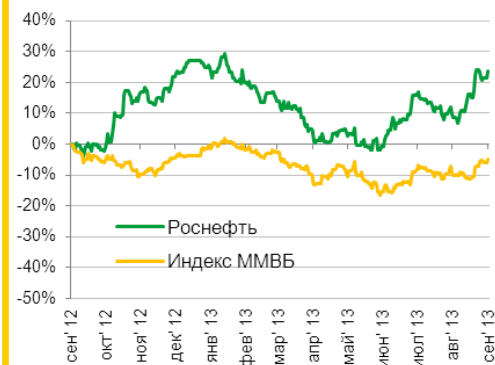
Лукойл

Лукойлу удалось стабилизировать добычу на основном активе – Западной Сибири, что создало предпосылки для наращивания добычи нефти по группе в целом. Мы обновили прогноз добычи углеводородов, однако, необходимо отметить, что поддержание добычи на текущем уровне требует колоссальных капитальных затрат, а истощенность месторождений Западной Сибири предполагает их стремительный рост ввиду необходимости наращивания объемов бурения.

Структура акционеров

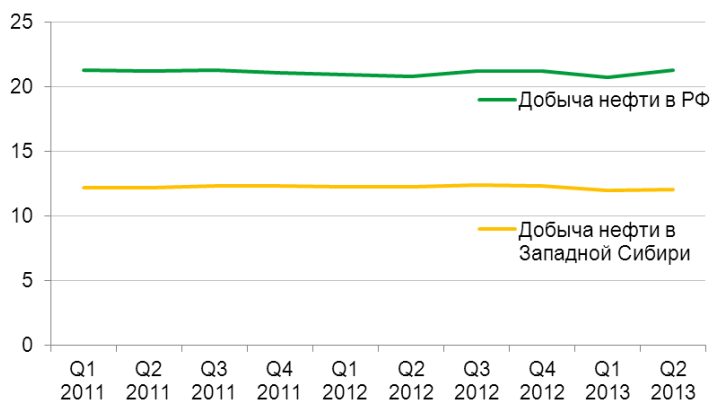


Динамика акций Роснефти и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

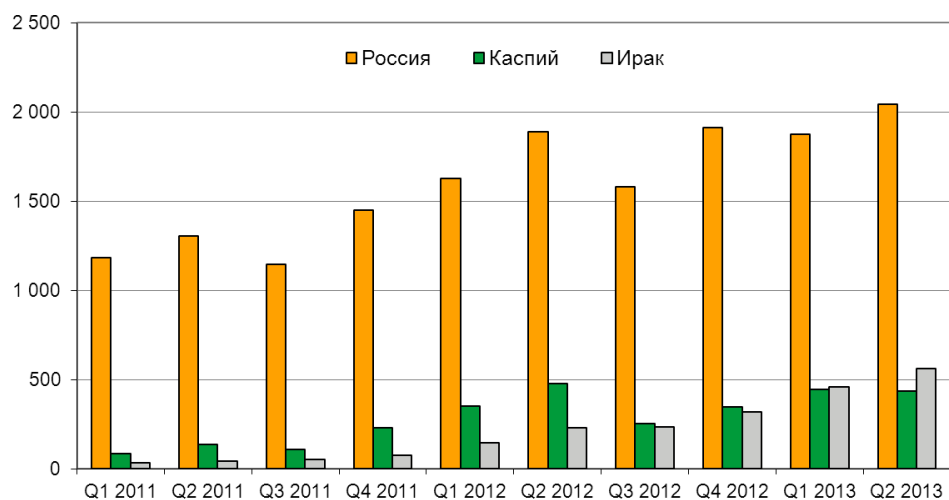
Добыча нефти Лукойла в Западной Сибири и в РФ в целом, млн тонн



Источник: Лукойл

На фоне заявлений менеджмента и основных акционеров группы, мы полагаем, что Лукойл стремится любыми способами не допустить падения добычи, особенно после неудачи с Южной Хыльчуйей, поэтому считаем, что существуют риски увеличения инвестпрограммы компании, что в текущих условиях, может привести к отрицательным NPV проектов и невыгодным сделкам M&A, и, как следствие, негативно отразиться на рыночной стоимости группы. Особенно актуальными риски становятся ввиду того, что Лукойл уже вступил в фазу активного освоения своих ключевых проектов-драйверов – Каспий и Западная Курна-2, которые требуют значительных инвестиций даже в масштабах всей группы.

Капитальные затраты Лукойла в РФ, на Каспии и в Ираке, \$ млн

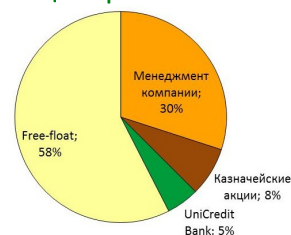


Источник: Лукойл

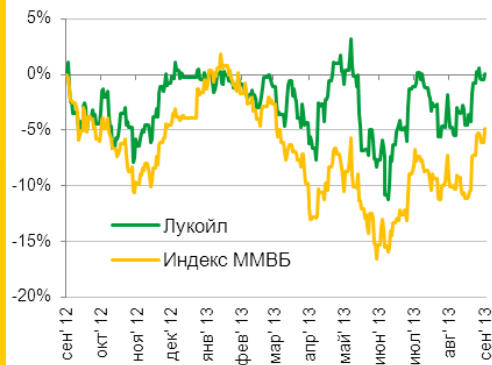
Мы также пересмотрели и обновили удельные затраты добычи и переработки нефти, как на российских так и на зарубежных активах. Темпы роста этих показателей оказались ниже наших ожиданий, что позволило более оптимистично смотреть на финансовые результаты группы в будущем.

