

## Нефтегазовый сектор: ценовая корректировка

- В конце прошлого месяца мы пересмотрели наши прогнозы по нефтяным ценам и базовым макроэкономическим параметрам (более подробно см. «Экономика: наступает время испытаний» от 29.06.2012 г.), что потребовало внесения корректировок в финансовые модели по компаниям нефтегазового сектора.
- В настоящее время мы исходим из того, что в 2012/13 гг среднегодовая цена Brent составит \$ 102/bbl (прежний прогноз - \$ 122/bbl), курс рубля по отношению к доллару - 31.5 (прежний прогноз - 30.0 руб). При этом для оценки величины денежных потоков нефтегазовых компаний в постпрогнозном периоде мы ориентируемся на стоимость Brent в размере \$ 112/bbl.
- Понижение среднесрочных ожиданий по ценам на нефть (при этом, прогноз принял вид «контанго») и сопутствующее ему изменение стоимости корзины нефтепродуктов привело к уменьшению оцениваемой справедливой стоимости компаний нефтяного сектора на 7 - 21 %.
- Тем не менее, несмотря на понижение уровней целевых цен, мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по большинству бумаг сектора: по нашим оценкам, в настоящее время средняя капитализация нефтегазовых соответствует среднегодовой цене Brent на уровне \$ 75-80/bbl, медианная EV/EBITDA<sup>12</sup> – около 3, что примерно на 35-40 % ниже регрессионных значений.
- Нашими фаворитами в нефтяном секторе остаются бумаги LKOH (усилия менеджмента по стабилизации добычи уже находят свое отражение в операционных результатах), SNGS (ожидаемое повышение прозрачности пока не нашло адекватного отражения в стоимости) и TATN (отчетность за 1 кв. 2012 г подтверждает наши ожидания относительно способности компании по генерации высоких денежных потоков после запуска Танеко).
- В газовом секторе мы вернулись к прежней концепции НДПИ, предусматривающей «мягкое» повышение ставок (окончательное решение должно быть принято осенью): абсурдность унификации налоговых режимов для Газпрома и независимых до завершения процесса либерализации является очевидной. При этом мы по-прежнему отдаем предпочтение акциям NVTK в сравнении с GAZP.

## Цены и рекомендации

	Текущая цена, \$	Старая целевая цена \$	Новая целевая цена \$	Потенциал роста, %	Старая рекомендация	Новая рекомендация
Роснефть	6.06	9.3	7.45	23	Покупать	Покупать
ЛУКОЙЛ	55.3	89.1	70.5	27	Покупать	Покупать
Сургутнефтегаз об	0.80	1.60	1.48	85	Покупать	Покупать
Сургутнефтегаз прив	0.57	0.75	0.72	26	Покупать	Покупать
Татнефть об	6.00	8.3	7.05	18	Покупать	Покупать
Татнефть прив	2.79	4.3	3.67	32	Покупать	Покупать
Газпром нефть	4.62	6.2	5.34	16	Покупать	Покупать
ТБХ об	2.41	3.5	2.99	24	Держать	Держать
ТБХ прив	2.10	3.0	2.54	21	Держать	Держать
Башнефть об	49.1	70.1	57.7	18	Покупать	Покупать
Башнефть прив	34.8	47.7	39.2	13	Покупать	Держать
Газпром	4.62	6.7	5.92	28	Покупать	Покупать
НОВАТЭК	10.6	12.1	14.3	35	Покупать	Покупать

Источник: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

## Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %		Div 2012 П (об/пр)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	руб.	% к цене
Роснефть	6.0	6.8	3.7	4.1	9.4	4.3	7.4	3.7
ЛУКОЙЛ	4.5	3.8	3.0	2.6	13.3	6.6	90	5.0
Сургутнефтегаз	4.6	4.9	0.2	0.2	13.6	10.5	0.55/2.0	2.1/11
Татнефть	6.4	4.6	4.4	3.4	7.1	14.7	10/10	5.4/11
Газпром нефть	4.1	4.6	3.0	3.2	6.0	8.1	8.0	5.4
ТНК-ВР Холдинг	4.0	4.1	2.8	2.8	14.6	16.7	12	15/17.4
Башнефть	5.6	4.9	3.7	3.4	14.4	16.7	100/100	6.5/10.2
Газпром	2.5	2.8	2.2	2.4	2.5	13.6	10	6.7
НОВАТЭК	7.9	15.1	6.6	10.8	10.4	3.7	8	2.3

## Прогнозы финансовых показателей, \$ млн.

	Прибыль		EBITDA		FCF		CAPEX	
	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П
Роснефть	10 786	9 478	22 048	20 057	3 037	3 090	13 346	15 119
ЛУКОЙЛ	10 357	12 359	17 628	19 945	7 240	3 118	8 249	13 869
Сургутнефтегаз	7 241	6 711	9 683	9 128	3 836	2 763	3 478	4 852
Татнефть	2 092	2 945	3 487	4 592	951	1 981	1 793	1 618
Газпром нефть	5 352	4 752	8 942	8 311	1 972	1 769	4 029	5 391
ТНК-ВР Холдинг	9 208	8 975	13 572	13 487	5 933	6 197	4 483	5 544
Башнефть	1 696	1 968	3 192	3 520	1 377	1 600	850	1 402
Газпром	44 345	39 225	65 574	59 981	2 750	14 907	55 567	36 373
НОВАТЭК	4 071	2 135	5 134	3 145	1 355	1 201	864	1 511

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

### Влияние нового ценового, макроэкономического и налогового окружения на финансы сектора

Сохраняющаяся слабость европейской экономики (на этот регион приходится порядка 17 % мирового спроса) привела нас к необходимости переосмысления среднесрочных прогнозов по ценам на нефть, и мы вынуждены вновь вернуться к умеренно консервативному подходу при оценке перспектив рынка «черного золота».

#### Региональное распределение мирового спроса на нефть



Источники: BP, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Ситуация усугубляется тем, что несмотря на отсутствие формальных признаков рецессии в экономике США, спрос на нефтепродукты в этой стране остается достаточно слабым. Так, летом этого года спрос на бензин в Северной Америке достиг минимальных после 11 сентября 2001 г значений (менее 8 млн. барр. в сутки против средних за последние 5 лет 9-9.5 млн. барр в сутки). Как следствие рост запасов нефти в США до рекордных 387 млн. барр. является объективной производной от функции спроса. Китайский soft landing также похоже затягивается, а ведь во время кризиса 2008 г. именно КНР стал основным маржинальным потребителем нефти, поддерживающий баланс между спросом и предложением. Как следствие, наш весенний прогноз в \$ 122/bbl стал выглядеть неоправданно смелым. С другой стороны мы не ожидаем падения цен на нефть ниже \$ 90/bbl (естественно, при условии отсутствия каких-либо катастрофических потрясений в мировой экономике), что обусловлено текущей экономикой нефтегазовых проектов (более подробные рассуждения на эту тему см. раздел «Нефть: \$ 90 – фундаментальная поддержка» в нашей июльской стратегии, вышедшей 05.07.2012 г). В результате мы скорректировали наши среднесрочные ожидания по ценам на нефть в сторону понижения (при этом, прогноз принял вид «контанго»).

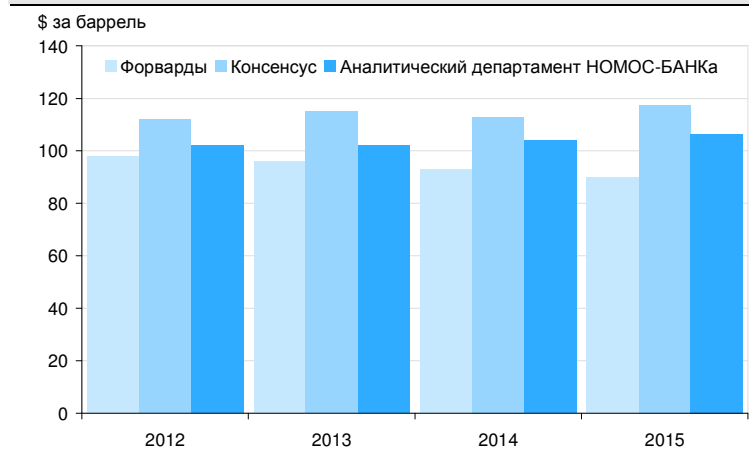
#### Динамика прогнозных цен на нефть, \$ за баррель

	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Сорт Brent</b>						
Старый прогноз	122	122	120	118	115	112
Новый прогноз	102	102	104	107	109	112
<b>Сорт Urals</b>						
Старый прогноз	120	120	118	116	113	110
Новый прогноз	100	100	102	105	107	110

Источник: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

При этом форвардная кривая Brent сохраняет форму «бэквордации» и существенно отличается от величины консенсус – прогноза Bloomberg на 2015 год (\$ 90/bbl vs \$ 117.5/bbl).

## Прогнозные цены на нефть (сорт Brent)



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Для газовых компаний мы, помимо снижения прогнозов по ценам на газ вслед за пересмотром стоимостной корзины нефтепродуктов, вернулись к прежней концепции НДС, предусматривающей «мягкое» повышение ставок.

## Изменение прогнозного НДС, руб. за тыс. куб м.

	2011	2012	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Старый прогноз для GAZP	237	509	652	831	1062	1147	1239
Старый прогноз для NVTK	237	251	652	831	1049	1147	1239
Новый прогноз для GAZP	237	509	582	622	672	726	784
Новый прогноз для NVTK	237	251	265	278	300	450	500

Источник: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

При этом, по всей видимости, уже осенью Правительство РФ может утвердить новую концепцию взимания НДС на газ, и ставка налога будет «привязана» к ценовым и техническим параметрам. Так, в соответствии с одним из предложенных вариантов, новая формула НДС на газ выглядит следующим образом:  $НДС = 0,247 * (Ц_{вн} * (1 - \varepsilon) + Ц_{\varepsilon} * \varepsilon - 500 * K * I - 1600 * I)$ . Где,  $C_{вн}$  – средняя оптовая цена для промышленных потребителей по данным ФСТ  $C_{\varepsilon}$  – экспортный нетбэк (средняя по ЕСГ рыночная цена на газ, обеспечивающая равную доходность поставок газа на внутренние и внешние рынки)  $\varepsilon$  – доля экспорта в добыче (у группы "Газпром" – 40% по расчетам энергетического центра «Сколково», у остальных соответственно 0%) 500 – цена отсечения, при которой добыча природного газа становится нерентабельной  $K$  – коэффициент для разных месторождений (1 – для сеномана, 2 – для остальных отложений, валанжин, ачим и т.д.)  $I$  – инфляция 1600 – транспортные расходы от центра добычи (ЯНО) до центрального региона --- по состоянию на 2011 г.

По нашим оценкам, исходя из предложенных параметров расчета и базового сценария развития газовой отрасли, НДС для Газпрома в 2015 году может составить примерно 780 руб. за тыс. куб м (против возможных 1 061 руб. за тыс. куб м исходя из прежних предложений Минфина и 672 руб. за тыс. куб м., предусмотренных действующими утвержденными параметрами), для НОВАТЭКа – порядка 500 руб. за тыс. куб м (против 1 049 руб. за тыс. куб м и 300 руб. за тыс. куб м. соответственно). Т.е. НДС на газ, скорее всего будет увеличен, однако не столь критично, как это предполагала концепция Минфина. При этом, налоговая нагрузка на НОВАТЭК может остаться ниже аналогичного показателя Газпрома вплоть до завершения процесса либерализации ценообразования на внутреннем рынке (2022 г).

В результате внесенных в наши финансовые модели изменений, на период 2012-2017 гг прогнозная EBITDA для нефтяных компаний в среднем снижается на 17 %, для Газпрома – на 9 %, для НОВАТЭКа вырастает на 4 %.

## Изменения прогнозного показателя EBITDA по компаниям нефтегазового сектора, \$ млрд

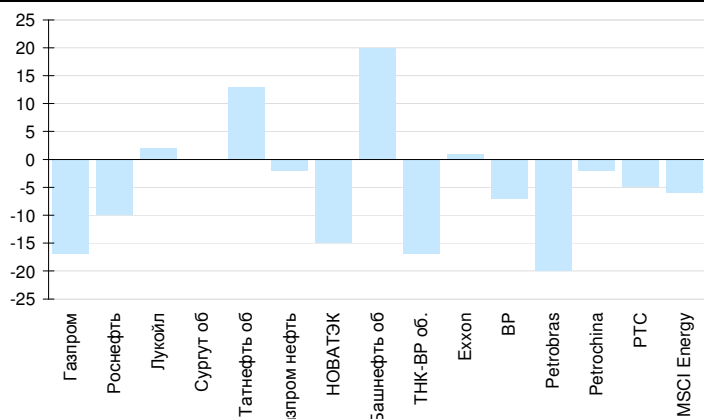
	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Роснефть</b>						
старый	26 437	26 065	25 571	24 979	23 119	21 175
новый	20 057	18 569	19 470	20 557	20 843	21 399
% изменения	-24%	-29%	-24%	-18%	-10%	1%
<b>ЛУКОЙЛ</b>						
старый	27 755	26 917	26 966	26 950	24 618	22 851
новый	19 945	19 510	20 979	22 863	23 061	23 996
% изменения	-28%	-28%	-22%	-15%	-6%	5%
<b>Сургутнефтегаз</b>						
старый	12 456	12 028	11 759	10 581	9 440	7 964
новый	9 128	8 278	8 777	8 355	8 243	7 941
% изменения	-27%	-31%	-25%	-21%	-13%	0%
<b>Татнефть</b>						
старый	5 950	5 938	5 605	5 273	4 344	3 929
новый	4 592	4 517	4 502	4 507	4 000	3 979
% изменения	-23%	-24%	-20%	-15%	-8%	1%
<b>Газпром нефть</b>						
старый	10 622	9 530	9 101	8 732	7 866	7 218
новый	8 311	7 044	7 314	7 404	7 442	7 578
% изменения	-22%	-26%	-20%	-15%	-5%	5%
<b>ТНК-ВР</b>						
старый	17 964	17 098	16 749	15 797	14 504	13 256
новый	13 487	12 077	12 632	13 701	13 893	14 366
% изменения	-25%	-29%	-25%	-13%	-4%	8%
<b>Башнефть</b>						
старый	4 301	4 527	4 820	5 098	5 125	4 914
новый	3 520	3 472	3 643	4 246	4 756	5 125
% изменения	-18%	-23%	-24%	-17%	-7%	4%
<b>Газпром</b>						
старый	69 791	70 889	71 823	70 239	73 345	75 802
новый	59 981	60 535	63 431	64 378	70 149	75 786
% изменения	-14%	-15%	-12%	-8%	-4%	0%
<b>НОВАТЭК</b>						
старый	3 653	3 799	4 115	4 464	6 680	7 938
новый	3 145	3 767	4 355	5 019	7 324	8 969
% изменения	-14%	-1%	6%	12%	10%	13%

Источник: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

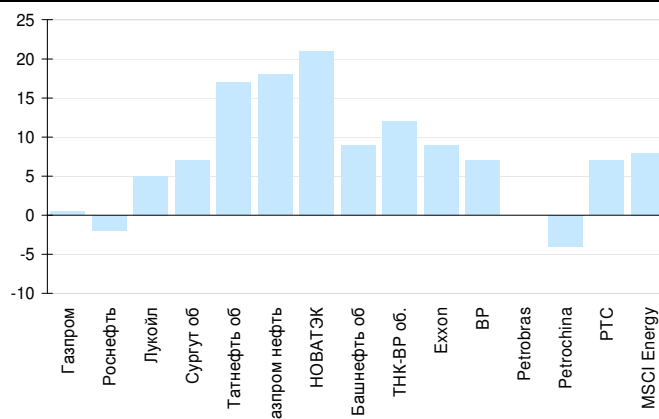
### Последние рыночные тенденции

С начала года динамика акции российских нефтегазовых компаний несущественно отличается от наблюдаемых тенденций в изменении стоимости мировых нефтегазовых majors, демонстрируя умеренно негативные результаты. Явными лидерами смотрятся акции Башнефти и Татнефти, хуже рынка выглядят бумаги ТНК-ВР Холдинга, Роснефти, Газпрома и НОВАТЭКа (о причинах более подробно см. соответствующие разделы о компаниях).

Динамика акций нефтегазовых компаний с начала года, %



Динамика акций нефтегазовых компаний в июне-июле, %



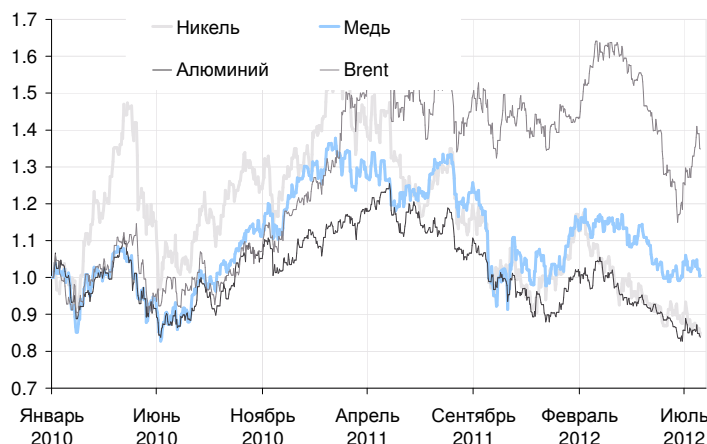
Источники: данные компаний, оценки аналитического департамента НОМОС-БАНКА

При этом несмотря на то, что 2011 год оказался рекордным по уровню полученных нефтяными компаниями доходов, котировки акций ведущих компаний сектора (исключение составляют НОВАТЭК и Башнефть) по-прежнему торгуются ниже, чем в начале 2007 года. Величина снижения котировок составляет от минус 1 % по акциям Газпром нефти до минус 62 % по бумагам Газпрома (в среднем - около 35 %). Перечисление причин, вследствие которых значительное число акций нефтегазовых компаний сейчас стоит столько же, сколько и в 2006 году (цена на нефть за этот период выросла почти вдвое), может занять не одну страницу (наиболее важные: общая рыночная конъюнктура, особенности налоговой системы, рост CAPEX). При этом следует отметить, что, по нашим оценкам, в настоящее время средняя капитализация сектора соответствует среднегодовой цене Brent на уровне \$ 75-80/bbl, медианная EV/EBITDA'12 – около 3, что примерно на 35-40 % ниже регрессионных значений. А значит, с фундаментальной точки зрения сектор имеет неплохие шансы для переоценки рынком в сторону повышения.

Последние несколько месяцев судьбоносных государственных решений для нефтяного сектора не принималось, а продолжающаяся дискуссия по изменению налоговой концепции (переход к преимущественному налогообложению не выручки, а прибыли за счет введения налога на дополнительный доход – НДД), похоже, приняла затяжной характер. Впрочем, в вопросе скорого введения НДД мы видим целый ряд серьезных сложностей, которые могут значительно растянуть временные рамки применения налоговых новаций в секторе. Прежде всего, введение НДД требует ведения обособленного бухгалтерского учета по каждому месторождению, что в российских реалиях (особенно, для brownfields) пока выглядит фантастичным. Как следствие более вероятным является использование механизма НДД для новых проектов (позволит вовлечь в разработку значительное число новых лицензионных участков). И тем более интересным является тот факт, что в качестве плотного проекта могут быть выбраны «зрелые» месторождения Башнефти, которые характеризуются сложными горно-геологическими условиями (прежде всего, высокой обводненностью и низкими, порядка 2-3 т/сут, дебитами).

На фоне бедности информационного фона (исключение составляет возможное изменение собственников ТНК-ВР) значительное внимание инвесторов сосредоточено на динамике нефтяных цен. Котировки Brent, по-прежнему выглядит очень солидно в сравнении с динамикой цен на другие commodities.

