

Нефтяное трио: Внимание на корпоративные драйверы

Инвестиционное заключение

Мы обновили оценки по Лукойлу, Роснефти и Газпром нефти после публикации результатов за 3кв. 2009г. и используя наши новые макроэкономические прогнозы и скорректированные стратегии компаний. Наши фавориты – Лукойл, который перешел к новой фазе развития, базирующейся на росте денежного потока, и Газпром нефть, продолжающая развитие путем неорганического расширения при поддержке основного акционера. Мы считаем, что перспективы Роснефти от запуска большого Ванкорского месторождения в данный момент оценены рынком справедливо.

Нефтяной рынок быстро восстановился после существенного падения во второй половине 2008г. Однако недостаточное финансирование новых добывающих проектов может привести к уменьшению предложения нефти к 2014г. При ценовой конъюнктуре выше \$70 за баррель нефтяники будут наращивать инвестиции в добычу, что справедливо и для России из-за падения добычи на основных месторождениях в Западной Сибири и на Урале.

Мы обновили оценки по Лукойлу, Газпром нефти и Роснефти на основании результатов за 3кв. 2009г., новых макропрогнозов и ожиданий по цене на нефть на уровне \$70 за баррель в 2010г. и \$65 за баррель в 2011г. (см. таблицу ниже).

Лукойл: Фундаментально сильный

- ✓ Лукойл и Statoil выиграли контракт на разработку одно из крупнейших мировых месторождений Западной Курна-2, предложив \$1.15 на баррель и дневную добычу на уровне 1.8 млн.бар. Выручка Лукойла от данного контракта может составить \$440 млн. в год, однако она может увеличиться, если правительство Ирака смягчит свои требования в дальнейшем. Часть запасов может быть поставлена на баланс компании.
- ✓ Лукойл пересмотрел стратегию на 2010-2019гг., сделав упор на увеличение денежного потока. Добыча нефти будет сохранена на текущем уровне, что потребует существенно меньше инвестиций. Стратегия предполагает увеличение дивидендных выплат с 15% от чистой прибыли до 30% к 2019г.
- ✓ Лукойл выглядит недооцененным по сравнению с Роснефтью, акции которой выросли после запуска Ванкора. Мы считаем, что фундаментально Лукойл выглядит привлекательнее и дисконт в акциях будет сокращаться в ближайшие месяцы. Краткосрочным драйвером является публикация 27 января результатов СопосоPhillips за 4кв. 2009г., в которых американский партнер даст оценку чистой прибыли Лукойла.
- ✓ Мы обновили DCF-модель компании и рекомендуем Покупать акции с целевой ценой на конец 2010г. \$81.0 за акцию (увеличена с \$76.2). Мы считаем Лукойл фаворитом сектора с хорошими перспективами и лучшими зарубежными активами.

продолжение на следующей странице

LKOH Покупать \$81.0 ▲40%
SIBN Покупать \$7.70 ▲40%
ROSN Держать \$8.90 ▼1%

Лукойл	
Капитализация, \$млн	49 758
EV, \$млн	58 397
Акции в своб. обращ., %	60%
Обыкновенные акции	
- тикер (PTC)	LKOH
- количество, млн	851
- покупка-продажа, \$	58.2-58.7
Другие биржи	
LSE (LKOD)	81.0

GAAP, \$млн	08	09o	10o	11o
Выручка	107680	74 524	85 329	80 743
EBITDA	16 667	11 978	12 385	11 626
Чистая приб.	9 144	6 326	6 514	6 011

Газпром нефть	
Капитализация, \$млн	26 420
EV, \$млн	31 710
Акции в своб. обращ., %	4.6%
Обыкновенные акции	
- тикер (PTC)	SIBN
- количество, млн	4 718
- покупка-продажа, \$	5.00-6.20
Другие биржи	
LSE (GAZ)	38.5

GAAP, \$млн	08	09o	10o	11o
Выручка	33 075	21 979	25 231	24 058
EBITDA	7 558	5 593	7 110	7 475
Чистая приб.	4 658	2 993	3 975	4 202

Роснефть	
Капитализация, \$млн	85 662
EV, \$млн	106 118
Акции в своб. обращ., %	6%
Обыкновенные акции	
- тикер (PTC)	ROSN
- количество, млн	9 598
- покупка-продажа, \$	8.88-8.97
Другие биржи	
LSE (ROSN)	8.90

GAAP, \$млн	08	09o	10o	11o
Выручка	68 991	49 108	58 726	58 326
EBITDA	16 988	10 808	16 192	15 939
Чистая приб.	11 080	5 495	9 974	9 792