Тикер	LKOH
Целевая цена	\$ 62
Текущая цена	\$63
Потенциал роста	-1%
Рекомендация	Держать
Рыночная капитализация, \$ млрд	54
EV, \$ млрд	60
Количество обыкновенных акций, млн	851
Доля акций в свободном обращении	50%

Структура акционеров

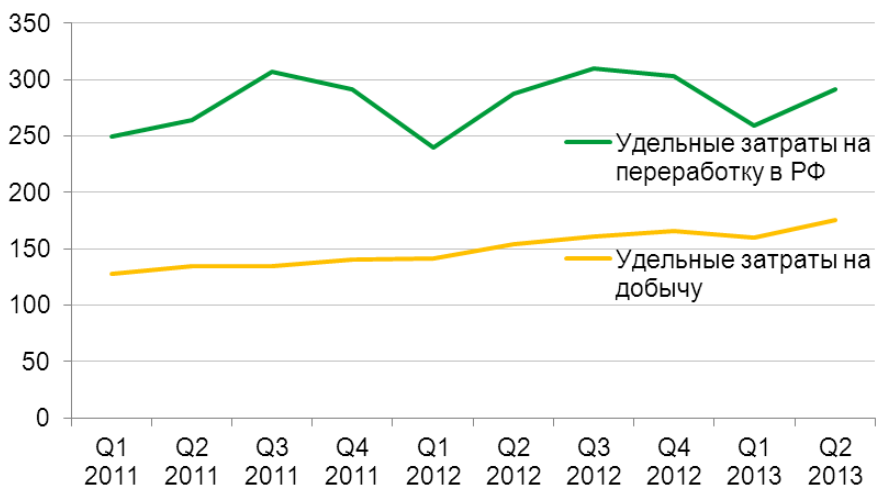


Динамика акций Лукойла и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Удельные затраты, руб. / баррель



Источник: Лукойл, расчет АК БАРС Финанс

Основные предположения модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	89.9	91.0	92.1	92.7	92.9
Добыча газа, млрд м ³	19.9	20.8	21.6	22.6	23.4
Нефтепереработка, млн тонн	68.5	68.7	68.8	69.0	69.2

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	139 171	134 717	132 588	137 535	142 108
ЕБИТДА	18 872	17 678	17 231	18 319	19 489
Рентабельность ЕБИТДА	14%	13%	13%	13%	14%
Чистая прибыль	11 004	10 312	9 270	9 273	9 345
Чистая рентабельность	8%	8%	7%	7%	7%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	14 070	12 331	11 138	11 385	11 776
Налог на прибыль	3 095	2 713	2 450	2 505	2 591
Амортизация	4 832	5 347	6 093	6 935	7 713
Изменение чистого оборотного капитала	1 896	-1 934	163	-426	-391
Капитальные затраты (без Западной Курны-2)	10 926	11 614	12 941	13 924	12 754
FCFF Западная Курна-2	-1 742	-2 348	1 910	1 658	135
Свободный денежный поток	1 242	2 937	3 587	3 975	4 670

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/ЕБИТДА	3.2	3.4	3.5	3.3	3.1
P/E	4.9	5.2	5.8	5.8	5.7
Прибыль на акцию, \$	12.9	12.1	10.9	10.9	11.0

Источник: Лукойл, прогноз АК БАРС Финанс

РН-Холдинг (бывший ТНК-ВР Холдинг)

Мы повысили оценку РН-Холдинга после пересмотра операционных показателей последних отчетностей компании. Мы как и ранее считаем, что РН-Холдинг является одной из самых эффективных компаний российского нефтегазового сектора, что позволяло ему выплачивать одни из самых высоких дивидендов на российском фондовом рынке. Тем не менее, после перехода под контроль Роснефти появляются риски роста инвестиционной программы, что является характерной чертой практически всей государственных компаний РФ.

С момента обвала котировок РН-Холдинга, а именно после заявлений об отмене дивидендов и пересмотре дивидендной политики компании, стоимость акций РН-Холдинга оторвалась от фундаментальных характеристик.

Таким образом, ранее привлекательная компания, благодаря щедрым дивидендным выплатам, перестала быть привлекательным объектом инвестирования: после выхода акционеров на новостях об отмене дивидендов котировки РН-Холдинга лишь незначительно смогли отыграть произошедший обвал.

Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе РН-Холдинг будет платить дивиденды исходя из общекорпоративной практики Роснефти – 25% чистой прибыли по МСФО.

Наша оценка РН-Холдинга основана на фундаментальных характеристиках компании по методу DCF. С этой точки зрения не имеет значения, куда будет направляться свободный денежный поток: на дивиденды, наличностью на баланс или на выплату обязательств. Тем не менее, история котировок компании показывает, что единственным движущим драйвером стоимости компании были и остаются дивидендные выплаты.

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	78.1	78.8	77.6	76.7	75.0
Добыча газа, млрд м ³	17.1	18.2	19.2	19.9	20.6
Нефтепереработка, млн тонн	37.3	37.6	38.0	38.4	38.8

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	57 433	53 753	51 801	52 470	52 964
ЕБИТДА	13 833	13 666	12 889	13 055	13 370
Рентабельность ЕБИТДА	24%	25%	25%	25%	25%
Чистая прибыль	8 667	8 182	7 285	7 105	7 036
Чистая рентабельность	15%	15%	14%	14%	13%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	17 624	10 819	9 647	9 412	9 321
Налог на прибыль	3 525	2 164	1 929	1 882	1 864
Амортизация	2 459	2 847	3 241	3 643	4 049
Изменение чистого оборотного капитала	557	-621	-125	-11	-1
Капитальные затраты	5 271	6 067	6 162	6 280	6 339
Свободный денежный поток	10 730	6 056	4 922	4 904	5 167