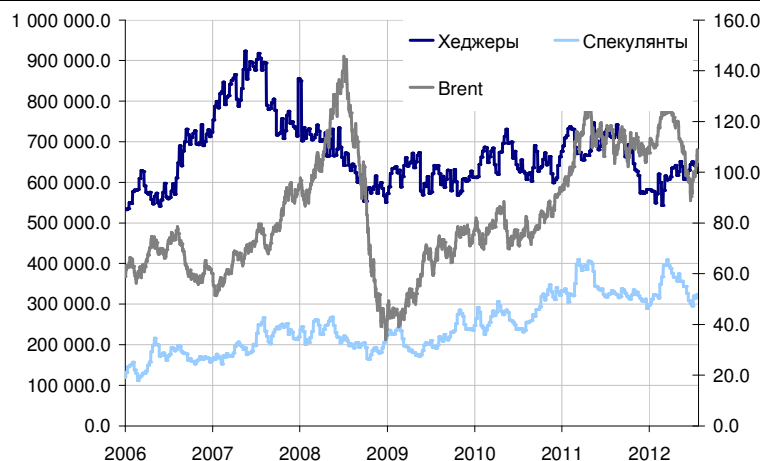
### Динамика цен на нефть (сорт Brent) и других commodities



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Летом на фоне сохраняющихся мировых макроэкономических вызовов неплохую поддержку ценам оказал рост китайского импорта (в преддверии вступления в действие санкций против Ирана власти КНР в июне увеличили закупки нефти на 17% по сравнению с маем до 635 тыс. баррелей в сутки) и обострение геополитической обстановки вокруг Сирии. Впрочем, мы по-прежнему полагаем, что сирийский фактор (в отличие от иранского) не окажет существенного влияния на баланс спроса и предложения в мире: на сегодняшний день в стране добывается всего чуть более 300 тыс. барр. в сутки (для сравнения довоенная добыча Ливии – 1.65 млн. барр. в сутки. В ближайшее время мы полагаем, что цены на нефть продолжат консолидацию в широком диапазоне \$ 90-110/bbl, и в условиях относительно низкой активности участников рынка (см. график ниже) возможен рост волатильности.

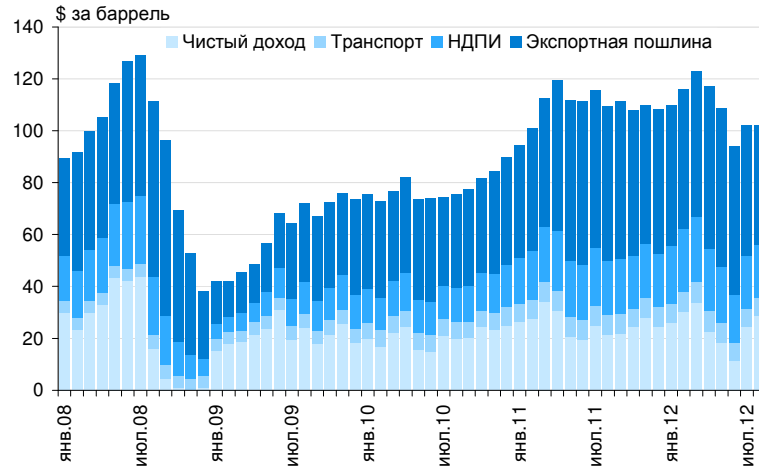
### Количество открытых позиций хеджерами и спекулянтами



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Отметим, что если цены на нефть останутся на нынешнем уровне (\$ 103/bbl), то, по нашим оценкам, чистый доход нефтяников в августе за счет существенного снижения экспортной пошлины (рассчитывалась исходя из цены Urals за период с 15.06 по 13.07 и составила \$ 95.2/bbl) достигнет \$ 28 за баррель. Этот уровень соответствует значениям ноября 2011 г – марта 2012 г. Исторически, несмотря на прямую зависимость ставок экспортных пошлин на нефть от сырьевых котировок рынок, как правило, достаточно оперативно реагирует на возникающие дисбалансы, которые приводят к значительному (пусть, и временному) изменению чистого дохода нефтяников. А значит, август может оказаться не самым плохим месяцем для акций компаний сектора.

## Динамика цен на нефть и чистого дохода в сегменте upstream



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

## Коротко о компаниях

### Роснефть

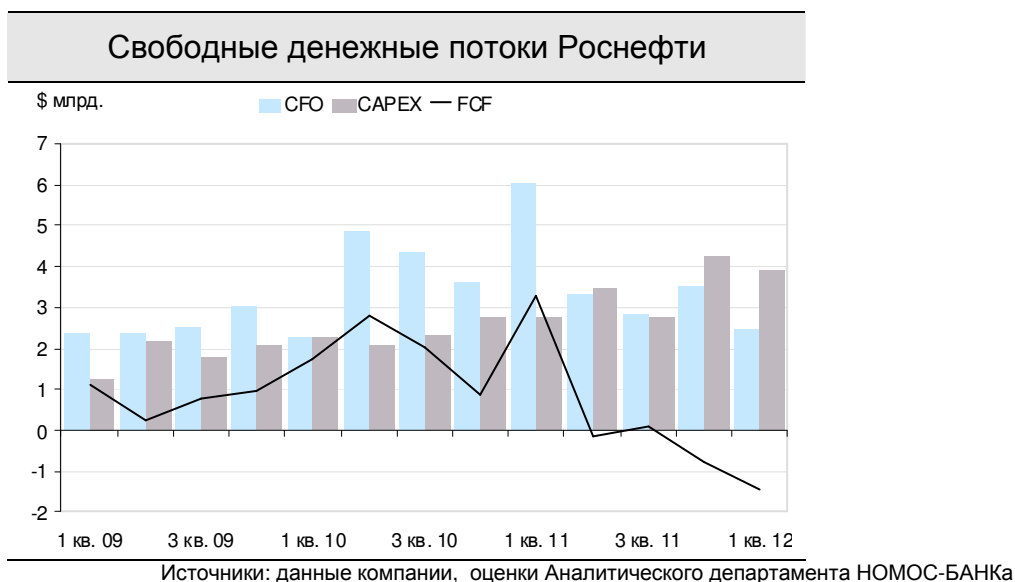
В текущем году акции Роснефти не демонстрируют выдающейся динамики, чувствуя себя чуть хуже рынка (-10 % против 5 %-ного падения индекса РТС), несмотря на целый ряд интересных корпоративных событий. Основной причиной достаточно слабой реакции рыночного сообщества на последние события в компании (назначение нового CEO, создание СП с Exxon, Eni и Statoil, возможная покупка 50 % доли в ТНК-ВР) является неочевидность существенного влияния данных новостей на фундаментальную стоимость Роснефти.

Так, рассуждения о том, что ждет компанию во главе с новым CEO, которым стал экс вице-премьер Игорь Сечин, пока выглядят преждевременными. Мы полагаем, что увеличение фундаментальной стоимости бумаг ROSN вследствие кадровых изменений может произойти только в случае, если новый CEO добьется каких-то специальных условий для работы компании (как, например, это было с ванкорскими льготами, которые, по нашим оценкам, в случае их сохранения, могли бы приносить компании около \$ 4 на баррель общей добычи) или проведет выгодные M&A сделки.

Арктическая эпопея Роснефти (предварительно оценка ресурсов составляет около 3 млрд. т) также не сулит быстрых выгод: первым шагом, который позволит рассуждать о дальнейшей судьбе проектов, станет подтверждение (или неподтверждение) перспектив нефтеносности. Пока степень геологической изученности шельфа Черного и особенно Карского морей является крайне низкой, т. е. компаниям сначала требуется провести сейсмические изыскания, затем пробурить поисково-разведочные скважины и оценить полученные результаты. По нашим оценкам, на это может уйти до 7 лет, и существенную нагрузку по CAPEX будут нести иностранные партнеры, что является позитивным для Роснефти с точки зрения диверсификации источников финансирования и специфических геологических рисков.

Возможная покупка 50 %-ной доли в ТНК-ВР (цена вопроса, по нашим оценкам, составляет примерно \$ 25 млрд.) также пока вызывает больше вопросов, чем ответов. Мы полагаем, что существенное влияние возможной сделки на отношение рынка к бумагам ROSN возможно только в случае, если компании удастся приобрести долю в ТНК-ВР ниже ее «справедливой» стоимости, либо убедить инвесторов в возникновении значительного синергетического эффекта.

На этом фоне после отмены с мая прошлого года ванкорских льгот, компании никак не удастся похвастаться высоким уровнем свободного денежного потока. Более того, последние два квартала этот показатель находится ниже нулевых отметок (в 4 кв. 2011 г – минус \$ 450 млн., в 1 кв. 2012 г - минус \$ 1.5 млрд.) вследствие высокого уровня CAPEX (около \$ 4 млрд.) и негативной динамики оборотного капитала (вырос в 1 кв. 2012 г примерно на \$ 1.5 млрд. за счет увеличения дебиторской задолженности и запасов). Как следствие какое-либо оживление в акциях ROSN можно ожидать при условии исправления негативной динамики FCF.



Другим катализатором переосмысления отношения инвесторов к бумагам ROSN могло бы стать проведение SPO. Однако пока ключевые параметры данного события (величина, сроки, форма) по-прежнему остаются неопределенными, а значит, в ближайшее время акциям Роснефти (торгуются с 30 %-ной премией по EV/EBITDA к аналогам) будет сложно чувствовать себя лучше рынка.

### Оценка стоимости Роснефти:

Мы пересмотрели наш уровень target price по акциям Роснефти с \$ 9.32 до \$ 7.45, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 4.3 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – 7.4 руб. на обыкновенную акцию (дивидендная доходность – 3.7 %).

### ЛУКОЙЛ

В нынешнем году акции ЛУКОЙЛа чувствуют себя лучше рынка (+ 2 % с начала года) на фоне нормализации ситуации с добычей начиная с октября прошлого года (продолжающееся снижение производства на Южно-Хыльчуйском месторождении в Тимано-Печоре было компенсировано приростом в Западной Сибири и Перми). При этом темпы суточной добычи снижения г-к-г не превышают 2 %, и, по нашим, оценкам, компании вполне по силам завершить год нулевым снижением производства, что станет хорошим подспорьем для бумаг ЛКОН.



Источники: Reuters, Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

По нашим оценкам, в настоящее время рынок оценивает текущую стоимость бумаг ЛКОН исходя из среднегодовой цены нефти на уровне около \$ 80 за баррель. При этом, по показателям EV/EBITDA'12 и P/E'12 на уровне 2.6 и 3.8 соответственно акции компании торгуются более чем с 30 %-ным дисконтом к бумагам ROSN и 15 %-ным к среднеотраслевым значениям.

Долгосрочный интерес для рынка также представляет запуск концерном процедуры buyback в объеме \$ 2.5 млрд., возможное проведение SPO в Гонконге и сохранение относительно неплохих дивидендных выплат. По нашим оценкам, buyback ЛУКОЙЛа уменьшит количество бумаг, находящихся в обращении (outstanding shares) примерно на 5-6 %, пропорционально увеличив стоимость, приходящуюся на одну акцию. При этом ключевым вопросом остается дальнейшая судьба выкупленных акций (как новых, как и те, которые были приобретены ранее, в т.ч. у ConocoPhillips): наилучшей новостью для рынка станет объявление об их погашении. Акции ЛУКОЙЛа остаются одной из наших ключевых рекомендаций в секторе.

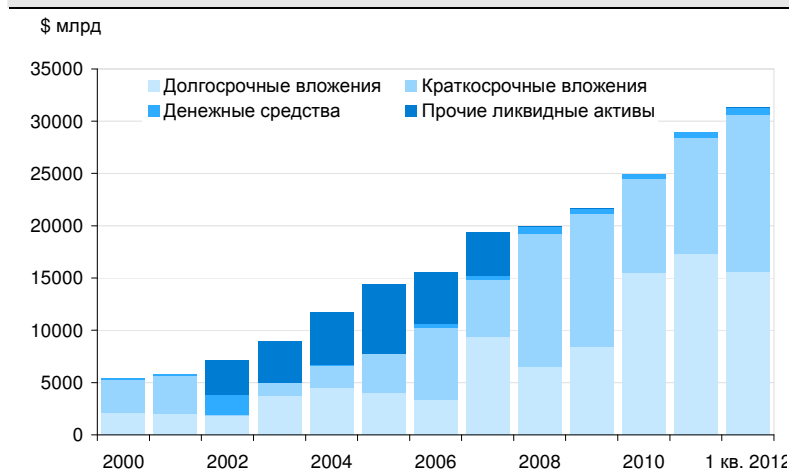
**Оценка стоимости ЛУКОЙЛа:**

Мы пересмотрели наш уровень target price по акциям ЛУКОЙЛа с \$ 89.05 до \$ 70.5, сохраняя рекомендацию «Покупать».

Оцениваемый FCF yield 2012 - 6.6 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – порядка 90 руб. на акцию (дивидендная доходность – 5.0 %).

**Сургутнефтегаз**

Обыкновенные акции Сургутнефтегаза по сравнению с началом года практически не изменили своей стоимости (привилегированные выросли на 7 %) в отсутствие каких-либо значимых внутрикорпоративных новостей. В настоящее время мультипликатор EV/Добыча (EV – без учета долгосрочных финансовых вложений) компании составляет порядка \$ 30 /bbl (при среднем по отрасли - \$ 75 /bbl), при этом эффективность работы Сургута практически не уступает другим российским ВИНКом. Так, (кстати, многие «забывают», что Сургут публикует раз в год и консолидированную отчетность по РСБУ, результаты которой не очень существенно отличаются от неконсолидированной) EBITDA на баррель добычи по РСБУ составляет порядка \$ 23-25 (в зависимости от оценок показателя амортизационных отчислений), что сопоставимо с результатами конкурентов по US GAAP/МСФО - \$ 24.3 у ТНК-ИЗ Холдинга, \$ 25.3 у Роснефти, \$ 27.6 у Газпром нефти и \$ 27.9 у ЛУКОЙЛа. При этом если вычесть из текущей капитализации Сургута cash, то оставшаяся часть составит всего \$ 15 млрд., что сопоставимо с EV Татнефти, которая добывает почти в 2,5 раза меньше. При этом на \$ 15 млрд. можно пробурить всего 5-7 тыс. новых скважин: столько компания вводит в строй за 3-5 лет, не говоря уж о том, что у Сургута есть НПЗ в Киришах, перерабатывающий 21 млн т с крайне выгодным географическим положением, которое в существенной степени нивелирует относительно низкую глубину переработки (65 %). Примерная стоимость Киришей (исходя из текущих рыночных мультипликаторов) - \$ 3-4 млрд. Как следствие мы уверены, что начало публикации отчетности компании по МСФО (т.е. на понятном для инвесторов языке) сможет запустить процесс переоценки стоимости Сургутнефтегаза. Обыкновенные акции Сургутнефтегаза кажутся нам одними из наиболее недооцененных бумаг среди компаний нефтяного сектора.

**Динамика изменения ликвидных финансовых ресурсов Сургутнефтегаза**

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

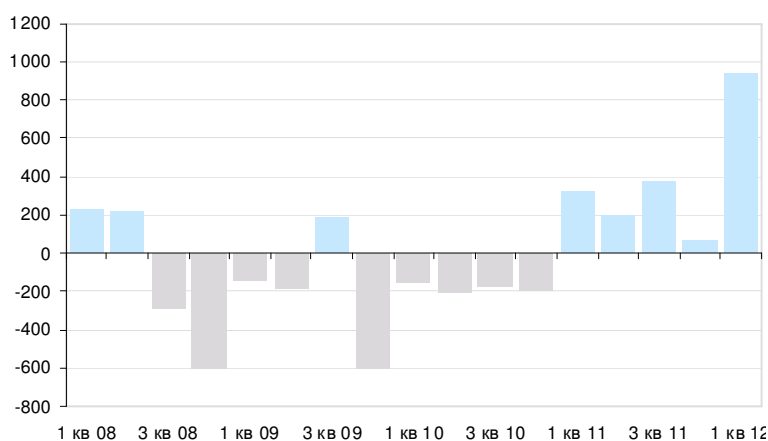
**Оценка стоимости Сургутнефтегаза:**

Мы пересмотрели наш уровень target price по обыкновенным акциям Сургутнефтегаза с \$ 1.61 до \$ 1.48 до, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оценку привилегированных бумаг компании была снижена с \$ 0.75 до \$ 0.72, рекомендация «Покупать» сохранена. Оцениваемый FCF yield 2012 - 10.5 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – 0.55 руб. на обыкновенную акцию (дивидендная доходность – 2.1 %) и 2.0 руб. – на привилегированную (дивидендная доходность – 11 %).

## Татнефть

В нынешнем году обыкновенные акции Татнефти стали одними из лидеров роста в секторе, подорожав с начала года на 13 % (стоимость «префов» практически не изменилась). Одним из катализаторов роста бумаг TATN (с начала лета прибавили в стоимости 17 %) стала отличная компания по US GAAP за 1 кв. 2012 г., подтвердившая нашу уверенность в том, что после запуска Танеко возможности компании по генерации свободных денежных потоков существенно выросли (величина FCF в 1 кв. 2012 г составила рекордные \$ 933 млн). При этом за счет начала полномасштабного запуска Танеко (помимо прочего это позволило оптимизировать логистические схемы) и хорошего контроля над издержками (lifting costs снизились с \$ 7.8 до \$ 6 /bbl) показатель EBITDA на баррель добычи Татнефти (\$ 25.9) впервые оказался выше не только, чем у ТНК-ВР Int. (\$ 22.5), но и у Роснефти (\$ 25). Мы по-прежнему убеждены, что «фактор Танеко» по-прежнему не до конца учитывается рынком в нынешних котировках Татнефти, и считаем, что текущий FCF-yield'12 на уровне около 15 % выглядит крайне привлекательным.

Динамика свободных денежных потоков  
Татнефти, \$ млн



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

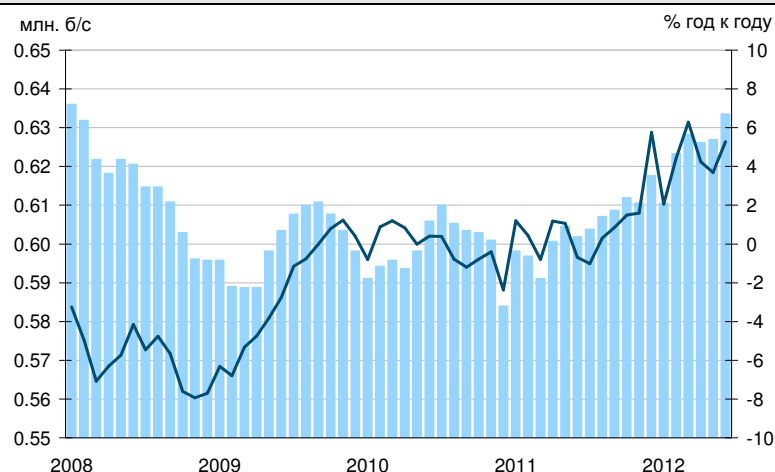
## Оценка стоимости Татнефти:

Мы пересмотрели наш уровень target price по обыкновенным акциям Татнефти с \$ 8.33 до \$ 7.05, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оценку привилегированных бумаг компании была снижена с \$ 4.3 до \$ 3.67 (рекомендация «Покупать» сохранена). Оцениваемый FCF yield 2012 - 14.7%. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – около 10 руб. на обыкновенную и привилегированную акцию (дивидендная доходность – 5.4 % и 11 % соответственно).

## Газпром нефть

В текущем году акции Газпром нефти двигаются вместе с рынком на фоне отсутствия каких-либо ярких внутрикорпоративных событий в жизнедеятельности компании. Из позитивных факторов отметим неплохие финансовые результаты за 1 кв. 2012 г.: компании удалось сгенерировать внушительный свободный денежный поток (порядка \$ 1 млрд.) на фоне неожиданного сокращения CAPEX (с \$ 1.4 до \$ 1 млрд.) и эффективной работы с оборотным капиталом. Также Газпром нефть продолжает демонстрировать отличную операционную динамику: к середине лета темпы прироста добычи г-к-г превысили 5 % за счет Приобского месторождения в Югре и консолидации оренбургских активов. Впрочем, в ближайшем будущем мы ожидаем существенного замедления темпов роста добычи Газпром нефти.

## Динамика добычи нефти Газпром нефти



Источники: Reuters, Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Очевидных драйверов дальнейшего роста стоимости Газпром нефти (таковым могло бы стать увеличение free float, который в настоящее время не превышает 5 %) пока не видно. Хотя новую пищу для размышления может дать запуск новых проектов компании в сегменте upstream. Так, по расчетам менеджмента Газпром нефти, приведенный NPV этих проектов составляет \$ 8 млрд. (порядка \$ 1.7 на акцию), и очевидно, что пока рынок не разделяет таких радужных оценок компании.