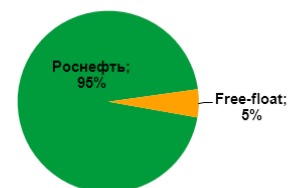
Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/ЕБИТДА	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8
P/E	3.0	3.1	3.5	3.6	3.6
Прибыль на акцию, \$	0.57	0.54	0.48	0.47	0.46

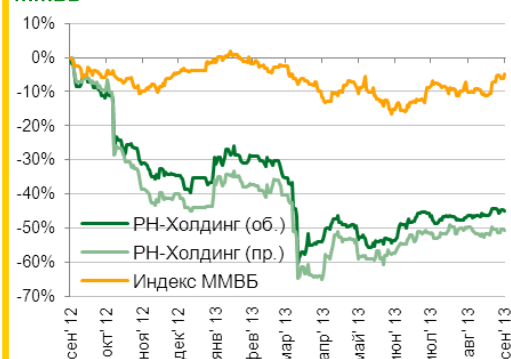
Источник: РН-Холдинг, прогноз АК БАРС Финанс

Тикер ММВБ	TNBP/TNBPP
Целевая цена	\$4.6/\$4.0
Текущая цена	\$1.5/\$1.2
Потенциал роста	197%/233%
Рекомендация	Покупать/Покупать
Рыночная капитализация, \$ млрд	26
EV, \$ млрд	24
Количество обыкновенных акций, млн	14 997
Количество привилегированных акций, млн	450
Доля обыкновенных акций в свободном обращении	4%
Доля привилегированных акций в свободном обращении	69%

Структура акционеров



Динамика акций РН-Холдинга и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Сургутнефтегаз

Сургутнефтегаз продолжает стагнировать, видимых изменений результатов деятельности не наблюдаются ни в сегменте добычи, ни в нефтепереработке. Прошедший 2012 г. и половина 2013 г. ознаменовались для компании лишь переходом на отчетность по МСФО, которая несильно повысила информационную прозрачность компании.

В своих прогнозах мы по-прежнему опираемся на текущий уровень добычи и переработки. Мы обновили показатель наличности на балансе компании с \$27 млрд до \$29 млрд: согласно отчетности за I полугодие 2013 г. кэш Сургутнефтегаза приблизился вплотную к отметке в 1 трлн руб., а также скорректировали ряд операционных параметров после их раскрытия в отчетности по МСФО.

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	61.4	61.6	61.3	61.1	60.8
Добыча газа, млрд м ³	13.1	13.2	13.1	13.1	13.0
Нефтепереработка, млн тонн	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5

Финансовые показатели, \$ млн

Чистая выручка	42 127	40 533	39 377	40 484	41 545
ЕБИТДА	9 081	8 397	8 029	8 342	8 626
Рентабельность ЕБИТДА	22%	21%	20%	21%	21%
Чистая прибыль	6 063	5 338	4 858	4 915	4 940
Чистая рентабельность	14%	13%	12%	12%	12%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	7 579	6 672	6 072	6 144	6 175
Налог на прибыль	1 516	1 334	1 214	1 229	1 235
Амортизация	4 701	4 940	5 153	5 375	5 607
Изменение чистого оборотного капитала	11	-110	-73	71	64
Капитальные затраты	1 502	1 725	1 957	2 198	2 451
Свободный денежный поток	2 854	2 233	1 735	1 668	1 720

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/ЕБИТДА	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
P/E	5.9	6.7	7.4	7.3	7.3
Прибыль на акцию, \$	0.17	0.15	0.14	0.14	0.14

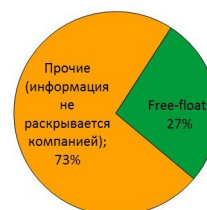
Источник: прогноз АК БАРС Финанс, отчетность Сургутнефтегаза

Татнефть

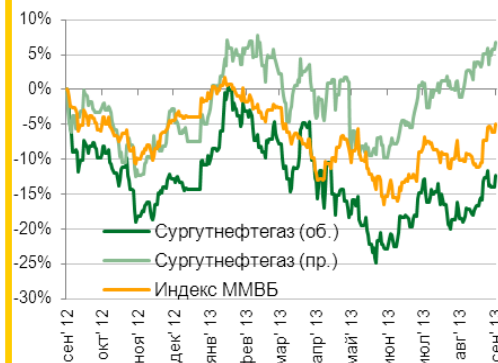
Мы понизили оценку Татнефти из-за сокращения доли выпуска светлых нефтепродуктов в среднесрочной перспективе. Предыдущий прогноз основывался на данных презентации компании, согласно которой к 2013 г. будет завершено строительство установки гидрокрекинга, что, по оценкам Татнефти, позволило бы повысить выход светлых нефтепродуктов с 38% до 60%. На текущий момент, основную продукцию Танеко по-прежнему составляют мазут, вакуумный газойль и печное топливо. Ввиду неопределенности сроков ввода установки мы исключили из прогноза рост доли светлых нефтепродуктов в общем выпуске Танеко.

Тикер	SNGS/SNGSP
Целевая цена	\$1.58/\$0.84
Текущая цена	\$0.85/\$0.71
Потенциал роста	86%/18%
Рекомендация	Покупать/Покупать
Рыночная капитализация, \$ млрд	36
EV, \$ млрд	7
Количество обыкновенных акций, млн	35 726
Количество привилегированных акций, млн	7 701
Доля обыкновенных акций в свободном обращении	27%

Структура акционеров



Динамика акций Сургутнефтегаза и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Мы как и ранее считаем, что Танеко является единственным внутренним драйвером роста капитализации Татнефти и сроки начала производства высокомаржинальной продукции являются определяющим фактором, т.к. при текущих налоговых условиях рентабельность производства темных нефтепродуктов стремится к нулю.