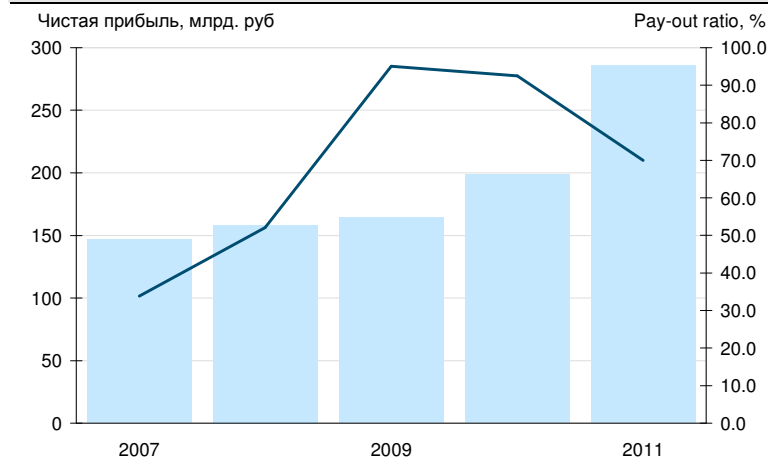
#### Оценка стоимости Газпром нефти:

Мы пересмотрели наш уровень target price по акциям Газпром нефти с \$ 6.16 до \$ 5.34, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 8.1 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – 8.0 руб. на акцию (дивидендная доходность – 5.4 %).

#### ТНК-ВР Холдинг

В нынешнем году обыкновенные акции ТНК-ВР Холдинга являются одними из аутсайдеров в секторе («префы» демонстрировали динамику вместе с рынком), что, по всей видимости, связано с грядущим изменением акционерной структуры материнской ТНК-ВР Int. Болезненная реакция рынка в бумагах TNBP на смену собственника обусловлена опасениями возможного ухудшения производственного и корпоративного менеджмента компании (включая изменение дивидендной политики). При этом поскольку возможная смена владельцев произойдет на уровне материнской ТНК-ВР Int., то появление каких-либо предложений о выкупе миноритарных долей в ТНК-ВР Холдинге выглядит маловероятным. Основной риск для TNBP мы видим в возможном изменении дивидендной политики (что, впрочем, выглядит совсем неочевидным). Из позитивных моментов возможной сделки между ВР и Роснефтью и/или консорциумом ААР отметим, что новый состав акционеров может вернуться к вопросу о возможном проведении IPO, что может вызвать всплеск интереса инвесторов к бумагам TNBP.

### Динамика дивидендной доходности ТНК-ВР Холдинга



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

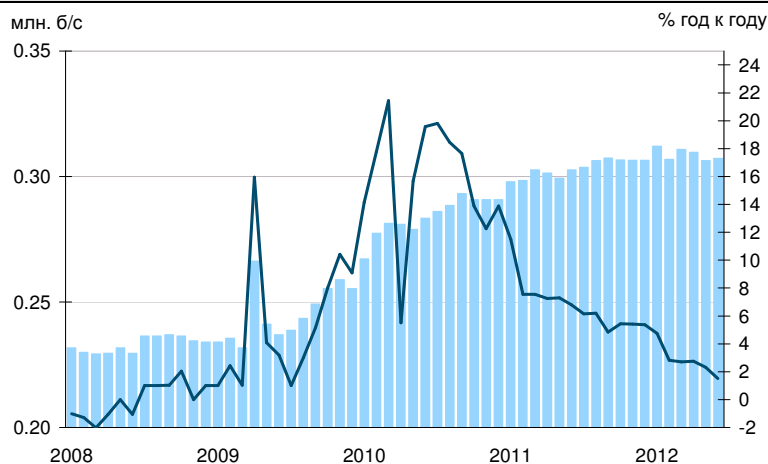
#### Оценка стоимости ТНК-ВР Холдинга:

Мы пересмотрели наш уровень target price по обыкновенным акциям ТНК-ВР Холдинга с \$ 3.54 до \$ 2.99 сохраняя рекомендацию «Держать» на фоне сохраняющейся неопределенности относительно будущей структуры собственности материнской ТНК-ВР Int. Оценку привилегированных бумаг компании снижена с \$ 3.01 до \$ 2.54, с сохранением рекомендации «Держать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 16.7 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – 12 руб. на акцию (дивидендная доходность по обыкновенным акциям – 15 %, по привилегированным – 17.4 %).

#### Башнефть

С начала года акции Башнефти (как обыкновенные, так и привилегированные) чувствовали себя значительно лучше рынка (прирост составил 20 % и 13 % соответственно). Весомую поддержку котировкам оказала состоявшаяся реорганизация компании в виде присоединения дочерних компаний из сегмента R&M, стартовавшая весной этого года. При этом на фоне сокращения органических темпов прироста добычи до 1.5 %, важным условием дальнейшего развития компании представляет своевременный запуск месторождений им. Требса и им. Титова в НАО. По нашим оценкам, потенциальный уровень производства на месторождениях может составить половину от текущей добычи Башнефти (оцениваемый NPV с учетом использования инфраструктуры ЛУКОЙЛа – порядка \$ 1.5 млрд.). Как следствие, определенные риски (прежде всего, связанные со сроками реализации проектов) для Башнефти представляет возврат компании лицензии от Башнефть-Полюса (созданное СП с ЛУКОЙЛом), а также произошедшая 20 апреля авария на месторождении им. Требса и повлекшая кадровые перестановки в блоке upstream компании.

## Динамика добычи Башнефти



Источники: Reuters, Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В дальнейшем помимо общерыночных факторов влияние на котировки BANE может оказать возможное достижение соглашения о продаже пакета акций компании какому-либо участнику рынка (например, индийской ONGC): не исключено, что переход на «единую акцию» является одним из этапов предпродажной подготовки, однако точные сроки завершения этого процесса пока остаются туманными.

**Оценка стоимости Башнефти:**

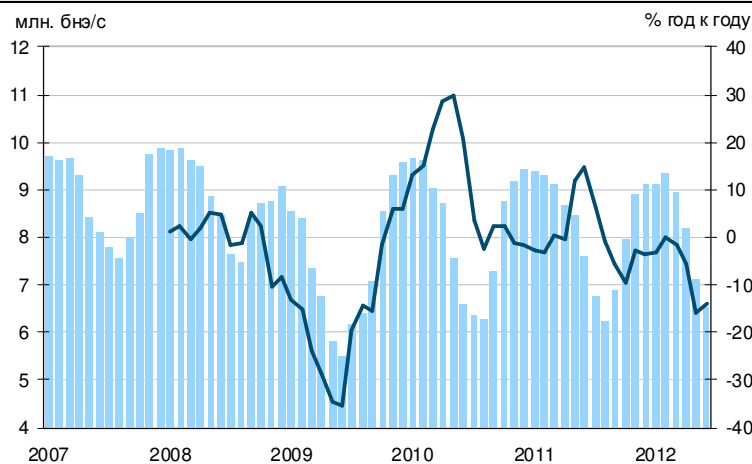
Мы пересмотрели наш уровень target price по обыкновенным акциям Башнефти с \$ 70.1 до \$ 57.7, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оценка привилегированных бумаг компании снижена с \$ 47.7 до \$ 39.2, рекомендация «Покупать» была изменена на «Держать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 16.7 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2011 год – 100 руб. на акцию (дивидендная доходность по обыкновенным акциям – 6.5 %, по привилегированным – 10.2 %).

**Газпром**

Бумаги Газпрома несмотря на сохраняющиеся низкие значения базовых мультипликаторов (EV/EBITDA'12 – 2.4 , P/E'12 – 2.8) по-прежнему не вызывают у инвесторов особого интереса. С начала года акции потеряли в весе порядка 17 %, торгуясь более чем в два раза ниже исторических майских максимумов 2008 г. Почему же инвестиции в акции GAZP не привлекают инвесторов, несмотря на то, что EBITDA концерна по итогам 2011 г составила рекордные \$ 65 млрд.? Тезисно, можно выделить следующую группу факторов, которая не позволяет акциям Газпрома выглядеть привлекательными в глазах участников рынка.

Во-первых, проблемы европейской экономики оказывают негативное влияние на уровень спроса (причем по оценкам самого Газпрома, потребление снижается не только в периферийных, но и в ведущих странах Еврoзоны). Отсутствие у Газпрома географической диверсификации при поставках трубопроводного газа приводит к существенной зависимости операционных результатов концерна от состояния дел в Старом Свете. Как следствие факт июньского снижения добычи Газпрома г-к-г почти на 15 % (за 6 месяцев – около 6 %) выглядит весьма закономерным. В наших моделях пока мы исходим из того, что Газпром в нынешнем году сумеет сохранить уровень производства на прошлогодних отметках, однако в случае, если осень не принесет никаких значимых изменений в состоянии европейской экономики, то мы в очередной раз вынуждены будем пересмотреть наши операционные прогнозы по GAZP в сторону понижения.

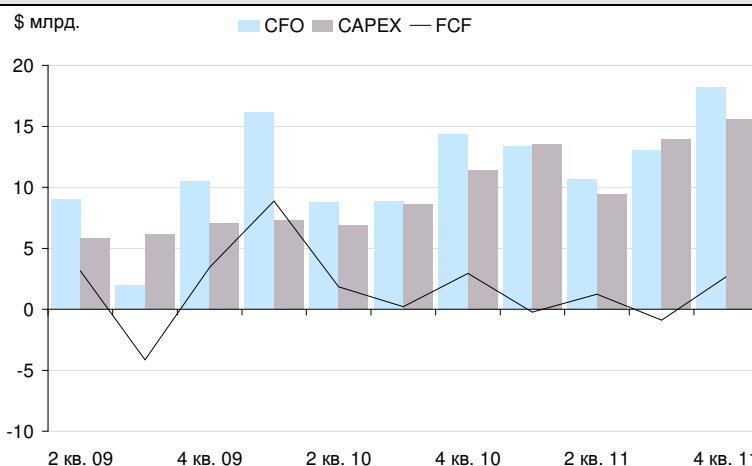
## Суточная динамика добычи газа Газпрома



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Во-вторых, Газпром в обозримом будущем продолжит масштабные инвестиционные проекты, и, по нашим оценкам, уровень свободного денежного потока концерна в 2013-14 будет находиться вблизи нулевых отметок, да и вероятность пересмотра инвестиционной программы на 2012 г в сторону повышения выглядит весьма вероятной.

## Динамика свободных денежных потоков Газпрома, \$ млн.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В-третьих, проблема «сланцевого газа» по-прежнему является актуальной: по оценкам US EIA доля shale gas в американской газодобыче вырасти к 2035 г до 49 % (сейчас — чуть более 20 %, в 2005 г — около 5 %). В настоящее время американский газовый рынок является изолированным из-за отсутствия технологических возможностей поставок сырья на другие континенты. При этом среднегодовой спрэд между ценами на луизианском терминале Henry Hub и бельгийском Zeebrugge достиг \$ 250 за тыс. куб м (в моменте превышал \$ 500 за тыс куб м), что является идеальной конъюнктурой для реализации проектов по переоборудованию американских СПГ-терминалов для экспортных целей. Если это произойдет (основной сдерживающий фактор — сложная процедура получения необходимых разрешений на экспорт стратегических товаров, действующая в США), то цены на европейском рынке вновь окажутся под давлением (как это произошло после запуска новых СПГ-заводов в Катаре) со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Ну, и наконец, Газпром представляет интерес для государства с точки зрения возможного увеличения налоговой нагрузки. Очевидно, что в таком окружении бумаги GAZP едва ли способны вызвать прилив оптимизма у инвесторов, впрочем, как известно, негативные новости тоже имеют стоимостную оценку, и в настоящее время даже несмотря на все вышеперечисленное мы полагаем, что бумаги GAZP выглядят излишне перепроданными.

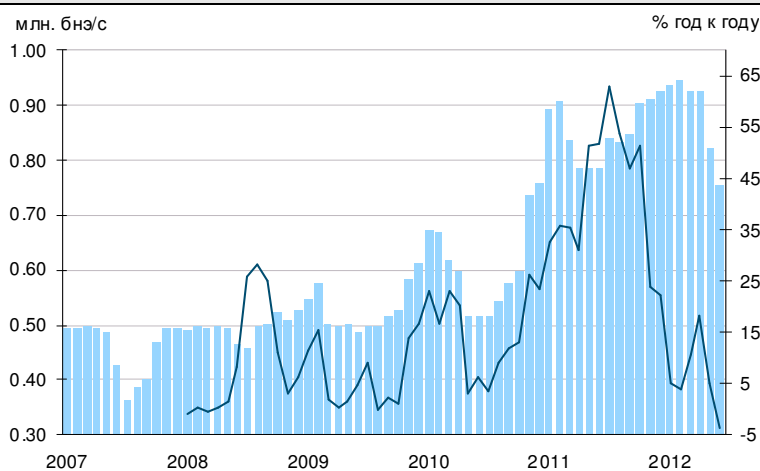
### Оценка стоимости Газпрома:

Мы пересмотрели наш уровень target price по акциям Газпрома с \$ 6.7 до \$ 5.92, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 13.6 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – 10 руб. на акцию (дивидендная доходность – 6.7 %).

### НОВАТЭК

В нынешнем году акции NVTК чувствуют себя хуже рынка: инвесторы опасаются роста налоговой нагрузки на компанию, и, кроме того, новая стратегия развития НОВАТЭКа до 2020 г предполагает существенное увеличение CAPEX (без учета проекта Ямал СПГ – до \$ 2.6 млрд. в среднем за 10 лет против \$ 864 млн. по итогам 2011 г). Кроме того, темпы прироста добычи компании стали существенно сокращаться, достигнув к июню зоны отрицательных значений.

Динамика добычи НОВАТЭКа



Источники: Reuters, Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Мы уже неоднократно писали, что с нашей точки зрения эпоха глобальной переоценки акций НОВАТЭКа завершена, и для дальнейшего кратного роста стоимости бумаг NVTК рынку потребуются новые аргументы (например, в виде новых эффективных M&A сделок, либо получения права на совершение экспортных операций, например, посредством заключения агентских соглашений с Газпромом). Однако исходя из своих фундаментальных показателей акции NVTК смотрятся в настоящее время перепроданными, и этот инструмент по-прежнему нравится нам больше в сравнении с бумагам GAZP.

### Оценка стоимости НОВАТЭКа:

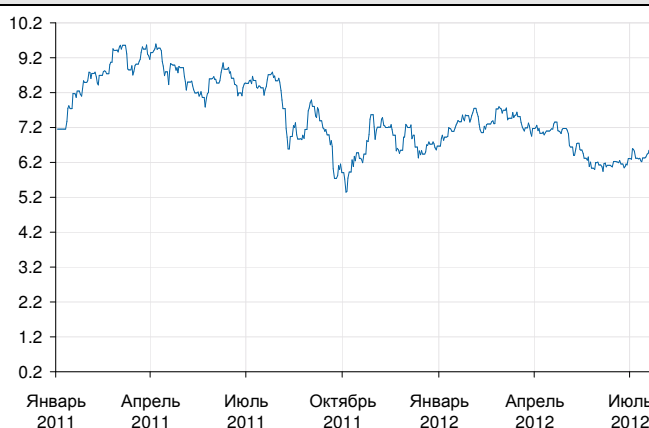
Мы повышаем целевую цену по акциям НОВАТЭКа (основной драйвер – снижение прогнозного НДПИ) с \$ 12.1 до \$ 14.3, сохраняя рекомендацию «Покупать». Оцениваемый FCF yield 2012 - 3.7 %. Предполагаемый размер дивидендных выплат за 2012 год – около 8 руб. на акцию, ожидаемая дивидендная доходность – 2.3 %.

## Роснефть: информация о компании

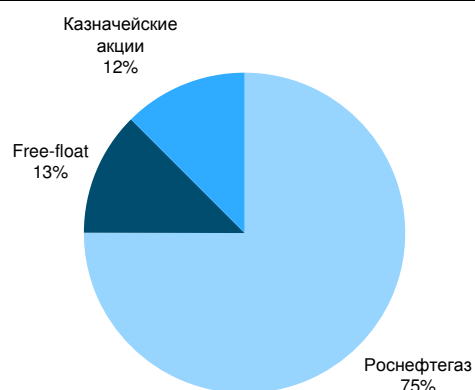
## Основные данные

Тикер РТС	ROSN
Цена акции, \$	6.06
Капитализация, млн. \$	64 241
Чистый долг, млн. \$	17 968
EV, \$ млн.	82 209
Целевая цена, \$	7.45
Потенциал, %	23
Рекомендация	Покупать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала



## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.1
P/E	6.2	6.0	6.8
ND/EBITDA	0.8	0.9	0.9
FCF Y, %	10.0	9.4	4.3
Div, руб.	2.8	7.5 (п)	7.4

## Описание компании

До середины 2006 г Роснефть являлась единственной российской вертикально интегрированной нефтяной компанией, полностью принадлежащей государству. Однако в середине июля 2006 г. Роснефть провела первичное размещение акций в Лондоне и Москве, продав инвесторам в общей сложности около 15 % бумаг и выручив за них свыше \$ 10 млрд.

В начале 2007 г. в рамках процедуры банкротства ЮКОСа Роснефть смогла приобрести активы на сумму более \$ 20 млрд, и на сегодняшний день компания является не только лидером нефтяной отрасли РФ по размеру нефтяных резервов, объему добычи и переработки нефти, но и занимает одно из ведущих мест в мире среди публичных компаний по объему добычи нефти (2.4 млн барр. в сутки). Обеспеченность Роснефти доказанными запасами углеводородов составляет 26 лет, при этом значительная часть ресурсов относится к категории традиционных, что дает возможность эффективно наращивать добычу. Роснефть перерабатывает часть объема добытой нефти на семи российских НПЗ с общей проектной мощностью 1 млн барр/сут, что составляет около 45% общего объема добычи Компании. В мае 2011 года Роснефть приобрела 50% доли в Ruhr Oel GmbH, который владеет четырьмя НПЗ в Германии мощностью около 465 000 барр. в сутки.

Компания реализует часть произведенных нефтепродуктов в России оптом и через собственную розничную сеть, которая включает около 1 700 станций обслуживания в 41 регионе страны (1 800 станций с учетом АЗС по договорам франчайзинга). Другая часть произведенных нефтепродуктов (в основном, мазут, прямогонный бензин и дизельное топливо) направляется на экспорт в страны Европы, Азии и СНГ. Нефтепродукты, произведенные немецкими заводами, реализуются в странах Европы.

В 2012 году CEO Роснефти стал бывший вице-премьер Игорь Сечин, и в настоящее время компания ведет переговоры с британской BP о покупке 50 %-ной доли в ТНК-BP.

## Роснефть: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	46 826	63 047	92 218	93 070	96 737	100 374	102 864	104 658	105 951
Темп роста (%)	-32%	35%	46%	1%	4%	4%	2%	2%	1%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>13 478</b>	<b>19 096</b>	<b>22 048</b>	<b>20 057</b>	<b>18 569</b>	<b>19 470</b>	<b>20 557</b>	<b>20 843</b>	<b>21 399</b>
Рентабельность (%)	28.8%	30.3%	23.9%	21.6%	19.2%	19.4%	20.0%	19.9%	20.2%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>9 128</b>	<b>13 499</b>	<b>14 778</b>	<b>13 267</b>	<b>11 111</b>	<b>11 462</b>	<b>12 151</b>	<b>12 110</b>	<b>12 475</b>
Рентабельность (%)	19%	21%	16%	14%	11%	11%	12%	12%	12%
-Налоги на прибыль	2 000	2 644	2 935	2 392	1 955	2 009	2 142	2 148	2 256
<b>НОРАТ</b>	<b>7 128</b>	<b>10 855</b>	<b>14 778</b>	<b>10 876</b>	<b>9 156</b>	<b>9 453</b>	<b>10 009</b>	<b>9 962</b>	<b>10 219</b>
+ Амортизация	4 350	5 597	7 270	6 790	7 458	8 008	8 406	8 733	8 924
- Капвложения	-7 252	-8 931	-13 346	-15 119	-14 522	-14 201	-13 044	-11 873	-11 064
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 111	-1 115	-2 662	190	59	-133	-126	-49	-66
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>3 115</b>	<b>6 406</b>	<b>6 040</b>	<b>2 737</b>	<b>2 151</b>	<b>3 126</b>	<b>5 246</b>	<b>6 772</b>	<b>8 014</b>

## Основные предположения

WACC	11.0%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(E+D)	15.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.14
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>12.1%</b>
Стоимость долга	6.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>4.8%</b>
<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>

## Специфический риск эмитента

<b>Специфический риск эмитента</b>	<b>0.0%</b>
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	20 281
Конечная стоимость	103 564
Приведенная конечная стоимость	61 542
Стоимость денежных потоков	81 824
Текущий чистый долг (наличность)	17 968
Стоимость инвестиций	7 639
Чистая стоимость компании	71 495
Количество акций (млн.)	9 598
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>7.45</b>

## Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
4.5%	10.6	9.5	8.6	7.8	7.2	6.6	6.1
4.0%	9.7	8.7	8.0	7.3	6.7	6.2	5.8
3.5%	8.9	8.1	7.4	6.8	6.3	5.9	5.5
<b>3.0%</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.0</b>	<b>7.4</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>
2.5%	7.7	7.1	6.6	6.1	5.7	5.3	5.0
2.0%	7.3	6.7	6.2	5.8	5.4	5.1	4.8
1.5%	6.8	6.4	5.9	5.5	5.2	4.9	4.6

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

**Роснефть: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)****Отчет о прибылях и убытках**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>46 826</b>	<b>63 047</b>	<b>92 218</b>	<b>93 070</b>	<b>96 737</b>	<b>100 374</b>	<b>102 864</b>	<b>104 658</b>	<b>105 951</b>
Операционные расходы	33 348	43 951	77 440	73 013	78 168	80 904	82 307	83 815	84 553
Амортизация	4 350	5 597	7 270	6 790	7 458	8 008	8 406	8 733	8 924
Операционная прибыль	9 128	13 499	14 778	13 267	11 111	11 462	12 151	12 110	12 475
<b>ЕБИТДА</b>	<b>13 478</b>	<b>19 096</b>	<b>22 048</b>	<b>20 057</b>	<b>18 569</b>	<b>19 470</b>	<b>20 557</b>	<b>20 843</b>	<b>21 399</b>
Чистые процентные расходы	89	33	5	353	395	455	462	365	168
Прочие расходы (доходы)	520	150	950	956	942	960	981	1 003	1 029
Прибыль до налогов	8 519	13 316	13 823	11 958	9 774	10 047	10 708	10 742	11 278
Налоги на прибыль	2 000	2 644	2 935	2 392	1 955	2 009	2 142	2 148	2 256
Доля миноритариев	5.0	272.0	102.0	88.2	72.1	74.1	79.0	79.3	83.2
<b>Чистая прибыль</b>	<b>6 514</b>	<b>10 400</b>	<b>10 786</b>	<b>9 478</b>	<b>7 747</b>	<b>7 963</b>	<b>8 487</b>	<b>8 515</b>	<b>8 939</b>

**Баланс**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	4 505	10 968	5 279	5 372	4 175	4 332	6 681	10 568	15 773
Дебиторская задолженность	6 458	7 512	6 739	6 005	6 241	6 476	6 636	6 752	6 836
Запасы	1 886	2 111	3 913	3 878	4 031	4 182	4 286	4 361	4 415
Прочие оборотные активы	2 320	2 452	9 378	8 440	7 596	7 520	7 445	7 371	7 297
Основные средства	57 704	61 190	69 286	76 103	81 714	85 777	89 110	91 063	92 096
Прочие внеоборотные активы	10 359	9 596	10 280	11 291	12 124	12 727	13 221	13 511	13 664
<b>Итого активы</b>	<b>83 232</b>	<b>93 829</b>	<b>104 875</b>	<b>111 088</b>	<b>115 881</b>	<b>121 014</b>	<b>127 380</b>	<b>133 626</b>	<b>140 080</b>
Кредиторская задолженность	3 697	3 861	5 623	6 139	6 587	6 839	6 978	7 119	7 191
Краткосрочный долг	7 838	5 498	4 720	4 098	3 482	2 857	2 857	2 857	2 857
Прочие краткосрочные обязательства	1 908	2 334	2 515	2 348	2 420	2 493	2 728	2 908	2 998
Долгосрочный долг	15 669	18 057	18 509	17 266	16 035	14 784	13 018	11 466	10 192
Прочие долгосрочные обязательства	8 583	8 575	9 254	8 638	8 906	9 175	10 038	10 699	11 030
Капитал и резервы	44 831	54 535	64 254	72 600	78 451	84 865	91 760	98 577	105 813
<b>Итого пассивы</b>	<b>83 232</b>	<b>93 829</b>	<b>104 875</b>	<b>111 088</b>	<b>115 881</b>	<b>121 014</b>	<b>127 380</b>	<b>133 626</b>	<b>140 080</b>

**Отчет о движении денежных средств**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	9 128	13 499	14 778	13 267	11 111	11 462	12 151	12 110	12 475
Чистые процентные расходы	89	33	5	353	395	455	462	365	168
Налоги на прибыль	2 000	2 644	2 935	2 392	1 955	2 009	2 142	2 148	2 256
Амортизация	4 350	5 597	7 270	6 790	7 458	8 008	8 406	8 733	8 924
Изменение ОК и прочее	- 1 159	- 1 313	- 2 497	190	59	- 133	- 126	- 49	- 66
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>10 408</b>	<b>15 172</b>	<b>16 621</b>	<b>18 209</b>	<b>17 068</b>	<b>17 783</b>	<b>18 751</b>	<b>19 010</b>	<b>19 245</b>
Капиталовложения	- 7 252	- 8 931	- 13 346	- 15 119	- 14 522	- 14 201	- 13 044	- 11 873	- 11 064
Прочие доходы (инвестиции)	- 1 536	- 3 508	- 238	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 8 788</b>	<b>- 12 439</b>	<b>- 13 584</b>	<b>- 15 119</b>	<b>- 14 522</b>	<b>- 14 201</b>	<b>- 13 044</b>	<b>- 11 873</b>	<b>- 11 064</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>1 620</b>	<b>2 733</b>	<b>3 037</b>	<b>3 090</b>	<b>2 546</b>	<b>3 582</b>	<b>5 707</b>	<b>7 137</b>	<b>8 182</b>
Изменение долга	- 370	172	307	- 1 865	- 1 847	- 1 876	- 1 766	- 1 552	- 1 274
Дивиденды	622	730	922	1 133	1 896	1 549	1 593	1 697	1 703
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>628</b>	<b>2 175</b>	<b>2 422</b>	<b>93</b>	<b>- 1 196</b>	<b>157</b>	<b>2 349</b>	<b>3 888</b>	<b>5 205</b>

**Показатели рентабельности**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	29	30	24	22	19	19	20	20	20
Операционная прибыль,%	19	21	16	14	11	11	12	12	12
Чистая прибыль,%	14	16	12	10	8	8	8	8	8

**Кэффициенты**

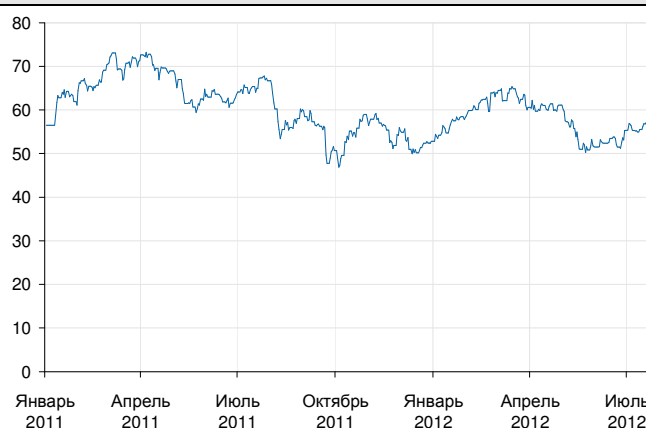
	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	9.9	6.2	6.0	6.8	8.3	8.1	7.6	7.5	7.2
EV/ЕБИТДА	6.1	4.3	3.7	4.1	4.4	4.2	4.0	3.9	3.8
EV/S	1.8	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
FCF-yield	4.8	10.0	9.4	4.3	3.3	4.9	8.2	10.5	12.5

## ЛУКОЙЛ: информация о компании

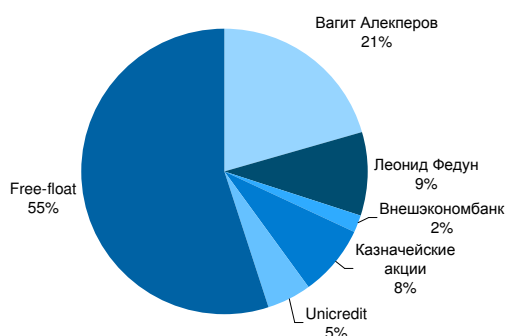
## Основные данные

Тиккер РТС	LKON
Цена акции, \$	55.3
Капитализация, млн. \$	47 003
Чистый долг, млн. \$	5 256
EV, \$ млн.	52 259
Целевая цена, \$	70.5
Потенциал, %	27
Рекомендация	Покупать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала



## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.3	3.0	2.6
P/E	5.2	4.5	3.8
ND/EBITDA	0.6	0.4	0.2
FCF Y, %	9.3	13.3	6.6
Div, руб.	59	74	90

## Описание компании

На сегодняшний день ЛУКОЙЛ является одной из крупнейших нефтегазовых корпораций в мире по размеру доказанных запасов углеводородов, составивших по состоянию на 1 января 2012 г. около 17.3 млрд барр. н. э. (из них нефть - около 13.4 млрд барр). Добыча нефти в настоящее время находится на уровне 1.85 млн барр в сутки (из них в РФ – более 90 %). Основными источниками добычи выступают Западная Сибирь (около 53 % запасов, 54 % добычи), Тимано-Печора (22 % добычи) и Предуралье (12 % добычи). Помимо этого ЛУКОЙЛ располагает значительными запасами углеводородов на Северном Каспии. ЛУКОЙЛ владеет и управляет четырьмя НПЗ, расположенными в Европейской части РФ, и тремя заводами за рубежом (в Болгарии, на Украине и в Румынии). Кроме того, компания является собственником 60%-ной доли в нефтеперерабатывающем комплексе ISAB в Италии и 45%-й доли в нидерландском НПЗ TRN. Объем переработки – 1.31 млн барр в сутки (из них в РФ – 0.9 млн барр в сутки). Розничные сети ЛУКОЙЛа расположены на территории 27 стран, общий объем АЗС составляет 5.6 тыс. шт (из них в РФ – 2.2 тыс).

Стратегия развития компании, принятая в конце 2009 года, предполагала сосредоточение усилий менеджмента на увеличении показателя свободных денежных потоков (\$45 млрд. за 10 лет) и увеличения зарубежного присутствия (шельф Гвинейского залива, СНГ). Однако в ходе ее реализации компания существенно сократила объемы эксплуатационного бурения, что привело к существенному (более чем на 5 %) снижению нефтедобычи в РФ и вызвало у инвесторов опасения относительно будущей операционной динамики. В результате менеджмент компании решил вернуться к стратегии роста нефтедобычи, которая в окончательном варианте была представлена инвестиционному сообществу в марте 2012 года. В ближайшее время компания намерена провести процедуру выкупа собственных акций на сумму \$ 2.5 млрд.

**ЛУКОЙЛ: Модель DCF (базовый сценарий)****Прогноз денежного потока**

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	81 083	104 956	133 650	130 254	132 586	137 545	143 322	145 792	150 460
Темп роста (%)	-25%	29%	27%	-3%	2%	4%	4%	2%	3%
<b>ЕВITDA</b>	<b>13 715</b>	<b>15 687</b>	<b>19 328</b>	<b>19 945</b>	<b>19 510</b>	<b>20 979</b>	<b>22 863</b>	<b>23 061</b>	<b>23 996</b>
Рентабельность (%)	16.9%	14.9%	14.5%	15.3%	14.7%	15.3%	16.0%	15.8%	15.9%
<b>ЕВIT</b>	<b>9 778</b>	<b>11 533</b>	<b>13 155</b>	<b>15 427</b>	<b>14 378</b>	<b>15 251</b>	<b>16 596</b>	<b>16 311</b>	<b>16 815</b>
Рентабельность (%)	12%	11%	10%	12%	11%	11%	12%	11%	11%
-Налоги на прибыль	1 994	2 351	3 293	3 115	2 907	3 071	3 342	3 299	3 417
<b>НОРАТ</b>	<b>7 784</b>	<b>9 182</b>	<b>9 862</b>	<b>12 312</b>	<b>11 471</b>	<b>12 179</b>	<b>13 254</b>	<b>13 012</b>	<b>13 398</b>
+ Амортизация	3 937	4 154	6 173	4 518	5 131	5 728	6 267	6 750	7 182
- Капвложения	-6 534	-6 596	-8 249	-13 869	-14 328	-14 167	-13 993	-13 808	-13 755
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-4 250	-2 382	-1 529	156	-117	-405	-488	-166	-365
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>937</b>	<b>4 358</b>	<b>6 257</b>	<b>3 118</b>	<b>2 158</b>	<b>3 336</b>	<b>5 040</b>	<b>5 789</b>	<b>6 459</b>

**Основные предположения**

WACC	11.6%
Конечный темп роста	1.0%
Ставка налогообложения	20%

**Расчет WACC**

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.09
Безрисковая ставка:	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>12.3%</b>
Стоимость долга	6.1%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>4.9%</b>
<b>WACC</b>	<b>11.6%</b>

**Специфический риск эмитента**

	<b>0.5%</b>
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

**Оценка DCF**

Дисконтированный денежный поток	18 817
Конечная стоимость	61 530
Приведенная конечная стоимость	35 541
Стоимость денежных потоков	54 358
Текущий чистый долг (наличность)	5 256
Стоимость инвестиций	5 952
Чистая стоимость компании	55 054
Количество акций (млн.)	780
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>70.54</b>

**Анализ чувствительности**

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	10.1%	10.6%	11.1%	<b>11.6%</b>	12.1%	12.6%	13.1%
2.5%	94.9	88.9	83.6	78.8	74.6	70.8	67.4
2.0%	90.3	84.9	80.1	75.8	71.9	68.4	65.2
1.5%	86.3	81.4	77.0	73.0	69.5	66.2	63.3
<b>1.0%</b>	<b>82.7</b>	<b>78.2</b>	<b>74.2</b>	<b>70.5</b>	67.2	64.2	61.5
0.5%	79.5	75.4	71.6	68.3	65.2	62.4	59.8
0.0%	76.6	72.8	69.3	66.2	63.3	60.7	58.3
-0.5%	73.9	70.4	67.2	64.3	61.6	59.1	56.8

**Расчет бэта**

<b>Средний оборот, \$ '000</b>	<b>Бэта</b>
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## ЛУКОЙЛ: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>81 083</b>	<b>104 956</b>	<b>133 650</b>	<b>130 254</b>	<b>132 586</b>	<b>137 545</b>	<b>143 322</b>	<b>145 792</b>	<b>150 460</b>
Операционные расходы	67 368	89 269	120 495	110 309	113 076	116 566	120 459	122 731	126 464
Амортизация	3 937	4 154	4 473	4 518	5 131	5 728	6 267	6 750	7 182
Операционная прибыль	9 778	11 533	13 155	15 427	14 378	15 251	16 596	16 311	16 815
<b>ЕБИТДА</b>	<b>13 715</b>	<b>15 687</b>	<b>17 628</b>	<b>19 945</b>	<b>19 510</b>	<b>20 979</b>	<b>22 863</b>	<b>23 061</b>	<b>23 996</b>
Чистые процентные расходы	533	538	694	254	232	270	252	172	73
Прочие расходы (доходы)	182	- 475	- 658	- 400	- 388	- 376	- 365	- 354	- 343
Прибыль до налогов	9 063	11 470	13 119	15 573	14 534	15 357	16 709	16 493	17 085
Налоги на прибыль	1 994	2 351	3 293	3 115	2 907	3 071	3 342	3 299	3 417
Доля миноритариев	58.0	113.0	- 531.0	100.0	93.3	98.6	107.3	105.9	109.7
<b>Чистая прибыль</b>	<b>7 011</b>	<b>9 006</b>	<b>10 357</b>	<b>12 359</b>	<b>11 534</b>	<b>12 187</b>	<b>13 260</b>	<b>13 089</b>	<b>13 558</b>

## Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	2 349	2 536	2 753	4 415	3 967	4 149	5 891	8 193	11 306
Дебиторская задолженность	5 935	8 219	8 921	8 684	8 839	9 170	9 555	9 719	10 031
Запасы	5 432	6 231	7 533	7 318	7 449	7 727	8 052	8 191	8 453
Прочие оборотные активы	4 123	3 631	4 322	4 365	4 409	4 453	4 497	4 542	4 588
Основные средства	52 228	54 629	56 803	64 517	72 023	78 790	84 865	90 294	95 244
Прочие внеоборотные активы	8 952	8 771	10 860	11 403	11 973	12 572	13 200	13 860	14 553
<b>Итого активы</b>	<b>79 019</b>	<b>84 017</b>	<b>91 192</b>	<b>100 702</b>	<b>108 659</b>	<b>116 861</b>	<b>126 060</b>	<b>134 799</b>	<b>144 175</b>
Кредиторская задолженность	4 906	5 607	5 995	5 741	5 910	6 115	6 336	6 474	6 682
Краткосрочный долг	2 058	2 125	1 792	1 980	2 058	2 016	1 978	1 978	1 978
Прочие краткосрочные обязательства	2 730	3 043	3 321	2 883	2 445	2 046	1 668	1 283	881
Долгосрочный долг	9 265	9 069	7 300	8 245	8 652	8 424	8 210	8 038	7 965
Прочие долгосрочные обязательства	3 681	4 565	5 318	4 617	3 915	3 277	2 671	2 055	1 411
Капитал и резервы	55 991	59 197	67 466	77 235	85 679	94 983	105 197	114 970	125 257
<b>Итого пассивы</b>	<b>79 019</b>	<b>84 017</b>	<b>91 192</b>	<b>100 702</b>	<b>108 659</b>	<b>116 861</b>	<b>126 060</b>	<b>134 799</b>	<b>144 175</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	9 778	11 533	13 155	15 427	14 378	15 251	16 596	16 311	16 815
Налоги на прибыль	1 994	2 351	3 293	3 115	2 907	3 071	3 342	3 299	3 417
Амортизация	3 937	4 154	4 473	4 518	5 131	5 728	6 267	6 750	7 182
Изменение ОК и прочее	- 2 838	205	- 1 529	156	- 117	- 405	- 488	- 166	- 365
Денежные потоки от операций	8 883	13 541	15 514	16 986	16 485	17 503	19 033	19 597	20 214
<b>Капиталовложения</b>	<b>- 6 534</b>	<b>- 6 596</b>	<b>- 8 249</b>	<b>- 13 869</b>	<b>- 14 328</b>	<b>- 14 167</b>	<b>- 13 993</b>	<b>- 13 808</b>	<b>- 13 755</b>
Прочие доходы (инвестиции)	- 2 440	- 700	- 25	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 8 974	- 7 296	- 8 274	- 13 869	- 14 328	- 14 167	- 13 993	- 13 808	- 13 755
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 91</b>	<b>6 245</b>	<b>7 240</b>	<b>3 118</b>	<b>2 158</b>	<b>3 336</b>	<b>5 040</b>	<b>5 789</b>	<b>6 459</b>
<b>Изменение долга</b>	<b>1 412</b>	<b>- 4 770</b>	<b>- 2 004</b>	<b>1 133</b>	<b>484</b>	<b>- 270</b>	<b>- 252</b>	<b>- 172</b>	<b>- 73</b>
Дивиденды	1 337	1 471	1 830	2 589	3 090	2 883	3 047	3 315	3 272
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 16</b>	<b>4</b>	<b>3 406</b>	<b>1 662</b>	<b>- 448</b>	<b>182</b>	<b>1 741</b>	<b>2 302</b>	<b>3 114</b>

## Показатели рентабельности

	2 009	2 010	2 011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	17	15	13	15	15	15	16	16	16
Операционная прибыль,%	12	11	10	12	11	11	12	11	11
Чистая прибыль,%	9	9	8	9	9	9	9	9	9