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	26.3	26.0	25.8	25.5	25.3
Нефтепереработка, млн тонн	7.4	7.0	7.0	7.0	7.0

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	19 871	20 211	19 799	19 250	19 693
ЕБИТДА	3 445	3 853	3 936	3 683	3 666
Рентабельность ЕБИТДА	17%	19%	20%	19%	19%
Чистая прибыль	2 003	2 370	2 637	2 395	2 419
Чистая рентабельность	10%	12%	13%	12%	12%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	3 280	3 306	3 017	2 967	2 925
Налог на прибыль	656	661	603	593	585
Амортизация	56	-62	-89	66	65
Изменение чистого оборотного капитала	1 639	2 134	1 366	1 248	1 265
Капитальные затраты	573	630	666	699	732
Свободный денежный поток	1 502	1 203	1 803	1 758	1 742

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/ЕБИТДА	4.7	4.6	4.9	4.9	4.9
P/E	6.8	6.1	6.7	6.6	6.6
Прибыль на акцию, \$	1.07	1.19	1.08	1.09	1.09

Источник: Татнефть, прогноз АК БАРС Финанс

Газпром нефть

Газпром нефть придерживается стратегии развития нефтеперерабатывающего сегмента, что наряду с ростом газового сегмента, является одним из основных драйверов роста капитализации компании. На протяжении последних десяти кварталов Газпром нефть усиливала показатели этих сегментов, что позволяло ей выглядеть более уверенно и демонстрировать сильные финансовые показатели относительно прочих компаний сектора. Ставка на развитие наиболее доходных секторов нефтегазовой индустрии делает вложения в акции компании привлекательной инвестицией.

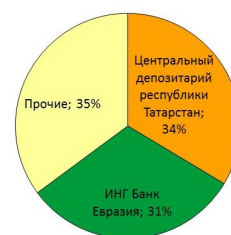
Операционные показатели Газпром нефти, млн тонн

	1К2011	2К2011	3К2011	4К2011	1К2012	2К2012	3К2012	4К2012	1К2013	2К2013
Добыча нефти, млн тонн	12.2	12.3	12.6	12.8	12.6	12.5	12.8	12.8	12.4	12.5
Добыча газа, млрд м3	2.1	2.2	2.0	2.7	2.7	2.7	2.5	3.2	3.6	3.6
Объем переработки, млн тонн	9.4	10.3	11.1	9.6	10.2	11.2	11.3	10.7	10.4	10.8
Доля нефтепереработки в добыче	77%	84%	88%	75%	81%	89%	88%	83%	84%	87%
Доля светлых нефтепродуктов	60%	58%	60%	53%	56%	57%	57%	56%	59%	58%

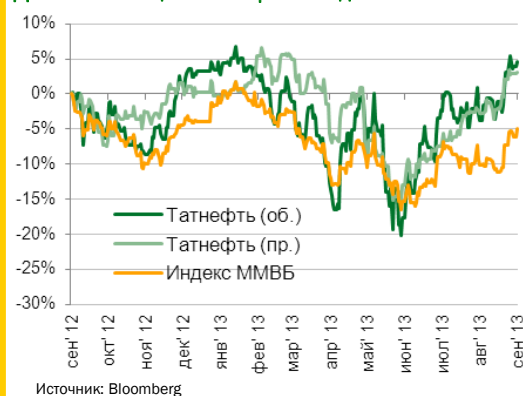
Источник: Газпром нефть, расчеты АК БАРС Финанс

Тикер ММВБ	TATN/TATNP
Целевая цена	\$6.7/\$3.0
Текущая цена	\$6.8/\$3.4
Потенциал роста	-2%/-11%
Рекомендация	Держать/Продавать
Рыночная капитализация, \$ млрд	15
EV, \$ млрд	17
Количество обыкновенных акций, млн	2 179
Количество привилегированных акций, млн	148
Доля обыкновенных акций в свободном обращении	31%
Доля привилегированных акций в свободном обращении	100%

Структура акционеров



Динамика акций Татнефти и индекса ММВБ



Тикер	SIBN
Целевая цена	\$6.5
Текущая цена	\$4.4
Потенциал роста	47%
Рекомендация	Покупать

В нашей модели, как и ранее, мы прогнозируем ежегодное увеличение объемов переработки на 2%. Необходимо отметить, что Газпром нефть обладает широкими возможностями роста добычи углеводородов на Ямале, однако, мы не включаем этот фактор ввиду неопределенности сроков.

Мы считаем акции Газпром нефти одними из наиболее привлекательных в российском нефтегазовом секторе: компанию выгодно выделяют высокая доля нефтепереработки, доля выпуска светлых нефтепродуктов. Газпром нефть генерирует один из самых высоких показателей EBITDA / баррель добытой нефти в отрасли. К негативным факторам относится низкий free-float акций компании, что сдерживает их ликвидность.