## Козэффициенты

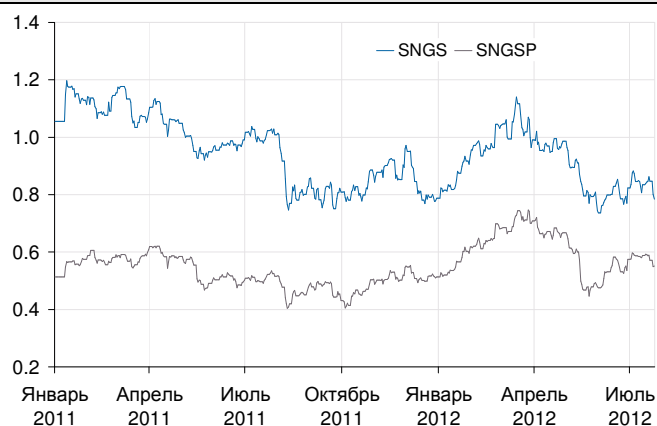
	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	6.7	5.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.5	3.6	3.5
EV/ЕБИТДА	3.8	3.3	3.0	2.6	2.7	2.5	2.3	2.3	2.2
EV/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
FCF-yield	2.0	9.3	13.3	6.6	4.6	7.1	10.7	12.3	13.7

## Сургутнефтегаз: информация о компании

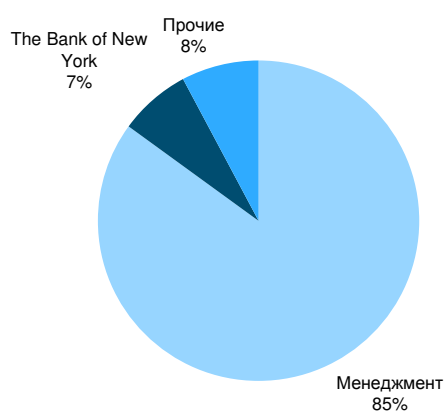
## Основные данные

Тикер ММББ	SNGS/SNGSP
Цена акции (об/прив), \$	0.80/0.57
Капитализация, млн. \$	33 075
Чистый долг, млн. \$	- 31 379
EV, \$ млн.	1 696
Целевая цена (об/прив), \$	1.48/0.72
Потенциал (об/прив), %	85/26
Рекомендация (об/прив)	Покупать/Покупать

## Динамика акций, \$



## Оценочная структура акционерного капитала \*



\*обыкновенные акции

Доля привилегированных акций в УК – 17.7 %

## Ключевые мультипликаторы

	2010о	2011о	2012п
EV/Sales	0.1	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.2	0.2	0.2
P/E	5.9	4.6	4.9
ND/EBITDA	отр	отр	отр
FCF Y, %	8.9	13.6	10.5
Div, руб. (об./прив.)	0.5/1.18	0.6/2.15	0.55/2.0

## Описание компании

На сегодняшний день Сургутнефтегаз является четвертой по величине российской нефтяной компанией с годовыми объемами добычи около 60 млн т. (12 % от общероссийской) и переработки – порядка 20 млн т (около 9 % от общероссийской). Ежегодная добыча газа составляет около 14 млрд куб. м. При этом на протяжении многих лет компания является лидером отрасли по разведочному, эксплуатационному бурению и вводу в эксплуатацию новых добывающих скважин. Одним из значимых конкурентных преимуществ Сургутнефтегаза является наличие в его составе высокотехнологичных сервисных подразделений, которые обеспечивают высокую эффективность внедрения передовых технологий нефтегазодобычи.

Основной проблемой компании является недостаточный объем собственных greenfields в структуре активов компании, что, несмотря на сохранение высоких объемов буровых работ и высокого качества производственного менеджмента, создает риски возобновления снижения добычи. Также в компании сохраняется дефицит перерабатывающих мощностей: по показателю Переработка/Добыча (35%) Сургутнефтегаз уступает своим конкурентам, впрочем, в ближайшие годы Сургутнефтегаз может построить вторую очередь Киришского НПЗ мощностью 12 млн т и стоимостью \$ 6 млрд., однако пока сроки завершения строительства выглядят неочевидными. Основной интригой остается дальнейшая судьба финансовой «подушки» компании, оцениваемой примерно в \$ 30 млрд.

Уровень прозрачности компании для инвесторов остается на низком уровне, конечные бенефициары - неизвестны. По данным СМИ, менеджмент контролирует более 75 % акций компании, остальные бумаги обращаются на открытом рынке. Как ожидается начиная со следующего года компания начнет публикацию консолидированной финансовой отчетности по стандартам МСФО.

## Сургутнефтегаз: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009 O	2010 O	2011 O	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	24 522	31 940	44 667	43 340	43 871	44 853	45 567	45 931	45 751
Темп роста (%)	-37%	30%	40%	-3%	1%	2%	2%	1%	0%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>6 301</b>	<b>7 498</b>	<b>9 683</b>	<b>9 128</b>	<b>8 278</b>	<b>8 777</b>	<b>8 355</b>	<b>8 243</b>	<b>7 941</b>
Рентабельность (%)	26%	23%	22%	21%	19%	20%	18%	18%	17%
<b>ЕВИТ</b>	<b>5 218</b>	<b>6 199</b>	<b>8 215</b>	<b>7 507</b>	<b>6 410</b>	<b>6 685</b>	<b>6 056</b>	<b>5 761</b>	<b>5 294</b>
Рентабельность (%)	21%	19%	18%	17%	15%	15%	13%	13%	12%
-Налоги на прибыль	1 044	1 240	1 643	1 501	1 282	1 337	1 211	1 211	1 211
<b>НОРАТ</b>	<b>4 175</b>	<b>4 959</b>	<b>6 572</b>	<b>6 006</b>	<b>5 128</b>	<b>5 348</b>	<b>4 845</b>	<b>4 550</b>	<b>4 083</b>
+ Амортизация	1 082	1 298	1 468	1 621	1 867	2 091	2 298	2 482	2 647
- Капвложения	-3 919	-3 527	-3 478	-4 852	-4 808	-4 806	-4 712	-4 641	-4 573
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	343	-405	-726	-12	74	-55	-51	5	32
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>1 681</b>	<b>2 949</b>	<b>4 505</b>	<b>3 468</b>	<b>3 001</b>	<b>3 343</b>	<b>3 135</b>	<b>3 149</b>	<b>2 940</b>

## Основные предположения

WACC	13.4%
Конечный темп роста	1.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.5%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%

Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	2.0%
Целевой уровень D/(E+D)	0.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.00
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>13.4%</b>
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.2%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.4%</b>

## Специфический риск эмитента

	2.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	1.5%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	14 344
Конечная стоимость	23 999
Приведенная конечная стоимость	12 814
Стоимость денежных потоков	27 158
Текущий чистый долг (наличность)	-31 379
Стоимость "префов"	5 565
Чистая стоимость компании	52 972
Количество обыкн. акций (млн.)	35 726
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>1.48</b>

## Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%
2.5%	1.65	1.61	1.57	1.54	1.51	1.48	1.45
2.0%	1.62	1.58	1.55	1.52	1.49	1.46	1.44
1.5%	1.59	1.56	1.53	1.50	1.47	1.45	1.43
<b>1.0%</b>	1.57	1.54	1.51	<b>1.48</b>	1.46	1.43	1.41
0.5%	1.55	1.52	1.49	1.47	1.44	1.42	1.40
0.0%	1.53	1.50	1.48	1.45	1.43	1.41	1.39
-0.5%	1.51	1.49	1.46	1.44	1.42	1.40	1.38

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Сургутнефтегаз: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009 О	2010 О	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>24 522</b>	<b>31 940</b>	<b>44 667</b>	<b>43 340</b>	<b>43 871</b>	<b>44 853</b>	<b>45 567</b>	<b>45 931</b>	<b>45 751</b>
Операционные расходы	18 221	24 442	34 984	34 211	35 593	36 077	37 212	37 688	37 810
Амортизация	1 082	1 298	1 468	1 621	1 867	2 091	2 298	2 482	2 647
Операционная прибыль	5 218	6 199	8 215	7 507	6 410	6 685	6 056	5 761	5 294
<b>ЕБИТДА</b>	<b>6 301</b>	<b>7 498</b>	<b>9 683</b>	<b>9 128</b>	<b>8 278</b>	<b>8 777</b>	<b>8 355</b>	<b>8 243</b>	<b>7 941</b>
Чистые процентные расходы	- 1 191	- 623	- 669	- 705	- 739	- 765	- 754	- 753	- 752
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	6 409	6 822	8 884	8 213	7 150	7 450	6 811	6 514	6 046
Налоги на прибыль	1 044	1 240	1 643	1 501	1 282	1 337	1 211	1 211	1 211
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>5 366</b>	<b>5 582</b>	<b>7 241</b>	<b>6 711</b>	<b>5 868</b>	<b>6 113</b>	<b>5 599</b>	<b>5 303</b>	<b>4 835</b>

## Баланс

	2009 П	2010 О	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	12 501	13 939	16 099	17 460	18 496	19 797	21 008	22 297	23 610
Дебиторская задолженность	1 724	2 156	2 796	2 889	2 874	2 910	2 992	3 002	2 987
Запасы	1 063	1 328	1 716	1 778	1 768	1 789	1 841	1 846	1 837
Прочие оборотные активы	1 428	2 051	2 720	3 426	4 165	4 930	5 684	6 437	7 189
Основные средства	17 040	19 269	21 279	24 510	27 450	30 165	32 579	34 738	36 665
Прочие внеоборотные активы	7 817	7 895	7 974	8 053	8 134	8 215	8 297	8 380	8 464
<b>Итого активы</b>	<b>41 573</b>	<b>46 638</b>	<b>52 584</b>	<b>58 115</b>	<b>62 887</b>	<b>67 806</b>	<b>72 401</b>	<b>76 699</b>	<b>80 752</b>
Кредиторская задолженность	874	1 166	1 488	1 558	1 608	1 610	1 693	1 713	1 722
Краткосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	10	38	66	113	142	171	200	230	259
Долгосрочный долг	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	18	68	119	204	255	308	361	414	468
Капитал и резервы	40 671	45 367	50 931	56 240	60 882	65 718	70 148	74 343	78 303
<b>Итого пассивы</b>	<b>41 573</b>	<b>46 638</b>	<b>52 584</b>	<b>58 115</b>	<b>62 887</b>	<b>67 806</b>	<b>72 401</b>	<b>76 699</b>	<b>80 752</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009 О	2010 О	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	5 218	6 199	8 215	7 507	6 410	6 685	6 056	5 761	5 294
Налоги на прибыль	1 044	1 240	1 643	1 501	1 282	1 337	1 211	1 211	1 211
Амортизация	1 082	1 298	1 468	1 621	1 867	2 091	2 298	2 482	2 647
Изменение ОК и прочее	343	- 405	- 726	- 12	74	- 55	- 51	5	32
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>5 600</b>	<b>5 853</b>	<b>7 314</b>	<b>7 615</b>	<b>7 070</b>	<b>7 385</b>	<b>7 092</b>	<b>7 038</b>	<b>6 761</b>
Капиталовложения	- 3 919	- 3 527	- 3 478	- 4 852	- 4 808	- 4 806	- 4 712	- 4 641	- 4 573
Прочие доходы (инвестиции)	- 1 843	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 5 762</b>	<b>- 3 527</b>	<b>- 3 478</b>	<b>- 4 852</b>	<b>- 4 808</b>	<b>- 4 806</b>	<b>- 4 712</b>	<b>- 4 641</b>	<b>- 4 573</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 162</b>	<b>2 326</b>	<b>3 836</b>	<b>2 763</b>	<b>2 262</b>	<b>2 579</b>	<b>2 381</b>	<b>2 396</b>	<b>2 188</b>
Изменение долга	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	756	887	1 676	1 402	1 226	1 277	1 170	1 108	874
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 918</b>	<b>1 438</b>	<b>2 160</b>	<b>1 361</b>	<b>1 036</b>	<b>1 302</b>	<b>1 211</b>	<b>1 288</b>	<b>1 313</b>

## Показатели рентабельности

	2009 О	2010 О	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА, %	26	23	22	21	19	20	18	18	17
Операционная прибыль, %	21	19	18	17	15	15	13	13	12
Чистая прибыль, %	22	17	16	15	13	14	12	12	11

## Кэффициенты

	2009 О	2010 О	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	6.2	5.9	4.6	4.9	5.6	5.4	5.9	6.2	6.8
EV/ЕБИТДА	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/S	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF-yield	5.1	8.9	13.6	10.5	9.1	10.1	9.5	9.5	8.9

## Татнефть: информация о компании

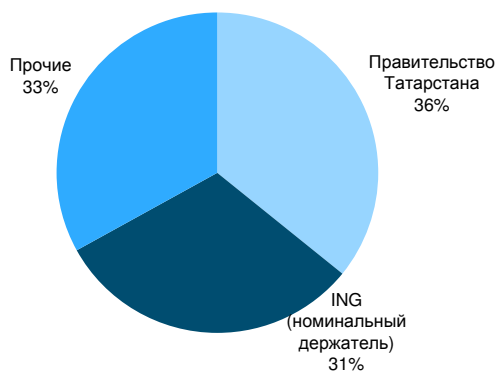
## Основные данные

Тикер ММВБ	TATN/TATNP
Цена акции (об/прив), \$	6.00/2.79
Капитализация, млн. \$	13 483
Чистый долг, млн. \$	1 932
EV, \$ млн.	15 415
Целевая цена (об/прив), \$	7.05/3.67
Потенциал (об/прив), %	18/32
Рекомендация (об/прив)	Покупать/Покупать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала\*



\*обыкновенные акции

Доля привилегированных акций в УК – 6.3 %

## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	4.4	3.4
P/E	8.8	6.4	4.6
ND/EBITDA	1.3	0.6	0.4
FCF Y, %	отр	7.1	14.7
Div, руб. (об./прив.)	5.02/5.02	7.07/7.08	10.0/10.0

## Описание компании

Татнефть является одной из старейших российских нефтяных компаний, история которой насчитывает уже более 70 лет (пик добычи в Татарстане на уровне более 100 млн т пришелся на 70-е гг 20 века). По оценке «Miller & Lents», доказанные разрабатываемые, неразрабатываемые и неразбуренные запасы ОАО «Татнефть» на начало 2011 года составили 836.5 млн тонн нефти (обеспеченность запасами - 33 года). Компания занимает 6-е место в России по добыче с годовым показателем на уровне около 26 млн т. Качество нефти на месторождениях Татнефти ниже среднероссийского: сырье характеризуется высокой плотностью и повышенным содержанием серы.

К настоящему времени компания завершила строительство собственного НПЗ в Нижнекамске (проект Танеко) мощностью 7 млн т в год, который частично поможет сбалансировать структуру производственного бизнеса Татнефти.

До последнего времени Татнефть была единственной российской нефтяной компанией, чьи акции имели официальный листинг на NYSE. В середине 2006 г. компания приняла решение о делистинге и переносе торговли бумагами на LSE и российские площадки.

Контроль над компанией осуществляет Правительство Татарстана, которое кроме 36 % акций обладает правом «золотой акции». Еще около 7 % акций принадлежат трудовому коллективу. Остальные бумаги обращаются на открытом рынке: около 22 % акций – в форме ADR, остальные – на локальном рынке.

## Татнефть: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	11 981	15 411	20 955	21 389	22 338	22 758	23 281	23 297	23 873
Темп роста (%)	-33%	29%	36%	2%	4%	2%	2%	0%	2%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 538</b>	<b>2 522</b>	<b>3 487</b>	<b>4 592</b>	<b>4 517</b>	<b>4 502</b>	<b>4 507</b>	<b>4 000</b>	<b>3 979</b>
Рентабельность (%)	21%	16%	17%	21%	20%	20%	19%	17%	17%
<b>ЕБИТ</b>	<b>2 163</b>	<b>2 111</b>	<b>3 086</b>	<b>4 009</b>	<b>3 871</b>	<b>3 793</b>	<b>3 735</b>	<b>3 168</b>	<b>3 086</b>
Рентабельность (%)	18%	14%	15%	19%	17%	17%	16%	14%	13%
-Налоги на прибыль	553	454	746	765	752	750	753	652	648
<b>НОРАТ</b>	<b>1 610</b>	<b>1 657</b>	<b>2 340</b>	<b>3 244</b>	<b>3 119</b>	<b>3 043</b>	<b>2 983</b>	<b>2 515</b>	<b>2 439</b>
+ Амортизация	375	411	401	583	646	709	772	833	892
- Капвложения	-2 809	-2 572	-1 793	-1 618	-1 604	-1 587	-1 570	-1 553	-1 537
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-122	-354	3	-228	-55	7	-94	35	-49
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-947</b>	<b>-858</b>	<b>951</b>	<b>1 981</b>	<b>2 105</b>	<b>2 172</b>	<b>2 090</b>	<b>1 830</b>	<b>1 746</b>

## Основные предположения

WACC	12.7%
Конечный темп роста	1.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэ́та	1.25
Бэ́та с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>14.6%</b>
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.2%</b>
<b>WACC</b>	<b>12.7%</b>

## Специфический риск эмитента

	<b>0.5%</b>
Отношения с государством	0.3%
Корпоративное управление	0.3%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 116
Конечная стоимость	15 089
Приведенная конечная стоимость	8 305
Стоимость денежных потоков	17 421
Стоимость "префов"	541
Текущий чистый долг (наличность)	1 932
Чистая стоимость компании	14 948
Количество акций (млн.)	2 120
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>7.05</b>

## Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		11.2%	11.7%	12.2%	<b>12.7%</b>	13.2%	13.7%	14.2%
Конечный темп роста (%)	2.5%	8.98	8.50	8.08	7.70	7.35	7.03	6.74
	2.0%	8.64	8.21	7.82	7.46	7.14	6.84	6.57
	1.5%	8.34	7.94	7.58	7.25	6.95	6.67	6.41
	<b>1.0%</b>	8.06	7.70	7.36	<b>7.05</b>	6.77	6.51	6.27
	0.5%	7.82	7.47	7.16	6.87	6.61	6.36	6.13
	0.0%	7.59	7.27	6.98	6.71	6.46	6.23	6.01
	-0.5%	7.38	7.09	6.81	6.55	6.32	6.10	5.89

## Расчет бэ́та

Средний оборот, \$ '000	Бэ́та
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Татнефть: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>11 981</b>	<b>15 411</b>	<b>20 955</b>	<b>21 389</b>	<b>22 338</b>	<b>22 758</b>	<b>23 281</b>	<b>23 297</b>	<b>23 873</b>
Операционные расходы	9 444	12 889	17 468	16 797	17 821	18 256	18 774	19 297	19 894
Амортизация	375	411	401	583	646	709	772	833	892
Операционная прибыль	2 163	2 111	3 086	4 009	3 871	3 793	3 735	3 168	3 086
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 538</b>	<b>2 522</b>	<b>3 487</b>	<b>4 592</b>	<b>4 517</b>	<b>4 502</b>	<b>4 507</b>	<b>4 000</b>	<b>3 979</b>
Чистые процентные расходы	- 113	- 107	- 57	186	109	43	- 28	- 93	- 151
Прочие расходы (доходы)	- 70	96	218	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 346	2 122	2 925	3 823	3 762	3 750	3 764	3 261	3 238
Налоги на прибыль	553	454	746	765	752	750	753	652	648
Доля миноритариев	82	131	87	114	112	112	112	97	96
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 711</b>	<b>1 537</b>	<b>2 092</b>	<b>2 945</b>	<b>2 898</b>	<b>2 889</b>	<b>2 899</b>	<b>2 512</b>	<b>2 494</b>

## Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	425	265	529	1 441	2 037	2 614	2 945	3 243	3 528
Дебиторская задолженность	1 449	1 737	1 866	2 423	2 478	2 511	2 596	2 584	2 648
Запасы	386	497	784	675	700	706	729	727	744
Прочие оборотные активы	2 235	1 850	1 653	1 670	1 686	1 703	1 720	1 737	1 755
Основные средства	10 664	12 919	13 378	14 686	15 419	16 075	16 654	17 157	17 586
Прочие внеоборотные активы	1 235	1 340	1 287	1 377	1 473	1 577	1 687	1 805	1 931
<b>Итого активы</b>	<b>16 394</b>	<b>18 608</b>	<b>19 497</b>	<b>22 270</b>	<b>23 794</b>	<b>25 186</b>	<b>26 330</b>	<b>27 253</b>	<b>28 192</b>
Кредиторская задолженность	443	489	489	721	746	793	806	828	860
Краткосрочный долг	2 355	1 126	1 265	1 265	1 265	1 265	1 265	790	373
Прочие краткосрочные обязательства	868	1 037	1 261	1 493	1 530	1 547	1 544	1 518	1 475
Долгосрочный долг	549	2 461	1 919	1 733	1 383	944	344	291	245
Прочие долгосрочные обязательства	1 811	1 994	2 459	2 911	2 983	3 018	3 012	2 960	2 876
Капитал и резервы	10 103	11 109	12 086	14 147	15 886	17 619	19 359	20 866	22 362
<b>Итого пассивы</b>	<b>16 394</b>	<b>18 608</b>	<b>19 497</b>	<b>22 270</b>	<b>23 794</b>	<b>25 186</b>	<b>26 330</b>	<b>27 253</b>	<b>28 192</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	2 163	2 111	3 086	4 009	3 871	3 793	3 735	3 168	3 086
Налоги на прибыль	553	454	746	765	752	750	753	652	648
Амортизация	375	411	401	583	646	709	772	833	892
Изменение ОК и прочее	111	- 228	3	- 228	- 55	7	- 94	35	- 49
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>2 096</b>	<b>1 840</b>	<b>2 744</b>	<b>3 599</b>	<b>3 710</b>	<b>3 759</b>	<b>3 660</b>	<b>3 383</b>	<b>3 282</b>
Капиталовложения	- 2 809	- 2 572	- 1 793	- 1 618	- 1 604	- 1 587	- 1 570	- 1 553	- 1 537
Прочие доходы (инвестиции)	- 65	427	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 2 875</b>	<b>- 2 145</b>	<b>- 1 793</b>	<b>- 1 618</b>	<b>- 1 604</b>	<b>- 1 587</b>	<b>- 1 570</b>	<b>- 1 553</b>	<b>- 1 537</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 779</b>	<b>- 305</b>	<b>951</b>	<b>1 981</b>	<b>2 105</b>	<b>2 172</b>	<b>2 090</b>	<b>1 830</b>	<b>1 746</b>
Изменение долга	1 263	640	595	- 186	- 350	- 440	- 600	- 528	- 463
Дивиденды	317	492	400	883	1 159	1 155	1 160	1 005	998
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 18</b>	<b>- 157</b>	<b>1 146</b>	<b>912</b>	<b>596</b>	<b>577</b>	<b>331</b>	<b>298</b>	<b>285</b>

## Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	21	16	17	21	20	20	19	17	17
Операционная прибыль,%	18	14	15	19	17	17	16	14	13
Чистая прибыль,%	14	10	10	14	13	13	12	11	10

## Кэффициенты

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	7.9	8.8	6.4	4.6	4.7	4.7	4.7	5.4	5.4
EV/ЕБИТДА	6.1	6.1	4.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.9	3.9
EV/S	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
FCF-yield	-7.0	-6.4	7.1	14.7	15.6	16.1	15.5	13.6	12.9

## Газпром нефть: информация о компании

Основные данные		Динамика акций, \$
Тикер ММВБ	SIBN	
Цена акции, \$	4.62	
Капитализация, млн. \$	21 898	
Чистый долг, млн. \$	4 975	
EV, \$ млн.	26 873	
Целевая цена, \$	5.34	
Потенциал, %	16	
Рекомендация	Покупать	

Структура акционерного капитала	Ключевые мультипликаторы			
	2010	2011	2012п	
	EV/Sales	0.8	0.6	0.6
	EV/EBITDA	4.3	3.0	3.2
	P/E	7.0	4.1	4.6
	ND/EBITDA	0.9	0.7	0.5
	FCF Y, %	7.6	6.0	8.1
	Div, руб.	4.44	7.3	8.0

## Описание компании

Газпром нефть является пятой по величине российской нефтяной компанией с годовым объемом собственной добычи на уровне 33 млн т нефти. (с учетом долей в дочерних компаниях – порядка 50 млн. т). Доказанные запасы углеводородов компании превышают 1.1 млрд. тонн нефтяного эквивалента, что ставит ее в один ряд с двадцатью крупнейшими нефтяными компаниями мира. В состав группы входят более 40 нефтедобывающих, нефтеперерабатывающих и сбытовых предприятий из 18 регионов РФ и стран ближнего зарубежья, объединенных по принципу вертикальной интеграции (Газпром нефть перерабатывает более 80 % добываемой нефти). В настоящее время сеть действующих АЗС Компании (собственные, арендованные и франчайзинговые) насчитывает более 1500 автозаправочных станций в России, странах СНГ и Европы.

В 2000-2003 гг. темпы роста добычи Газпром нефти измерялись двухзначными цифрами, однако в 2004-2006 гг. и в 2008 г. добыча падала, после этого за счет приложенных менеджментом усилий операционная динамика стабилизировалась, и по итогам 2011 г компания продемонстрировала уверенный рост производства углеводородов (+ 7.9 % г-к-г). Стратегия компании «100-70-40» предполагает увеличение ежегодного уровня добычи углеводородов до отметки 100 млн. т н.э., переработки – до 70 млн. тонн (из них 30 млн. т в Европе), розничных продаж нефтепродуктов – до 40 млн. т. Ключевыми для дальнейшего развития Газпром нефти являются Мессояхское, Куюмбинское и Новопортовские месторождения, лицензионные участки Северэнергии, а также целый ряд проектов за рубежом.

На открытом рынке обращается менее 5 % акций Газпром нефти.

## Газпром нефть: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	24 166	32 772	44 172	43 419	43 325	43 993	44 864	45 522	46 217
Темп роста (%)	-29%	36%	35%	-2%	0%	2%	2%	1%	2%
<b>ЕВITDA</b>	<b>4 904</b>	<b>6 277</b>	<b>8 942</b>	<b>8 311</b>	<b>7 044</b>	<b>7 314</b>	<b>7 404</b>	<b>7 442</b>	<b>7 578</b>
Рентабельность (%)	20%	19%	20%	19%	16%	17%	17%	16%	16%
<b>ЕВIT</b>	<b>3 429</b>	<b>4 658</b>	<b>6 979</b>	<b>6 373</b>	<b>4 718</b>	<b>4 651</b>	<b>4 582</b>	<b>4 510</b>	<b>4 555</b>
Рентабельность (%)	14%	14%	16%	15%	11%	11%	10%	10%	10%
-Налоги на прибыль	816	844	1 244	1 241	917	903	903	906	932
<b>НОРАТ</b>	<b>2 613</b>	<b>3 814</b>	<b>5 735</b>	<b>5 131</b>	<b>3 801</b>	<b>3 748</b>	<b>3 679</b>	<b>3 605</b>	<b>3 622</b>
+ Амортизация	1 475	1 619	1 963	1 938	2 326	2 663	2 822	2 932	3 024
- Капвложения	-2 607	-3 301	-4 029	-5 391	-5 331	-4 078	-3 800	-3 748	-3 698
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-93	-471	-2 359	91	99	-49	-65	-48	-58
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>1 388</b>	<b>1 661</b>	<b>1 310</b>	<b>1 769</b>	<b>895</b>	<b>2 284</b>	<b>2 636</b>	<b>2 740</b>	<b>2 891</b>

## Основные предположения

WACC	13.1%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.90
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>15.8%</b>
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.2%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.1%</b>

## Специфический риск эмитента

	<b>0.0%</b>
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 401
Конечная стоимость	26 522
Приведенная конечная стоимость	14 321
Стоимость денежных потоков	23 722
Текущий чистый долг (наличность)	4 975
Стоимость инвестиций	6 453
Чистая стоимость компании	25 200
Количество акций (млн.)	4 718
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>5.34</b>

## Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		11.6%	12.1%	12.6%	<b>13.1%</b>	13.6%	14.1%	14.6%
Конечный темп роста (%)	3.5%	6.89	6.51	6.17	5.87	5.59	5.35	5.12
	3.0%	6.60	6.26	5.95	5.67	5.42	5.19	4.99
	2.5%	6.35	6.04	5.76	5.50	5.27	5.05	4.86
	<b>2.0%</b>	<b>6.13</b>	<b>5.84</b>	<b>5.58</b>	<b>5.34</b>	<b>5.12</b>	<b>4.93</b>	<b>4.74</b>
	1.5%	5.92	5.66	5.42	5.20	4.99	4.81	4.64
	1.0%	5.74	5.49	5.27	5.06	4.87	4.70	4.54
0.5%	5.57	5.34	5.13	4.94	4.76	4.60	4.44	

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Газпром нефть: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>24 166</b>	<b>32 772</b>	<b>44 172</b>	<b>43 419</b>	<b>43 325</b>	<b>43 993</b>	<b>44 864</b>	<b>45 522</b>	<b>46 217</b>
Операционные расходы	19 262	26 495	37 193	35 108	36 281	36 678	37 460	38 079	38 639
Амортизация	1 475	1 619	1 963	1 938	2 326	2 663	2 822	2 932	3 024
Операционная прибыль	3 429	4 658	6 979	6 373	4 718	4 651	4 582	4 510	4 555
<b>ЕБИТДА</b>	<b>4 904</b>	<b>6 277</b>	<b>8 942</b>	<b>8 311</b>	<b>7 044</b>	<b>7 314</b>	<b>7 404</b>	<b>7 442</b>	<b>7 578</b>
Чистые процентные расходы	261	288	263	316	284	287	217	132	44
Прочие расходы (доходы)	- 729	93	- 115	- 150	- 150	- 150	- 150	- 150	- 150
Прибыль до налогов	3 897	4 277	6 831	6 207	4 584	4 514	4 515	4 529	4 660
Налоги на прибыль	816	844	1 244	1 241	917	903	903	906	932
Доля миноритариев	68	285	235	214	158	155	155	156	160
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3 013</b>	<b>3 148</b>	<b>5 352</b>	<b>4 752</b>	<b>3 510</b>	<b>3 456</b>	<b>3 456</b>	<b>3 467</b>	<b>3 568</b>

## Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	1 021	1 364	914	1 179	843	1 838	3 185	4 649	6 247
Дебиторская задолженность	2 827	2 566	3 562	3 400	3 392	3 445	3 513	3 564	3 619
Запасы	1 596	1 862	2 343	2 467	2 462	2 500	2 549	2 586	2 626
Прочие оборотные активы	1 147	1 301	2 252	2 275	2 297	2 320	2 343	2 367	2 391
Основные средства	14 417	15 914	19 313	20 711	23 717	25 132	26 109	26 925	27 599
Прочие внеоборотные активы	8 904	9 057	8 299	9 129	10 042	11 046	12 151	13 366	14 702
<b>Итого активы</b>	<b>29 912</b>	<b>32 064</b>	<b>36 683</b>	<b>39 161</b>	<b>42 753</b>	<b>46 279</b>	<b>49 850</b>	<b>53 457</b>	<b>57 183</b>
Кредиторская задолженность	2 372	1 906	2 078	2 058	2 145	2 186	2 238	2 278	2 315
Краткосрочный долг	2 148	1 694	1 277	1 219	1 181	1 158	1 115	957	860
Прочие краткосрочные обязательства	1 110	1 251	1 062	406	1 724	3 129	4 561	6 014	7 503
Долгосрочный долг	4 162	4 942	5 420	5 162	4 916	4 652	4 478	4 504	4 557
Прочие долгосрочные обязательства	1 463	1 473	1 900	1 805	1 715	1 629	1 548	1 470	1 397
Капитал и резервы	16 151	18 687	24 946	28 510	31 072	33 526	35 910	38 233	40 553
<b>Итого пассивы</b>	<b>29 912</b>	<b>32 064</b>	<b>36 683</b>	<b>39 161</b>	<b>42 753</b>	<b>46 279</b>	<b>49 850</b>	<b>53 457</b>	<b>57 183</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	3 429	4 658	6 979	6 373	4 718	4 651	4 582	4 510	4 555
Налоги на прибыль	816	844	1 244	1 241	917	903	903	906	932
Амортизация	1 475	1 619	1 963	1 938	2 326	2 663	2 822	2 932	3 024
Изменение ОК и прочее	- 613	- 41	- 1 697	91	99	- 49	- 65	- 48	- 58
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>3 475</b>	<b>5 392</b>	<b>6 001</b>	<b>7 160</b>	<b>6 227</b>	<b>6 362</b>	<b>6 435</b>	<b>6 488</b>	<b>6 588</b>
Капиталовложения	- 2 607	- 3 301	- 4 029	- 5 391	- 5 331	- 4 078	- 3 800	- 3 748	- 3 698
Прочие доходы (инвестиции)	- 2 273	- 1 551	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 4 880</b>	<b>- 4 852</b>	<b>- 4 029</b>	<b>- 5 391</b>	<b>- 5 331</b>	<b>- 4 078</b>	<b>- 3 800</b>	<b>- 3 748</b>	<b>- 3 698</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 1 405</b>	<b>540</b>	<b>1 972</b>	<b>1 769</b>	<b>895</b>	<b>2 284</b>	<b>2 636</b>	<b>2 740</b>	<b>2 891</b>
Изменение долга	1 135	466	273	- 316	- 284	- 287	- 217	- 132	- 44
Дивиденды	937	728	1 025	1 188	948	1 002	1 071	1 144	1 249
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 1 207</b>	<b>278</b>	<b>1 220</b>	<b>265</b>	<b>- 336</b>	<b>995</b>	<b>1 347</b>	<b>1 465</b>	<b>1 598</b>

## Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	20	19	20	19	16	17	17	16	16
Операционная прибыль,%	14	14	16	15	11	11	10	10	10
Чистая прибыль,%	12	10	12	11	8	8	8	8	8

## Коэффициенты

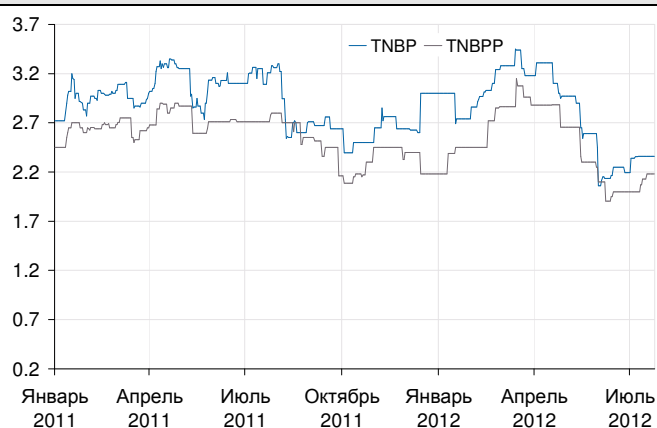
	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	7.3	7.0	4.1	4.6	6.2	6.3	6.3	6.3	6.1
EV/ЕБИТДА	5.5	4.3	3.0	3.2	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5
EV/S	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
FCF-yield	6.3	7.6	6.0	8.1	4.1	10.4	12.0	12.5	13.2

## ТНК-ВР Холдинг: информация о компании

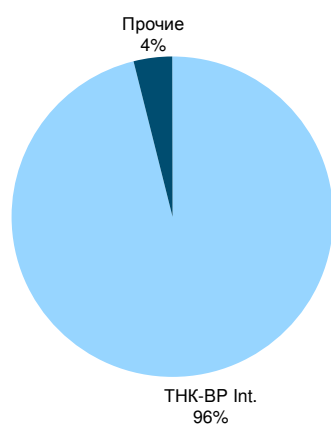
## Основные данные

Тикер ММВБ	TNBP/TNBPP
Цена акции (об/прив), \$	2.41/2.10
Капитализация, млн. \$	37 077
Чистый долг, млн. \$	986
EV, \$ млн.	38 063
Целевая цена (об/прив), \$	2.99/2.54
Потенциал (об/прив), %	24/21
Рекомендация (об/прив)	Держать/Держать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала\*



\*обыкновенные акции

Доля привилегированных акций в УК – 3 %

## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.8	2.8	2.8
P/E	5.7	4.0	4.1
ND/EBITDA	0.2	0.1	0.0
FCF Y, %	16.0	14.6	16.7
Div, руб. (об./прив.)	11.89/11.89	13.4/13.4	12.0/12.0

## Описание компании

ТНК-ВР Холдинг (ТБХ) – одна из крупнейших вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний России по доказанным запасам нефти и объемам нефтедобычи. ТБХ является дочерним обществом TNK-BP International Limited (по 50 % акций принадлежит ВР и консорциуму ААР) и было учреждено в 2005 г. в качестве холдинговой компании и оператора бизнеса ТНК-ВР в РФ. Деятельность ТБХ в сфере разведки и добычи нефти и газа в основном сосредоточена в Западной Сибири, а также Уральском и Поволжском регионах России. Новые месторождения вводятся в эксплуатацию в Уватском районе Тюменской области и Восточной Сибири. ТБХ владеет четырьмя НПЗ в России и розничной сетью, включающей более 1 000 АЗС в Москве, Санкт-Петербурге и других регионах России. В прошлом году объем добычи составил 72.7 млн т (3-е место в РФ). На начало 2012 года совокупные доказанные запасы ТНК-ВР Холдинга составили около 9 млрд барр. н. э. по критериям SEC LOF.

По нашим оценкам, в свободном обращении находится около 4 % обыкновенных акций компании. В 2010 года акции компании (помимо внебиржевой площадки RTS Board) получили листинг и на ММВБ. В настоящее время британская ВР (владелец 50 % акций «материнской» ТНК-ВР Int.) ведет переговоры о продаже своей доли консорциуму ААР, либо государственной Роснефти.

## ТНК-ВР Холдинг: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	31 449	41 113	54 890	53 466	54 314	57 354	61 132	62 516	64 508
Темп роста (%)	-30%	31%	34%	-3%	2%	6%	7%	2%	3%
<b>ЕВITDA</b>	<b>8 119</b>	<b>9 944</b>	<b>13 572</b>	<b>13 487</b>	<b>12 077</b>	<b>12 632</b>	<b>13 701</b>	<b>13 893</b>	<b>14 366</b>
Рентабельность (%)	26%	24%	25%	25%	22%	22%	22%	22%	22%
<b>ЕВIT</b>	<b>6 389</b>	<b>8 132</b>	<b>11 591</b>	<b>11 495</b>	<b>9 796</b>	<b>10 041</b>	<b>10 777</b>	<b>10 666</b>	<b>10 862</b>
Рентабельность (%)	20%	20%	21%	21%	18%	18%	18%	17%	17%
-Налоги на прибыль	1 258	1 530	2 185	1 919	1 643	1 684	1 811	1 792	1 820
<b>НОРАТ</b>	<b>5 131</b>	<b>6 602</b>	<b>9 406</b>	<b>9 575</b>	<b>8 152</b>	<b>8 357</b>	<b>8 966</b>	<b>8 874</b>	<b>9 042</b>
+ Амортизация	1 730	1 812	1 981	1 992	2 282	2 591	2 924	3 227	3 504
- Капвложения	-2 428	-3 184	-4 483	-5 544	-6 099	-6 709	-6 742	-6 776	-6 810
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	890	716	-1 486	173	81	-343	-469	-134	-228
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>5 323</b>	<b>5 946</b>	<b>5 418</b>	<b>6 197</b>	<b>4 416</b>	<b>3 897</b>	<b>4 678</b>	<b>5 192</b>	<b>5 508</b>

## Основные предположения

WACC	14.5%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	16%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.90
Безрисковая ставка**	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>17.7%</b>
Стоимость долга	6.1%
Ставка налога на прибыль	16.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.1%</b>
<b>WACC</b>	<b>14.5%</b>

## Специфический риск эмитента

	<b>1.0%</b>
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.5%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	21 954
Конечная стоимость	49 235
Приведенная конечная стоимость	24 993
Стоимость денежных потоков	46 947
Стоимость "префов"	1 143
Текущий чистый долг (наличность)	986
Чистая стоимость компании	44 817
Количество акций (млн.)	14 997
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>2.99</b>

## Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
4.5%	3.88	3.68	3.50	3.34	3.20	3.06	2.94
4.0%	3.73	3.55	3.39	3.24	3.11	2.98	2.87
3.5%	3.60	3.44	3.29	3.15	3.02	2.91	2.80
<b>3.0%</b>	<b>3.49</b>	<b>3.33</b>	<b>3.19</b>	<b>2.99</b>	<b>2.95</b>	<b>2.84</b>	<b>2.74</b>
2.5%	3.38	3.24	3.11	2.99	2.88	2.78	2.68
2.0%	3.28	3.15	3.03	2.92	2.81	2.72	2.63
1.5%	3.19	3.07	2.96	2.85	2.75	2.66	2.58

Конечный темп роста (%)