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	49.6	49.7	49.9	50.0	49.8
Добыча газа, млрд м ³	8.7	9.2	9.4	9.6	9.8
Нефтепереработка, млн тонн	41.4	42.2	43.0	43.8	44.6

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	48 938	44 489	43 192	44 589	45 847
EBITDA	8 297	8 669	8 162	8 479	8 825
Рентабельность EBITDA	17%	19%	19%	19%	19%
Чистая прибыль	5 687	4 599	3 949	3 936	3 941
Чистая рентабельность	12%	10%	9%	9%	9%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	11 991	6 071	5 233	5 209	5 208
Налог на прибыль	2 398	1 214	1 047	1 042	1 042
Амортизация	-131	108	-138	116	105
Изменение чистого оборотного капитала	5 181	5 566	5 700	5 882	5 989
Капитальные затраты	2 276	2 598	2 929	3 270	3 617
Свободный денежный поток	6 818	1 781	1 554	1 440	1 689

Мультипликаторы и коэффициенты

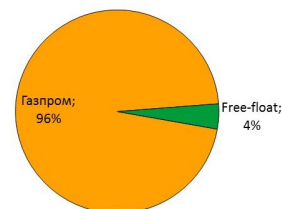
EV/S	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.3	3.2	3.4	3.3	3.1
P/E	3.6	4.4	5.1	5.2	5.1
Прибыль на акцию, \$	1.21	0.97	0.84	0.83	0.84

Башнефть

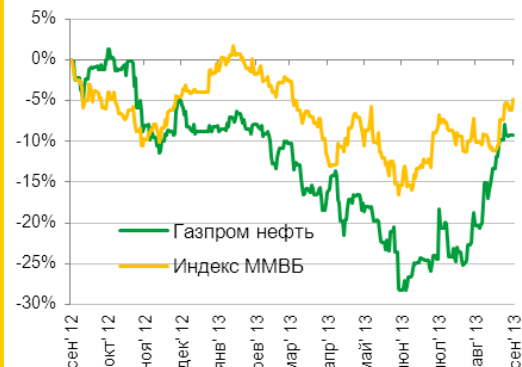
В течение последних десяти кварталов операционные показатели Башнефти преимущественно стагнировали: объем добычи и нефтепереработки не изменился, как не изменилась глубина нефтепереработки и доля выпуска светлых продуктов. В сегменте upstream результат закономерен, т.к. старые месторождения имеют ограниченный потенциал роста, при этом сама Башнефть заявляла о планах удержания добычи на старых месторождениях на стабильном уровне. Однако, в сегменте downstream, как мы полагаем, застой связан с переходом Башнефти на единую акцию и началом инвестиций в месторождение им. Требса и Титова. В частности, эти события привели к существенному снижению дивидендных выплат (падение в 4 раза в 2012 г.) ввиду необходимости инвестиций в реорганизацию компании и новый актив.

Рыночная капитализация, \$ млрд	20
EV, \$ млрд	28
Количество обыкновенных акций, млн	4 741
Доля акций в свободном обращении	4%

Структура акционеров



Динамика акций Газпром нефти и индекса ММВБ



Тикер ММВБ	BANE/ВАНЕР
Целевая цена	\$77/\$61
Текущая цена	\$59/\$38
Потенциал роста	30%/60%
Рекомендация	Покупать/Покупать
Рыночная капитализация, \$ млрд	10
EV, \$ млрд	14
Количество обыкновенных акций, млн	151
Количество привилегированных акций, млн	32
Доля обыкновенных акций в свободном обращении	27%
Доля привилегированных акций в свободном обращении	100%

Операционные показатели Башнефти, млн тонн

	1К2011	2К2011	3К2011	4К2011	1К2012	2К2012	3К2012	4К2012	1К2013	2К2013
Добыча нефти, млн тонн	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.8	3.9
Объем переработки, млн тонн	5.0	5.4	5.3	5.3	5.1	5.0	5.3	5.4	5.2	5.3
Доля нефтепереработки в добыче	136%	145%	138%	139%	133%	130%	137%	138%	136%	135%
Доля выпуска светлых нефтепродуктов	62%	58%	59%	61%	60%	58%	61%	60%	60%	61%

Источник: Башнефть, расчеты АК БАРС Финанс

Мы несколько понизили прогноз роста объемов нефтепереработки, т.к. полагаем, что компания сконцентрируется на развитии месторождения Требса и Титова, добыча в режиме пробной эксплуатации началась относительно недавно после возвращения лицензии Башнефть-Полюсу.

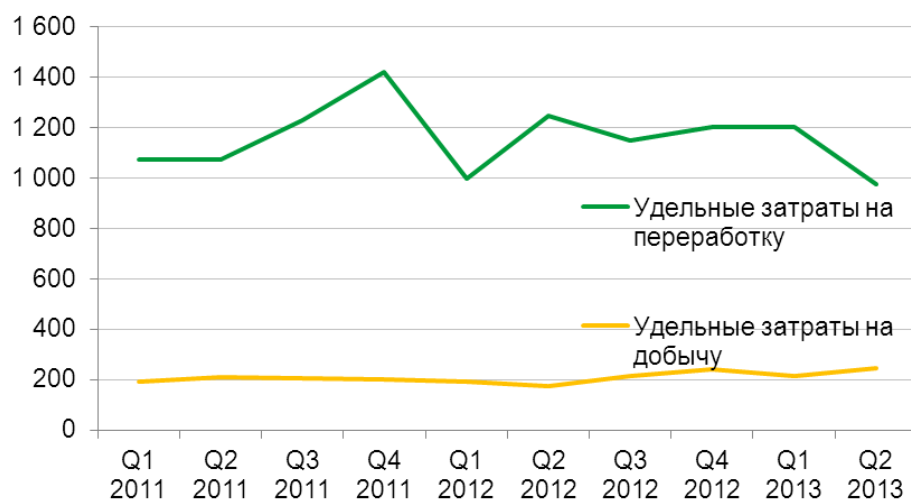
Прогноз добычи на месторождении Требса и Титова, млн тонн

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Добыча нефти	0.0	0.4	1.2	2.0	2.8	3.7

Источник: прогноз АК БАРС Финанс

В сегменте затрат Башнефть показывает высокую эффективность: на исследуемом периоде удельная стоимость как добычи, так и переработки нефти находилась на относительно стабильном уровне.