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 100	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## ТНК-ВР Холдинг: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>31 449</b>	<b>41 113</b>	<b>54 890</b>	<b>53 466</b>	<b>54 314</b>	<b>57 354</b>	<b>61 132</b>	<b>62 516</b>	<b>64 508</b>
Операционные расходы	23 330	31 169	41 318	39 979	42 237	44 722	47 431	48 622	50 142
Амортизация	1 730	1 812	1 981	1 992	2 282	2 591	2 924	3 227	3 504
Операционная прибыль	6 389	8 132	11 591	11 495	9 796	10 041	10 777	10 666	10 862
<b>ЕБИТДА</b>	<b>8 119</b>	<b>9 944</b>	<b>13 572</b>	<b>13 487</b>	<b>12 077</b>	<b>12 632</b>	<b>13 701</b>	<b>13 893</b>	<b>14 366</b>
Чистые процентные расходы	-175	-252	-39	112	27	25	23	22	44
Прочие расходы (доходы)	-117	54	-247	25	25	25	26	27	27
Прибыль до налогов	6 681	8 330	11 877	11 358	9 744	9 991	10 728	10 618	10 791
Налоги на прибыль	1 258	1 530	2 185	1 919	1 643	1 684	1 811	1 792	1 820
Доля миноритариев	154	260	484	463	397	407	437	433	440
<b>Чистая прибыль</b>	<b>5 269</b>	<b>6 540</b>	<b>9 208</b>	<b>8 975</b>	<b>7 704</b>	<b>7 900</b>	<b>8 480</b>	<b>8 394</b>	<b>8 531</b>

## Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	333	1 088	617	989	891	911	1 616	2 886	4 495
Дебиторская задолженность	7 908	7 740	9 696	9 721	9 875	10 428	11 115	11 366	11 729
Запасы	718	942	1 260	1 225	1 244	1 314	1 401	1 432	1 478
Прочие оборотные активы	242	798	340	377	419	465	516	573	636
Основные средства	17 015	18 456	20 851	23 646	26 853	30 300	33 444	36 315	38 940
Прочие внеоборотные активы	2 031	1 857	2 293	2 545	2 825	3 136	3 481	3 864	4 289
<b>Итого активы</b>	<b>28 247</b>	<b>30 881</b>	<b>35 057</b>	<b>38 504</b>	<b>42 108</b>	<b>46 554</b>	<b>51 573</b>	<b>56 436</b>	<b>61 566</b>
Кредиторская задолженность	2 068	2 442	2 480	4 197	4 452	4 731	5 035	5 185	5 365
Краткосрочный долг	634	152	103	51	49	48	47	61	74
Прочие краткосрочные обязательства	3 214	2 040	2 385	1 603	1 691	1 770	1 884	2 018	2 194
Долгосрочный долг	1 344	3 384	1 500	331	306	282	260	564	848
Прочие долгосрочные обязательства	1 519	1 760	1 947	1 308	1 380	1 445	1 538	1 648	1 791
Капитал и резервы	18 739	20 209	26 642	31 013	34 229	38 278	42 807	46 961	51 295
<b>Итого пассивы</b>	<b>28 247</b>	<b>30 881</b>	<b>35 057</b>	<b>38 504</b>	<b>42 108</b>	<b>46 554</b>	<b>51 573</b>	<b>56 436</b>	<b>61 566</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	6 389	8 132	11 591	11 495	9 796	10 041	10 777	10 666	10 862
Налоги на прибыль	1 258	1 530	2 185	1 919	1 643	1 684	1 811	1 792	1 820
Амортизация	1 730	1 812	1 981	1 992	2 282	2 591	2 924	3 227	3 504
Изменение ОК и прочее	890	716	-1 486	173	81	-343	-469	-134	-228
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>7 751</b>	<b>9 130</b>	<b>9 901</b>	<b>11 741</b>	<b>10 515</b>	<b>10 606</b>	<b>11 420</b>	<b>11 968</b>	<b>12 318</b>
Капиталовложения	-2 428	-3 184	-4 483	-5 544	-6 099	-6 709	-6 742	-6 776	-6 810
Прочие доходы (инвестиции)	-805	-1 546	515	0	0	0	0	0	1
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>-3 233</b>	<b>-4 730</b>	<b>-3 968</b>	<b>-5 544</b>	<b>-6 099</b>	<b>-6 709</b>	<b>-6 742</b>	<b>-6 776</b>	<b>-6 809</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>4 518</b>	<b>4 400</b>	<b>5 933</b>	<b>6 197</b>	<b>4 416</b>	<b>3 897</b>	<b>4 678</b>	<b>5 192</b>	<b>5 509</b>
Изменение долга	371	1 566	39	-1 221	-27	-25	-23	317	297
Дивиденды	5 498	5 211	3 889	4 604	4 488	3 852	3 950	4 240	4 197
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>-609</b>	<b>755</b>	<b>2 083</b>	<b>372</b>	<b>-98</b>	<b>20</b>	<b>705</b>	<b>1 269</b>	<b>1 609</b>

## Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	26	24	25	25	22	22	22	22	22
Операционная прибыль,%	20	20	21	21	18	18	18	17	17
Чистая прибыль,%	17	16	17	17	14	14	14	13	13

## Коэффициенты

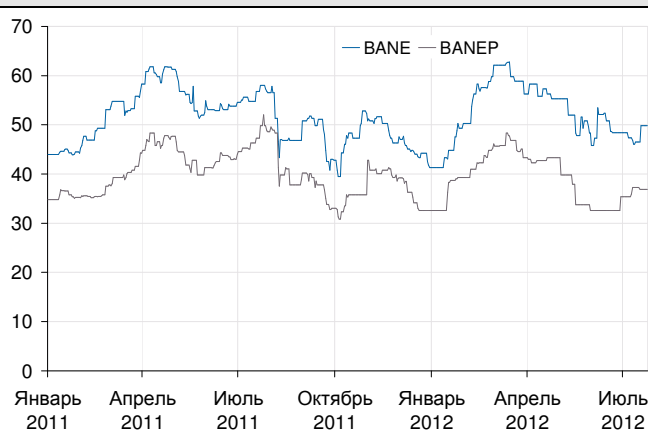
	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	7.0	5.7	4.0	4.1	4.8	4.7	4.4	4.4	4.3
EV/ЕБИТДА	4.7	3.8	2.8	2.8	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6
EV/S	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
FCF-yield	14.4	16.0	14.6	16.7	11.9	10.5	12.6	14.0	14.9

## Башнефть: информация о компании

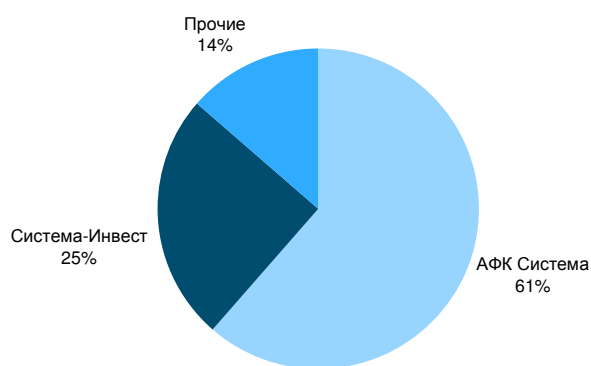
## Основные данные

Тикер ММВБ	BANE/BANEP
Цена акции (об/прив), \$	49.1/34.8
Капитализация, млн. \$	9 555
Чистый долг, млн. \$	2 346
EV, \$ млн.	11 901
Целевая цена (об/прив), \$	57.7/39.2
Потенциал (об/прив), %	18/13
Рекомендация (об/прив)	Покупать/Держать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала\*



\*обыкновенные акции

Доля привилегированных акций в УК – 16.9 %

## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.4	3.7	3.4
P/E	6.7	5.6	4.9
ND/EBITDA	1.0	0.8	0.6
FCF Y, %	5.9	14.4	16.7
Div, руб. (об./прив.)	235.8/235.8	99/99	100/100

## Описание компании

Башнефть является одним из значимых игроков среди предприятий нефтедобычи (Тор-10) и нефтепереработки (Тор-5) и включает в себя 5 предприятий нефтедобычи и переработки, а также сеть АЗС. Компания добывает порядка 15 млн. т нефти в год, перерабатывает около 21 млн. т в год и реализует в рознице порядка 1 млн. т нефтепродуктов. В результате целого ряда сделок АФК «Система» на данный момент контролирует около 90% голосующих акций Башнефти.

Компания владеет лицензиями на разработку более 170 месторождений нефти и газа на территории Республики Башкортостан, Ханты-Мансийского автономного округа, Ненецкого автономного округа, Оренбургской области и Республике Татарстан. В 2011 году компания выиграла конкурс на месторождения им. Третьякова и им. Титова с суммарными извлекаемыми запасами (C1+C2) 140.1 млн тонн (потенциальный объем добычи на пике - порядка 7-9 млн т).

Нефтеперерабатывающие активы, принадлежащие АНК «Башнефть», по праву считаются одними из самых лучших в отрасли: индекс Нельсона, характеризующий уровень сложности технологических процессов заводов, составляет 8.3 (в среднем по РФ – 4.5) средняя глубина переработки на уфимских НПЗ составляет 86.3 % (в среднем по РФ – чуть более 70 %).

В марте 2012 года компания приняла решение о полной консолидации активов БашТЭКа на базе Башнефти и переходе на «единую акцию», что позволит повысить эффективность управления и ликвидность бумаг, обращающихся на рынке.

## Башнефть: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	11 707	16 549	16 263	16 545	17 066	17 670	18 049	18 548
Темп роста (%)	210%	41%	-2%	2%	3%	4%	2%	3%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>2 732</b>	<b>3 192</b>	<b>3 520</b>	<b>3 472</b>	<b>3 643</b>	<b>4 246</b>	<b>4 756</b>	<b>5 125</b>
Рентабельность (%)	23%	19%	22%	21%	21%	24%	26%	28%
<b>ЕВИТ</b>	<b>2 135</b>	<b>2 576</b>	<b>2 891</b>	<b>2 830</b>	<b>2 988</b>	<b>3 578</b>	<b>4 074</b>	<b>4 428</b>
Рентабельность (%)	18%	16%	18%	17%	18%	20%	23%	24%
-Налоги на прибыль	426	513	453	451	469	565	646	705
<b>НОРАТ</b>	<b>1 709</b>	<b>2 063</b>	<b>2 438</b>	<b>2 379</b>	<b>2 519</b>	<b>3 013</b>	<b>3 427</b>	<b>3 723</b>
+ Амортизация	597	616	629	642	655	669	683	697
- Капвложения	-492	-850	-1 402	-2 449	-2 491	-2 535	-2 582	-2 425
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 247	-451	-64	-5	-22	-45	-34	-31
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>567</b>	<b>1 378</b>	<b>1 600</b>	<b>567</b>	<b>662</b>	<b>1 102</b>	<b>1 493</b>	<b>1 964</b>

## Основные предположения

WACC	14.2%
Конечный темп роста	1.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	15.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.71
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>15.7%</b>
Стоимость долга	7.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>6.0%</b>
<b>WACC</b>	<b>14.2%</b>

## Специфический риск эмитента

<b>Специфический риск эмитента</b>	<b>0.5%</b>
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	5 228
Конечная стоимость	14 981
Приведенная конечная стоимость	7 699
Стоимость денежных потоков	12 927
Стоимость "префов"	1 358
Текущий чистый долг (наличность)	2 346
Стоимость инвестиций	591
Чистая стоимость компании	9 814
Количество акций (млн.)	170.2
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>57.67</b>

## Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	12.7%	13.2%	13.7%	<b>14.2%</b>	14.7%	15.2%	15.7%
2.5%	76.83	72.22	68.03	64.21	60.71	57.49	54.53
2.0%	73.58	69.32	65.42	61.85	58.58	55.56	52.76
1.5%	70.63	66.66	63.02	59.68	56.60	53.76	51.12
<b>1.0%</b>	<b>67.92</b>	<b>64.21</b>	<b>60.81</b>	<b>57.67</b>	54.77	52.08	49.59
0.5%	65.43	61.96	58.77	55.81	53.07	50.53	48.15
0.0%	63.14	59.88	56.87	54.08	51.49	49.07	46.81
-0.5%	61.03	57.96	55.11	52.47	50.00	47.71	45.56

Конечный темп роста (%)

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

**Башнефть: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)****Отчет о прибылях и убытках**

	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>11 707</b>	<b>16 549</b>	<b>16 263</b>	<b>16 545</b>	<b>17 066</b>	<b>17 670</b>	<b>18 049</b>	<b>18 548</b>
Операционные расходы	9 572	13 357	12 743	13 073	13 423	13 423	13 292	13 423
Амортизация	597	616	629	642	655	669	683	697
Операционная прибыль	2 135	2 576	2 891	2 830	2 988	3 578	4 074	4 428
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 732</b>	<b>3 192</b>	<b>3 520</b>	<b>3 472</b>	<b>3 643</b>	<b>4 246</b>	<b>4 756</b>	<b>5 125</b>
Чистые процентные расходы	289	434	175	132	184	233	269	293
Прочие расходы (доходы)	- 34	- 62	300	294	310	372	423	460
Прибыль до налогов	1 880	2 204	2 415	2 404	2 493	2 973	3 381	3 675
Налоги на прибыль	426	513	453	451	469	565	646	705
Доля миноритариев и прочее	25	- 5	- 5	- 5	- 6	- 7	- 8	- 8
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 429</b>	<b>1 696</b>	<b>1 968</b>	<b>1 959</b>	<b>2 030</b>	<b>2 415</b>	<b>2 743</b>	<b>2 978</b>

**Баланс**

	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	1 067	881	1 778	1 767	1 816	2 060	2 491	3 187
Дебиторская задолженность	523	509	493	501	517	535	547	562
Запасы	625	748	739	752	776	803	820	843
Прочие оборотные активы	1 537	2 131	2 451	2 819	3 242	3 728	4 287	4 930
Основные средства	9 552	7 883	8 631	10 415	12 226	14 069	15 944	17 649
Прочие внеоборотные активы	1 687	1 420	1 576	1 750	1 942	2 156	2 393	2 656
<b>Итого активы</b>	<b>14 991</b>	<b>13 573</b>	<b>15 668</b>	<b>18 004</b>	<b>20 519</b>	<b>23 351</b>	<b>26 482</b>	<b>29 827</b>
Кредиторская задолженность	659	726	637	653	670	671	665	672
Краткосрочный долг	795	420	336	336	336	336	336	336
Прочие краткосрочные обязательства	1 062	1 148	1 586	2 032	2 545	3 151	3 844	4 618
Долгосрочный долг	3 118	2 965	3 330	4 064	4 812	5 572	6 347	7 074
Прочие долгосрочные обязательства	1 365	1 266	1 749	2 240	2 807	3 475	4 240	5 093
Капитал и резервы	7 992	7 048	8 032	8 678	9 348	10 145	11 050	12 033
<b>Итого пассивы</b>	<b>14 991</b>	<b>13 573</b>	<b>15 668</b>	<b>18 004</b>	<b>20 519</b>	<b>23 351</b>	<b>26 482</b>	<b>29 827</b>

**Отчет о движении денежных средств**

	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	2 135	2 576	2 891	2 830	2 988	3 578	4 074	4 428
Налоги на прибыль	426	513	453	451	469	565	646	705
Амортизация	597	616	629	642	655	669	683	697
Изменение ОК и прочее	- 906	- 451	- 64	- 5	- 22	- 45	- 34	- 31
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>1 400</b>	<b>2 228</b>	<b>3 002</b>	<b>3 016</b>	<b>3 152</b>	<b>3 637</b>	<b>4 076</b>	<b>4 389</b>
Капиталовложения	- 492	- 850	- 1 402	- 2 449	- 2 491	- 2 535	- 2 582	- 2 425
Прочие доходы (инвестиции)	- 597	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 1 089</b>	<b>- 851</b>	<b>- 1 402</b>	<b>- 2 449</b>	<b>- 2 491</b>	<b>- 2 535</b>	<b>- 2 582</b>	<b>- 2 425</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>311</b>	<b>1 377</b>	<b>1 600</b>	<b>567</b>	<b>662</b>	<b>1 102</b>	<b>1 493</b>	<b>1 964</b>
Изменение долга	2 154	- 401	280	735	747	761	775	728
Дивиденды	1 290	948	984	1 312	1 360	1 618	1 837	1 995
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>1 175</b>	<b>28</b>	<b>897</b>	<b>- 11</b>	<b>49</b>	<b>244</b>	<b>431</b>	<b>696</b>

**Показатели рентабельности**

	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	23	19	22	21	21	24	26	28
Операционная прибыль,%	18	16	18	17	18	20	23	24
Чистая прибыль,%	12	10	12	12	12	14	15	16

**Коэффициенты**

	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	6.7	5.6	4.9	4.9	4.7	4.0	3.5	3.2
EV/ЕБИТДА	4.4	3.7	3.4	3.4	3.3	2.8	2.5	2.3
EV/S	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
FCF-yield	5.9	14.4	16.7	5.9	6.9	11.5	15.6	20.6

## Газпром: информация о компании

Основные данные		Динамика акций, \$
Тикер РТС	GAZP	
Цена акции, \$	4.62	
Капитализация, млн. \$	109 262	
Чистый долг, млн. \$	32 250	
EV, \$ млн.	141 512	
Целевая цена, \$	5.92	
Потенциал, %	28	
Рекомендация	Покупать	

Структура акционерного капитала	Ключевые мультипликаторы			
	2010	2011	2012п	
	EV/Sales	1.2	0.9	0.9
	EV/EBITDA	3.0	2.2	2.4
	P/E	3.7	2.5	2.8
	ND/EBITDA	0.6	0.6	0.4
	FCF Y, %	8.5	2.5	13.6
	Div, руб.	3.85	8.97	10.0

## Описание компании

На сегодняшний день Газпром является крупнейшей компанией мира по величине запасов природного газа. По состоянию на 31 декабря 2011 г. запасы газа концерна по категориям А+В+С1 (российские стандарты) оцениваются в 33.8 трлн куб. м, нефти и конденсата (на конец 2010 г) — 3.0 млрд т. Доказанные запасы газа на конец 2010 года (согласно международной классификации по PRMS) составили 22.5 трлн куб. м., что при текущем уровне добычи подразумевает обеспеченность запасами около 45 лет. Кроме того, Газпром располагает доказанными запасами нефти и газового конденсата в объеме около 1.9 млрд т. Главным нефтяным активом Газпрома является компания Газпром нефть. По объемам добычи газа концерн, на долю которого приходится чуть более 15% мировой добычи, находится в числе лидеров среди нефтегазовых компаний мира. В 2011 г. уровень добычи Газпрома составил 510 млрд куб.

Помимо этого Газпрому принадлежат магистральные газопроводы, объединенные в Единую систему газоснабжения (ЕСГ) России. ЕСГ является крупнейшей в мире системой транспортировки газа. Ее протяженность составляет более 150 тыс. км., а пропускная способность - около 580 млрд. куб.м.

Основным районом добычи газа Газпромом выступает Западная Сибирь, где ведущими месторождениями по запасам углеводородного сырья являются Ямбургское, Медвежье, Уренгойское, Комсомольское и Заполярное. Крупнейшие месторождения компании находятся в стадии падающей добычи (кроме Заполярного). При этом в соответствии с действующим законодательством концерн обладает исключительным правом на экспорт природного газа из РФ.

Основным акционером Газпрома является государство, контролирующее 50%+1 акция через ФАУФИ и Роснефтегаз. Около 40 % акций находятся в свободном обращении.