Удельные затраты Башнефти, руб. / баррель

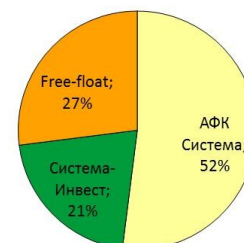


Источник: Башнефть

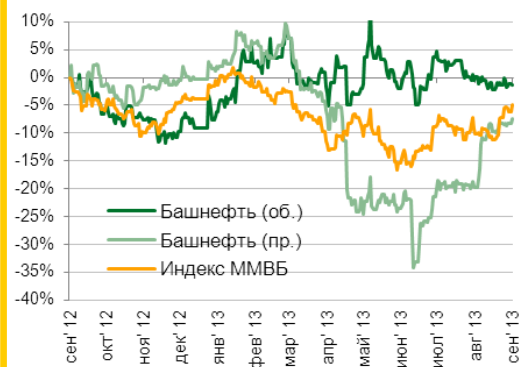
Из потенциально важных событий необходимо выделить IPO Башнефти, которое ожидается в 2014-2015 гг. на Лондонской LSE, переговоры с Русснефтью относительно возможного слияния двух компаний, а также развитие событий вокруг возможного приобретения Башнефти Роснефтью и другими участниками рынка.

Мы рекомендуем инвесторам следить за корпоративными новостями компании: с учетом значительного количества событий и степени их важности велика вероятность возникновения сценариев, при которых цена акций может резко меняться. С фундаментальной точки зрения, мы оцениваем Башнефть как одну из наиболее привлекательных инвестиций в отрасли.

Структура акционеров



Динамика акций Башнефти и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена Brent, \$ / баррель	112	108	105	108	111
Цена Urals, \$ / баррель	110	106	103	106	109

Операционные показатели

Добыча нефти, млн тонн	15.4	15.4	15.7	16.5	17.2
Нефтепереработка, млн тонн	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	17 128	16 398	15 759	16 324	16 784
ЕБИТДА	3 173	3 130	2 939	3 049	3 129
Рентабельность ЕБИТДА	19%	19%	19%	19%	19%
Чистая прибыль	1 675	1 608	1 437	1 479	1 500
Чистая рентабельность	10%	10%	9%	9%	9%

Оценка, \$ млн

Операционная прибыль	2 583	2 491	2 250	2 310	2 338
Налог на прибыль	517	498	450	462	468
Амортизация	247	201	41	-48	-41
Изменение чистого оборотного капитала	1 190	1 063	1 078	1 103	1 128
Капитальные затраты	591	640	689	739	791
Свободный денежный поток	1 221	1 368	1 370	1 532	1 574

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/ЕБИТДА	4.4	4.5	4.8	4.6	4.5
P/E	5.9	6.2	6.9	6.7	6.6
Прибыль на акцию, \$	9.1	8.8	7.8	8.1	8.2

Источник: прогноз АК БАРС Финанс, отчетность Башнефти

Новатэк

Мы понизили прогнозную стоимость Новатэка после поддержания президентом РФ Владимира Путина предложения Минэкономразвития об индексации тарифов для естественных монополий, и в частности – цен на газ. Согласно предложению, тарифы в 2014 г. проиндексированы не будут, в 2015 и 2016 гг. их темп роста ожидается на уровне 5-6%, основываясь на ожидаемой инфляции в этот период.

Таким образом, перевод внутренних цен на газ на равнодоходность с европейскими либо отменятся, либо откладывается до неопределенных времен. Т.к. продажи газа в РФ генерируют львиную долю выручки Новатэка, заморозка тарифов в 2014 г. и слабый рост в последующих годах (против ранее ожидавшихся 15% ежегодно) чувствительно отразится на финансовых показателях компании. Это в свою очередь окажет влияние на способность компании финансировать свой основной проект – Ямал-СПГ.

Ямал-СПГ является главным внутренним драйвером капитализации Новатэка, однако, на текущий момент оценить его влияние на финансовые показатели компании трудно ввиду неопределенности в отношении как операционных показателей, так и налоговой среды. Мы считаем, что вероятнее всего, либерализация экспорта СПГ состоится, что позволит компании диверсифицировать выручку по регионам и снизить зависимость от устанавливаемых государством тарифов.

Тикер	NVTK
Целевая цена	\$ 13.4
Текущая цена	\$12.1
Потенциал роста	10%
Рекомендация	Держать
Рыночная капитализация, \$ млрд	37
EV, \$ млрд	40
Количество обыкновенных акций, млн	3 033
Доля акций в свободном обращении	30%

Структура акционеров



Основные предпосылки модели

Основные показатели	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Инфляция РФ	6.6%	6.1%	5.6%	5.1%	4.5%
Курс доллара	31.1	31.0	31.0	31.0	31.0
Цена на газ в РФ, руб. / тыс м3	2 871	3 104	3 104	3 261	3 409
Темп роста		8%	0%	5%	5%

Операционные показатели

Добыча газа (без учета закупок), млрд м ³	51	54	57	60	70
Добыча жидких углеводородов, млн тонн	4.2	5.4	6.0	8.4	10.2

Финансовые показатели, \$ млн

Выручка	6 806	8 758	9 346	11 309	13 774
ЕБИТДА	3 114	4 070	4 050	4 979	6 452
Рентабельность ЕБИТДА	46%	46%	43%	44%	47%
Чистая прибыль	2 241	2 924	2 841	3 509	4 599
Чистая рентабельность	33%	33%	30%	31%	33%

Оценка, \$ млн

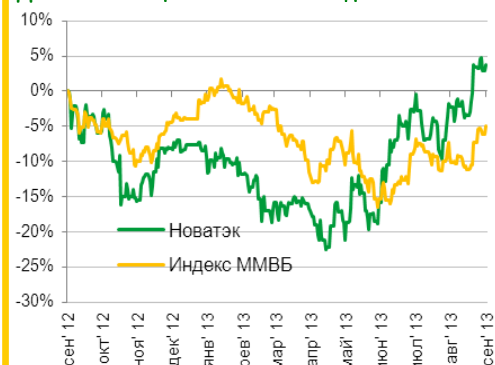
Операционная прибыль	2 802	3 636	3 533	4 361	5 713
Налог на прибыль	560	727	707	872	1 143
Амортизация	360	434	517	618	739
Изменение чистого оборотного капитала	1 356	1 902	2 305	2 817	3 340
Капитальные затраты	62	135	-7	135	211
Свободный денежный поток	1 182	1 307	1 046	1 155	1 758

Мультипликаторы и коэффициенты

EV/S	4.9	3.8	3.6	2.9	2.3
EV/ЕБИТДА	12.6	9.8	9.9	8.0	6.2
P/E	16.3	12.6	12.9	10.5	8.0
Прибыль на акцию, \$	0.74	0.96	0.94	1.16	1.52

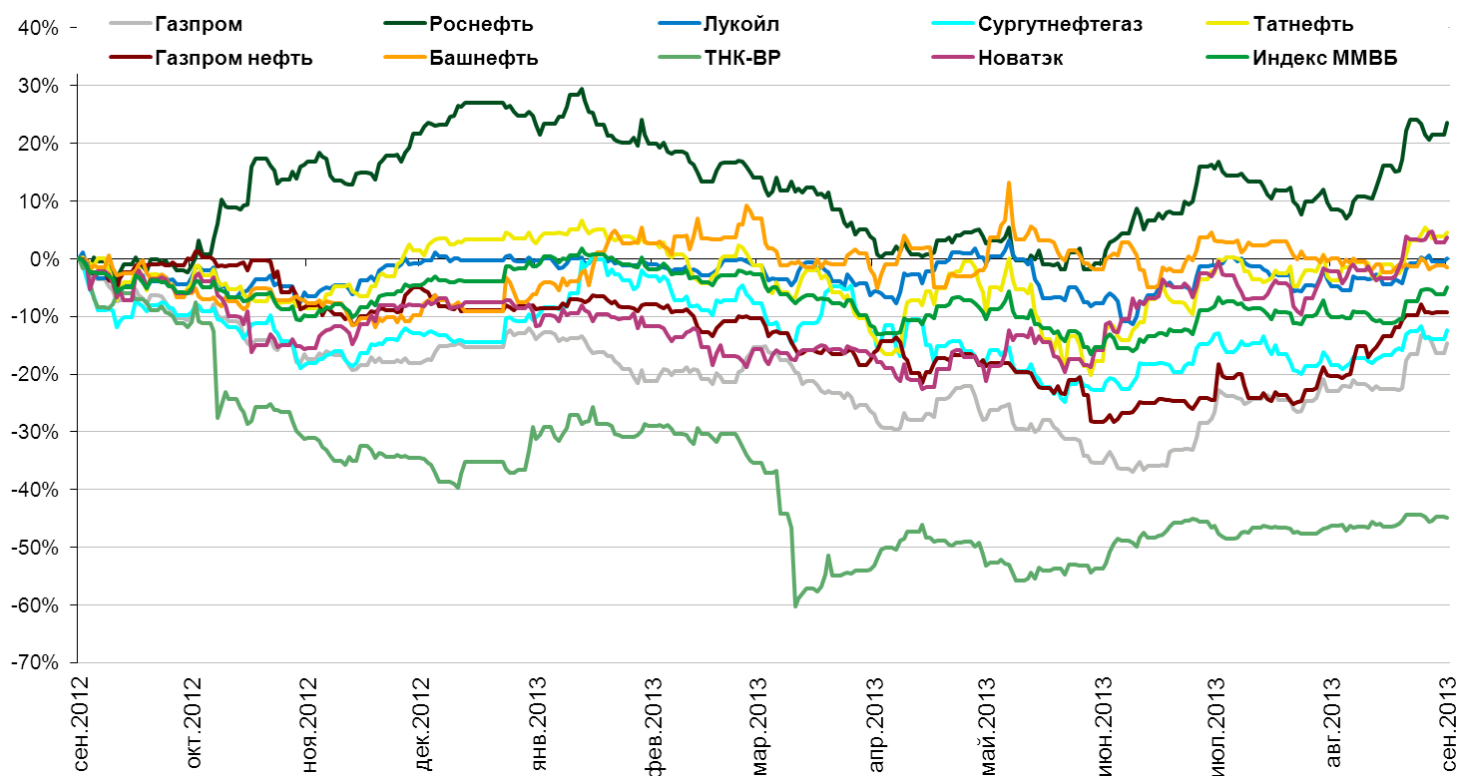
Источник: Новатэк, прогноз АК БАРС Финанс

Динамика акций Новатэка и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИЙ РОССИЙСКОГО НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