## Газпром: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	94 154	118 414	157 405	154 084	161 431	171 920	182 005	194 833	207 238
Темп роста (%)	-29%	26%	33%	-2%	5%	6%	6%	7%	6%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>35 368</b>	<b>46 878</b>	<b>65 574</b>	<b>59 981</b>	<b>60 535</b>	<b>63 431</b>	<b>64 378</b>	<b>70 149</b>	<b>75 786</b>
Рентабельность (%)	38%	40%	42%	39%	37%	37%	35%	36%	37%
<b>ЕВИТ</b>	<b>28 405</b>	<b>38 267</b>	<b>56 207</b>	<b>51 117</b>	<b>50 775</b>	<b>53 312</b>	<b>53 973</b>	<b>59 635</b>	<b>65 352</b>
Рентабельность (%)	30%	32%	36%	33%	31%	31%	30%	31%	32%
-Налоги на прибыль	5 844	9 078	11 437	10 066	10 057	10 478	10 558	11 701	12 878
<b>НОРАТ</b>	<b>22 561</b>	<b>29 189</b>	<b>44 770</b>	<b>41 051</b>	<b>40 718</b>	<b>42 834</b>	<b>43 414</b>	<b>47 934</b>	<b>52 474</b>
+ Амортизация	6 963	8 611	9 366	8 863	9 760	10 119	10 405	10 514	10 434
- Капвложения	-31 259	-37 475	-52 536	-36 573	-53 528	-50 996	-44 206	-44 671	-45 301
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 282	9 000	1 149	1 566	100	-584	-136	-1 365	-1 403
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-3 017</b>	<b>9 325</b>	<b>2 750</b>	<b>14 907</b>	<b>-2 949</b>	<b>1 373</b>	<b>9 478</b>	<b>12 413</b>	<b>16 204</b>

## Основные предположения

WACC	11.2%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.27
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>13.3%</b>
Стоимость долга	5.9%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>4.7%</b>
<b>WACC</b>	<b>11.2%</b>

## Специфический риск эмитента

	<b>0.5%</b>
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.5%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	37 944
Конечная стоимость	180 481
Приведенная конечная стоимость	106 348
Стоимость денежных потоков	144 292
Текущий чистый долг (наличность)	32 250
Чистая стоимость компании	112 042
Стоимость инвестиций	23 866
Количество акций (млн.)	22 951
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>5.92</b>

## Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
3.5%	8.83	8.09	7.46	6.91	6.43	6.01	5.63
3.0%	8.24	7.59	7.03	6.54	6.11	5.72	5.38
2.5%	7.73	7.15	6.65	6.21	5.82	5.47	5.16
<b>2.0%</b>	7.28	6.77	6.32	<b>5.92</b>	5.56	5.24	4.95
1.5%	6.89	6.43	6.02	5.66	5.33	5.04	4.77
1.0%	6.54	6.13	5.76	5.42	5.12	4.85	4.60
0.5%	6.24	5.86	5.52	5.21	4.93	4.68	4.45

Конечный темп роста (%)

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

**Газпром: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)****Отчет о прибылях и убытках**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>94 154</b>	<b>118 414</b>	<b>157 405</b>	<b>154 084</b>	<b>161 431</b>	<b>171 920</b>	<b>182 005</b>	<b>194 833</b>	<b>207 238</b>
Операционные расходы	58 786	71 536	101 198	102 966	110 656	118 608	128 032	135 198	141 885
Амортизация	6 963	8 611	9 366	8 863	9 760	10 119	10 405	10 514	10 434
Операционная прибыль	28 405	38 267	56 207	51 117	50 775	53 312	53 973	59 635	65 352
<b>ЕБИТДА</b>	<b>35 368</b>	<b>46 878</b>	<b>65 574</b>	<b>59 981</b>	<b>60 535</b>	<b>63 431</b>	<b>64 378</b>	<b>70 149</b>	<b>75 786</b>
Чистые процентные расходы	1 180	89	2 660	1 286	991	1 423	1 681	1 629	1 461
Прочие расходы (доходы)	- 3 607	- 1 034	- 3 412	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500
Прибыль до налогов	30 832	39 213	56 959	50 332	50 284	52 390	52 791	58 507	64 391
Налоги на прибыль	5 844	9 078	11 437	10 066	10 057	10 478	10 558	11 701	12 878
Доля миноритариев	447	969	1 177	1 040	1 039	1 083	1 091	1 209	1 331
<b>Чистая прибыль</b>	<b>24 541</b>	<b>29 166</b>	<b>44 345</b>	<b>39 225</b>	<b>39 188</b>	<b>40 829</b>	<b>41 142</b>	<b>45 596</b>	<b>50 182</b>

**Баланс**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	9 982	14 461	15 690	21 772	18 016	10 129	9 760	12 315	17 939
Дебиторская задолженность	27 870	24 865	24 349	23 705	24 835	26 449	28 001	29 974	31 883
Запасы	9 480	10 687	12 656	12 327	13 019	13 977	14 918	16 102	17 270
Прочие оборотные активы	8 485	11 203	16 879	18 567	20 424	22 466	24 713	27 184	29 902
Основные средства	161 813	180 001	208 651	222 944	245 380	265 939	282 137	298 506	315 332
Прочие внеоборотные активы	58 893	61 800	60 305	68 145	77 003	87 014	98 326	111 108	125 552
<b>Итого активы</b>	<b>276 523</b>	<b>303 018</b>	<b>338 531</b>	<b>367 459</b>	<b>398 677</b>	<b>425 975</b>	<b>457 855</b>	<b>495 189</b>	<b>537 877</b>
Кредиторская задолженность	16 601	23 052	24 989	25 784	27 706	29 695	32 052	33 844	35 517
Краткосрочный долг	14 047	6 261	11 393	10 750	14 269	13 558	12 717	11 903	11 172
Прочие краткосрочные обязательства	3 971	3 864	4 278	3 920	2 380	1 330	1 057	1 058	1 337
Долгосрочный долг	39 163	36 899	36 438	35 795	39 314	38 603	37 762	36 948	36 217
Прочие долгосрочные обязательства	16 062	18 503	20 408	18 699	11 353	6 343	5 043	5 046	6 379
Капитал и резервы	186 679	213 301	241 025	272 512	303 655	336 446	369 222	406 390	447 254
<b>Итого пассивы</b>	<b>276 523</b>	<b>303 018</b>	<b>338 531</b>	<b>367 459</b>	<b>398 677</b>	<b>425 975</b>	<b>457 855</b>	<b>495 189</b>	<b>537 877</b>

**Отчет о движении денежных средств**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	28 405	38 267	56 207	51 117	50 775	53 312	53 973	59 635	65 352
Налоги на прибыль	5 844	9 078	11 437	10 066	10 057	10 478	10 558	11 701	12 878
Амортизация	6 963	8 611	9 366	8 863	9 760	10 119	10 405	10 514	10 434
Изменение ОК и прочее	- 1 282	8 250	1 149	1 566	100	- 584	- 136	- 1 365	- 1 403
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>28 242</b>	<b>46 050</b>	<b>55 286</b>	<b>51 480</b>	<b>50 578</b>	<b>52 369</b>	<b>53 684</b>	<b>57 083</b>	<b>61 505</b>
Капиталовложения	- 25 044	- 36 745	- 55 567	- 36 373	- 53 328	- 50 796	- 44 006	- 44 471	- 45 102
Прочие доходы (инвестиции)	- 6 216	- 729	3 031	- 200	- 200	- 200	- 200	- 200	- 199
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 31 259</b>	<b>- 37 475</b>	<b>- 52 536</b>	<b>- 36 573</b>	<b>- 53 528</b>	<b>- 50 996</b>	<b>- 44 206</b>	<b>- 44 671</b>	<b>- 45 301</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 3 017</b>	<b>8 575</b>	<b>2 750</b>	<b>14 907</b>	<b>- 2 949</b>	<b>1 373</b>	<b>9 478</b>	<b>12 413</b>	<b>16 204</b>
Изменение долга	586	- 3 038	- 5 287	- 1 286	7 038	- 1 423	- 1 681	- 1 629	- 1 461
Дивиденды	527	1 814	2 917	7 539	7 845	7 838	8 166	8 228	9 119
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 2 958</b>	<b>3 723</b>	<b>- 5 454</b>	<b>6 082</b>	<b>- 3 756</b>	<b>- 7 887</b>	<b>- 369</b>	<b>2 555</b>	<b>5 623</b>

**Показатели рентабельности**

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	38	40	42	39	37	37	35	36	37
Операционная прибыль,%	30	32	36	33	31	31	30	31	32
Чистая прибыль,%	26	25	28	25	24	24	23	23	24

**Коэффициенты**

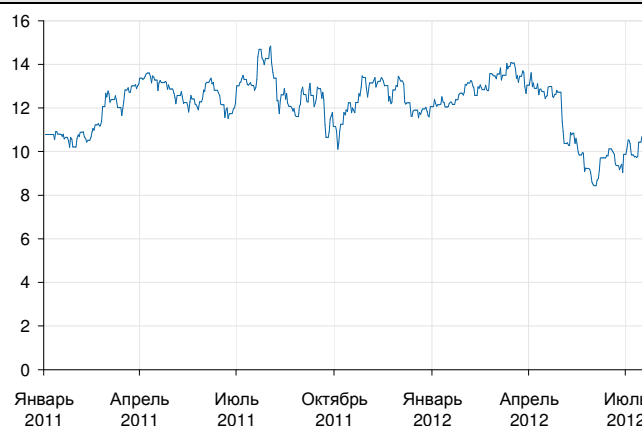
	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	4.5	3.7	2.5	2.8	2.8	2.7	2.7	2.4	2.2
EV/ЕБИТДА	4.0	3.0	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9
EV/S	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
FCF-yield	neg.	8.5	2.5	13.6	-2.7	1.3	8.7	11.4	14.8

## НОВАТЭК: информация о компании

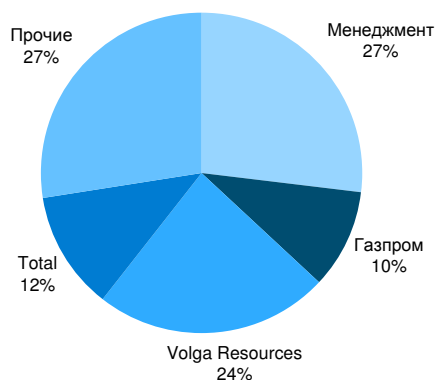
## Основные данные

Тиккер РТС	NVTK
Цена акции, \$	10.6
Капитализация, млн. \$	32 232
Чистый долг, млн. \$	1 638
EV, \$ млн.	33 870
Целевая цена, \$	14.3
Потенциал, %	35
Рекомендация	Покупать

## Динамика акций, \$



## Структура акционерного капитала



## Ключевые мультипликаторы

	2010	2011	2012п
EV/Sales	8.8	5.7	5.0
EV/EBITDA	18.1	6.6	10.8
P/E	24.2	7.9	15.1
ND/EBITDA	1.0	0.3	0.3
FCF Y, %	4.2	10.4	3.7
Div, руб.	4.0	6.0	8.0

## Описание компании

НОВАТЭК является крупнейшим независимым производителем газа в России с текущим годовым объемом добычи на уровне 53 млрд куб. м газа (в планах компании увеличить этот показатель к 2020 году примерно вдвое). Все основные месторождения и лицензионные участки НОВАТЭКа расположены в Ямало-Ненецком автономном округе РФ. Доказанные запасы НОВАТЭКа по стандартам PRMS на начало 2012 года составляют 11 337 млн бнэ (доказанные и вероятные – 15 409 млн бнэ.), коэффициент обеспеченности запасами углеводородов компании составляет около 25 лет.

Основными стратегическими операционными приоритетами НОВАТЭКа, отраженными в стратегии развития до 2020 года, являются дальнейшее увеличение газодобычи и реализация крупного проекта Ямал СПГ (на базе Южно-Тамбейского месторождения). Общий уровень добычи, как ожидается, может достигнуть 112.5 млрд. куб. м. В настоящее время компания, как и другие независимые производители, не имеет возможности направлять добываемый газ на экспорт, а значит, важным условием дальнейшего эффективного развития НОВАТЭКа будет дальнейший ход либерализации ценообразования на внутреннем рынке. Кроме того, существенное влияние на размер денежных потоков компании будет оказывать новая налоговая конфигурация газового сектора.

По данным ряда СМИ, менеджмент НОВАТЭКа контролирует порядка 25 % акций компании, еще примерно столько же принадлежит Volga Resources (основным бенефициаром, как предполагается, является Геннадий Тимченко), 12 % владеет французский Total (опционом предусматривается возможность доведения доли французской компании до 20 %), 10 % - у Газпрома, остальные бумаги обращаются на рынке (в основном в форме GDR на LSE).

## НОВАТЭК: Модель DCF (базовый сценарий)

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Выручка	2 831	3 852	5 991	6 784	7 755	8 936	10 270	13 920	16 262
Темп роста (%)	-11%	36%	56%	13%	14%	15%	15%	36%	17%
<b>ЕВТДА</b>	<b>1 231</b>	<b>1 871</b>	<b>5 134</b>	<b>3 145</b>	<b>3 767</b>	<b>4 355</b>	<b>5 019</b>	<b>7 324</b>	<b>8 969</b>
Рентабельность (%)	43%	49%	86%	46%	49%	49%	49%	53%	55%
<b>ЕВТ</b>	<b>1 055</b>	<b>1 654</b>	<b>4 818</b>	<b>2 876</b>	<b>3 436</b>	<b>3 922</b>	<b>4 498</b>	<b>6 714</b>	<b>8 261</b>
Рентабельность (%)	37%	43%	80%	42%	44%	44%	44%	48%	51%
-Налоги на прибыль	213	356	535	532	651	746	868	1 322	1 656
<b>НОРАТ</b>	<b>842</b>	<b>1 298</b>	<b>4 283</b>	<b>2 345</b>	<b>2 785</b>	<b>3 175</b>	<b>3 630</b>	<b>5 392</b>	<b>6 606</b>
+ Амортизация	176	218	316	269	331	433	522	611	708
- Капвложения	-510	-859	-864	-1 511	-2 370	-2 211	-2 298	-2 574	-2 639
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	38	686	-385	99	6	56	57	-4	-34
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>546</b>	<b>1 343</b>	<b>3 350</b>	<b>1 201</b>	<b>752</b>	<b>1 454</b>	<b>1 910</b>	<b>3 424</b>	<b>4 640</b>

## Основные предположения

WACC	12.6%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

## Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.5%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	250
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.3%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.36
Безрисковая ставка	6.5%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>13.5%</b>
Стоимость долга	6.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.2%</b>
<b>WACC</b>	<b>12.6%</b>

## Специфический риск эмитента

	<b>0.3%</b>
Отношения с государством	0.3%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 037
Конечная стоимость	55 829
Приведенная конечная стоимость	30 784
Стоимость денежных потоков	39 821
Стоимость инвестиций	5 000
Текущий чистый долг (наличность)	1 638
Чистая стоимость компании	43 183
Количество акций (млн.)	3 033
<b>Цель на конец 2012 г., \$</b>	<b>14.24</b>

## Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%
5.5%	21.08	19.32	17.83	16.55	15.44	14.46	13.61
5.0%	19.63	18.11	16.81	15.68	14.69	13.81	13.04
4.5%	18.41	17.08	15.92	14.91	14.02	13.23	12.52
<b>4.0%</b>	17.35	16.17	15.15	<b>14.24</b>	13.43	12.71	12.06
3.5%	16.43	15.38	14.46	13.64	12.90	12.24	11.65
3.0%	15.63	14.68	13.85	13.10	12.43	11.82	11.27
2.5%	14.91	14.06	13.30	12.61	11.99	11.43	10.92

Конечный темп роста (%)

## Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## НОВАТЭК: Финансы и прогнозы (базовый сценарий)

## Отчет о прибылях и убытках

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Выручка</b>	<b>2 831</b>	<b>3 852</b>	<b>5 991</b>	<b>6 784</b>	<b>7 755</b>	<b>8 936</b>	<b>10 270</b>	<b>13 920</b>	<b>16 262</b>
Операционные расходы	1 600	1 981	857	3 639	3 988	4 581	5 250	6 596	7 293
Амортизация	176	218	316	269	331	433	522	611	708
Операционная прибыль	1 055	1 654	4 818	2 876	3 436	3 922	4 498	6 714	8 261
<b>ЕБИТДА</b>	<b>1 231</b>	<b>1 871</b>	<b>5 134</b>	<b>3 145</b>	<b>3 767</b>	<b>4 355</b>	<b>5 019</b>	<b>7 324</b>	<b>8 969</b>
Чистые процентные расходы	9	-	5	42	167	133	115	63	-
Прочие расходы (доходы)	23	-	23	266	50	48	43	41	39
Прибыль до налогов	1 023	1 682	4 594	2 660	3 256	3 732	4 340	6 610	8 278
Налоги на прибыль	213	356	535	532	651	746	868	1 322	1 656
Доля миноритариев	- 10.1	- 8.4	- 12.0	- 6.9	- 8.5	- 9.7	- 11.3	- 17.3	- 21.6
<b>Чистая прибыль</b>	<b>820</b>	<b>1 334</b>	<b>4 071</b>	<b>2 135</b>	<b>2 613</b>	<b>2 995</b>	<b>3 483</b>	<b>5 305</b>	<b>6 644</b>

## Баланс

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Денежные средства и эквиваленты	348	336	740	1 481	1 897	2 966	4 346	6 692	9 806
Дебиторская задолженность	281	284	519	590	674	777	893	1 210	1 414
Запасы	59	61	53	85	97	112	128	174	203
Прочие оборотные активы	217	288	500	505	510	515	520	526	531
Основные средства	5 339	6 088	5 180	6 377	8 345	10 056	11 763	13 640	15 482
Прочие внеоборотные активы	159	2 298	4 917	5 015	5 116	5 218	5 322	5 429	5 537
<b>Итого активы</b>	<b>6 403</b>	<b>9 356</b>	<b>11 909</b>	<b>14 053</b>	<b>16 638</b>	<b>19 643</b>	<b>22 973</b>	<b>27 671</b>	<b>32 973</b>
Кредиторская задолженность	243	934	774	977	1 080	1 254	1 443	1 802	2 000
Краткосрочный долг	457	825	630	687	803	936	1 073	1 227	1 385
Прочие краткосрочные обязательства	81	125	152	213	260	311	354	382	381
Долгосрочный долг	790	1 544	2 335	2 564	3 027	3 557	4 109	4 724	5 355
Прочие долгосрочные обязательства	421	422	511	717	875	1 046	1 190	1 283	1 280
Капитал и резервы	3 780	5 505	7 507	8 894	10 593	12 540	14 804	18 253	22 571
<b>Итого пассивы</b>	<b>6 403</b>	<b>9 356</b>	<b>11 909</b>	<b>14 053</b>	<b>16 638</b>	<b>19 643</b>	<b>22 973</b>	<b>27 671</b>	<b>32 973</b>

## Отчет о движении денежных средств

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
Операционная прибыль	1 055	1 654	4 818	2 876	3 436	3 922	4 498	6 714	8 261
Налоги на прибыль	213	356	535	532	651	746	868	1 322	1 656
Амортизация	176	218	316	269	331	433	522	611	708
Изменение ОК и прочее	129	- 39	- 385	99	6	56	57	- 4	- 34
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>1 147</b>	<b>1 477</b>	<b>2 450</b>	<b>2 712</b>	<b>3 122</b>	<b>3 665</b>	<b>4 208</b>	<b>5 998</b>	<b>7 279</b>
Капиталовложения	- 510	- 859	- 864	- 1 511	- 2 370	- 2 211	- 2 298	- 2 564	- 2 629
Прочие доходы (инвестиции)	- 623	- 1 407	- 231	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 1 134</b>	<b>- 2 266</b>	<b>- 1 095</b>	<b>- 1 511</b>	<b>- 2 370</b>	<b>- 2 211</b>	<b>- 2 298</b>	<b>- 2 564</b>	<b>- 2 629</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>14</b>	<b>- 789</b>	<b>1 355</b>	<b>1 201</b>	<b>752</b>	<b>1 454</b>	<b>1 910</b>	<b>3 434</b>	<b>4 650</b>
Изменение долга	213	1 106	639	286	578	663	690	769	789
Дивиденды	240	325	518	747	915	1 048	1 219	1 857	2 325
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 14</b>	<b>- 8</b>	<b>1 476</b>	<b>741</b>	<b>416</b>	<b>1 069</b>	<b>1 380</b>	<b>2 346</b>	<b>3 113</b>

## Показатели рентабельности

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
ЕБИТДА,%	43	49	86	46	49	49	49	53	55
Операционная прибыль,%	37	43	80	42	44	44	44	48	51
Чистая прибыль,%	29	35	68	31	34	34	34	38	41

## Коэффициенты

	2009	2010	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
P/E	39.3	24.2	7.9	15.1	12.3	10.8	9.3	6.1	4.9
EV/ЕБИТДА	27.5	18.1	6.6	10.8	9.0	7.8	6.7	4.6	3.8
EV/S	12.0	8.8	5.7	5.0	4.4	3.8	3.3	2.4	2.1
FCF-yield	1.7	4.2	10.4	3.7	2.3	4.5	5.9	10.6	14.4

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/  
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютов**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.