Источник: Bloomberg

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

	EV / EBITDA			P / E		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Россия						
Газпром	2.8	2.6	2.7	2.9	3.1	3.4
Новатэк	13.4	10.3	9.3	17.1	13.6	12.0
Роснефть	6.0	3.9	3.6	8.1	6.7	6.8
Лукойл	3.0	3.1	2.9	4.8	5.1	5.1
Сургутнефтегаз	3.4	3.3	3.6	5.5	4.7	5.4
РН-Холдинг	1.7	1.8	1.8	2.9	3.1	3.3
Газпром нефть	3.3	3.1	3.1	3.8	4.2	4.1
Татнефть	4.4	4.6	4.7	6.5	6.7	7.0
Башнефть	6.0	4.7	4.6	7.4	6.7	6.5
Медиана	3.4	3.3	3.6	5.5	5.1	5.4
Развитые рынки						
Exxon Mobil	6.0	5.0	4.7	8.7	11.6	11.2
Chevron	4.8	4.3	4.1	9.2	10.3	10.2
Conoco Phillips	5.3	4.6	4.3	10.1	11.8	11.0
BP	7.9	4.2	3.9	11.4	9.1	7.6
Royal Dutch Shell	4.4	3.7	3.6	7.9	8.7	8.1
Total	3.6	3.7	3.4	9.4	8.7	8.2
Statoil	1.8	2.1	2.0	6.2	8.9	8.3
Repsol	5.3	5.1	5.1	11.5	11.0	10.9
ENI	3.3	3.3	2.9	8.2	12.5	10.3
Медиана	4.8	4.2	3.9	9.2	10.3	10.2
Развивающиеся рынки						
Petrobras	7.6	5.7	5.0	11.0	8.4	7.1
Petrochina	5.6	4.9	4.6	12.5	11.2	10.5
Sinopec	4.8	4.4	3.9	8.3	7.7	7.0
CNOOC	4.8	4.2	3.9	8.9	9.1	8.4
ONGC	4.9	3.9	3.3	9.8	8.7	7.2
PTTEP	4.8	4.4	4.1	12.0	10.7	10.1
MedcoEnergi	4.9	5.1	5.2	66.3	36.8	53.5
Медиана	4.9	4.4	4.1	11.0	9.1	8.4

Источник: Bloomberg

AK BARC Банк (Казань)

Айдар Мухаметзянов
Директор департамента
инвестиционного бизнеса
т. +7 (843) 519-38-32
mai@akbars.ru

Дамир Вафин
Торговые операции
т. +7 (843) 519-38-32
dvafin@akbars.ru

Инвестиционная компания AK BARC Финанс (Москва)

ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Игорь Сокол
Управляющий директор/Руководитель департамента
доб. 205; isokol@akbf.ru

Отдел срочного рынка

Григорий Кривошей
Начальник отдела
доб. 186; gkrivoshey@akbf.ru

ДЕПАРТАМЕНТ КАЗНАЧЕЙСТВО

Максим Барышников
Начальник департамента
доб. 225; mbaryshnikov@akbf.ru

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

Юрий Седых
Начальник департамента
доб. 130; ysedyh@akbf.ru

Отдел продаж и управления ЦБ

Армен Хондарян
Заместитель начальника отдела
доб. 222; AKh@akbf.ru

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Елена Василева-Корзюк
Долговые инструменты,
макрэкономика
доб. 221; evasileva@akbf.ru

Анастасия Арестова
Ассистент
доб. 194; aarestova@akbf.ru

Рустам Аскарков
Брокерское обслуживание
т. +7 (843) 519-39-58
askarovr@akbars.ru

тел. +7 (495) 644-29-95
факс +7 (495) 644-29-96

Отдел торговых операций

Евгений Бухарков
Трейдера
доб. 178; ebukharkov@akbf.ru

Отдел брокерского обслуживания

Наталья Кретова
Начальник отдела
доб. 134; nkretova@akbf.ru

Полина Лазич
Банки,
химическая промышленность
доб. 155; plazich@akbf.ru

Александр Сидоров
Нефть и газ, металлургия
доб. 192; asidorov@akbf.ru

ОГРАНИЧЕНИЕ ПРИМЕНЕНИЯ, ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ И ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ О РИСКАХ

Настоящий обзор ЗАО ИК «AK BARC Финанс» (далее – Компания) носит исключительно информационный характер и не является предложением и / или рекомендацией к совершению операций на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов по покупке, продаже ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов.

Оценки и мнения, отраженные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении рассматриваемых в обзоре ценных бумаг и эмитентов. Компания не утверждает, что все приведенные в обзоре сведения и выводы являются абсолютно достоверными и исчерпывающими. При подготовке настоящего обзора были использованы данные, которые известны Компании на момент составления обзора, и которые Компания считает достоверными, однако Компания, ее руководство и сотрудники не гарантируют точность, полноту и достоверность использованных данных, а также подготовленного на основе этих данных настоящего обзора. Любые сведения относительно будущих действий лиц или будущих событий (действий и событий, о которых на момент выпуска настоящего обзора Компания не располагает информацией, что они произошли), являются предположениями, а указанные действия / события могут не произойти. Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, актуальны только на даты, приближенные к дате его публикации. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения, исправления и / или дополнения в настоящий обзор в связи с утратой актуальности сведениями, содержащимися в нем, также в случае выявления несоответствия сведений, содержащихся в настоящем обзоре, действительности. Компания оставляет за собой право удалять или изменять любую информацию, содержащуюся в настоящем обзоре и на Сайте Компании, а также сам обзор без предварительного уведомления.

Компания обращает внимание, что операции на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Компания не несет ответственности за использование представленной в обзоре информации, а также Компания не несет ответственности за любые убытки, которые могут быть получены от любых операций с ценными бумагами и / или иными финансовыми инструментами, совершенных с учетом информации, содержащейся в настоящем обзоре.

Скачивание, копирование, печать настоящего обзора или его части возможно только для личного пользования, любое иное воспроизведение, использование либо распространение настоящего обзора или его части возможно только с согласия ЗАО ИК «AK BARC Финанс».

Настоящий обзор не предназначен для использования лицами, на которых распространяется действие законодательства тех государств, где подобное использование, публикация, доступ или применение противоречило бы действующему законодательству (в том числе подзаконным нормативным актам) либо требовали бы от Компании регистрации или приобретения лицензии на территории соответствующего государства. Выпуск и распространение настоящего обзора и иной информации в отношении ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов в ряде государств могут ограничиваться законом и лица, в распоряжении которых оказывается обзор, обязаны самостоятельно ознакомиться и соблюдать все ограничения и запреты, содержащиеся в законодательстве соответствующего государства.