Газпром нефть: Расширение базы

- ✓ Газпром вскоре передаст своей нефтяной «дочке» большое Новопортовское месторождение и восточную часть Оренбургского месторождения, что расширит запасы компании по категории ABC1+C2 на 317 млрд. куб.м. природного газа и 334 млн. тонн нефти. Новости должны развеять опасения, что Газпром нефть будет только сервисной компанией месторождений Газпрома.
- ✓ В прошлом году Газпром нефть приобрела контрольный пакет Sibir Energy и компанию СТС-Сервис, расширив как добычу, так и переработку. Мы ожидаем, что в 2010г. компания продолжит неорганический рост благодаря тому, что у Газпром нефти достаточно средств для инвестирования, а Газпром обеспечивает политическое лобби. После 2009г. целевые показатели компании по добыче (90-100 млн. тонн в год) и переработке (60-70 млн. тонн) к 2020г. кажутся уже более реалистичными. Стратегия неорганического роста Газпром нефти, в отличие от предыдущей стратегии Лукойла, не предполагает приобретение крупных активов с глубоким уровнем переработки.
- ✓ Наша новая целевая цена по Газпром нефти на конец 2010г. увеличилась с \$5.10 до \$7.70 на акцию, что предполагает повышение рекомендации с Держать до Покупать. Мы считаем основными сильными сторонами компании развитый уровень переработки, перспективы новых приобретений и поддержку со стороны материнской компании.

Роснефть: Хорошие новости уже включены в цену

- ✓ Роснефть осуществила запуск крупного Ванкорского месторождения в Восточной Сибири в середине августа 2009г., добыча на котором в результате вырастет с 3.5 млн. тонн в прошлом году до 12 млн. тонн в 2010г. и более 25 млн. тонн к 2014г., что существенно увеличит суммарную добычу компании. Более того, нефть с Ванкора освобождена от экспортной пошлины до 2014-2016г., что заметно увеличит прибыльность Роснефти.
- ✓ Чистый долг компании сократился до \$20.5 млрд. на конец 3кв. 2009г., что предполагает коэффициент чистый долг к EBITDA на уровне 1.9x за 2009г. Мы считаем, что сокращение чистого долга и заключение контракта с Китаем должно развеять сомнения инвесторов о большой долговой нагрузке компании.
- ✓ По сообщениям СМИ, президент Роснефти Сергей Богданчиков может покинуть свой пост после окончания контракта в июне этого года. Новое назначение может быть драйвером для акций компании.
- ✓ Мы считаем, что текущая цена акций Роснефти уже включает перспективы от запуска Ванкора, поэтому мы даем рекомендацию Держать акции компании с целевой ценой \$8.90 (увеличена с \$5.80) на акцию.

Прогноз цен на нефть, \$ / бар.

	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Brent, предыдущий	50.0	52.5	55.0	58.1	61.4	64.9	68.6	72.6
Brent, новый	62.0	70.0	65.0	60.0	63.4	67.0	70.9	74.9
Изменение, %	24%	33%	18%	3%	3%	3%	3%	3%
Urals, предыдущий	48.5	51.0	53.6	56.7	60.1	63.7	67.5	71.6
Urals, новый	61.4	68.5	63.6	58.6	62.1	65.8	69.8	73.9
Изменение, %	26%	34%	19%	3%	3%	3%	3%	3%

Source: Bloomberg, RMG estimates

Приложение 1: Обзор и прогноз результатов Лукойла

Операционные показатели

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Добыча										
Добыча УВ, мбнэ	795.0	803.1	830.8	845.8	860.7	878.0	890.5	905.4	920.4	937.8
Добыча нефти, млн.т	96.6	95.2	98.3	98.1	98.2	98.6	98.5	98.6	98.8	99.1
Добыча нефти, мбнэ в сут.	1.953	1.921	1.974	1.977	1.979	1.982	1.984	1.987	1.990	1.992
Товарный газ, млрд м ³	14.0	17.0	16.9	19.1	21.2	23.4	25.5	27.6	29.8	32.0
Товарный газ, мбнэ в сут.	0.225	0.274	0.302	0.341	0.379	0.417	0.455	0.494	0.532	0.570
Переработка										
Производство н/п, млн.т	55.4	56.0	63.1	63.2	65.7	67.0	67.8	67.9	67.9	68.3
В России	43.4	43.7	43.8	44.0	46.5	47.7	47.8	47.9	47.9	48.4
За рубежом	12.0	12.3	19.3	19.3	19.3	19.3	19.9	19.9	19.9	19.9
Доп. покупка н/п, млн.т	40.3	40.4	40.8	41.2	41.6	42.0	42.4	42.8	43.2	43.6
Общая продажа н/п, млн.т	95.7	96.4	103.9	104.4	107.3	108.9	110.1	110.6	111.0	111.9
Нефтехимия										
Общая продажа, млн.т	2.2	1.8	1.5	1.8	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5
Экспорт, млн.т	1.4	1.1	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1
Россия, млн.т	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
Продажа нефти										
Общая продажа нефти, млн.т	45.5	50.2	44.3	44.0	40.6	40.8	39.9	39.9	40.0	39.9
Экспорт, млн.т	36.7	33.1	31.2	30.9	27.5	27.7	26.7	26.7	26.8	26.7
СНГ, млн.т	2.7	4.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Россия, млн.т	1.6	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
Доп. покупка нефти, млн.т	4.5	10.6	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Продажа нефтепродуктов										
Россия, млн.т	18.7	19.4	20.1	20.7	22.4	23.6	24.3	25.1	25.7	26.0
Опт	13.7	14.2	14.7	14.8	16.0	16.7	16.8	16.8	16.8	16.3
Розница	5.0	5.2	5.4	5.9	6.4	7.0	7.6	8.2	8.9	9.6
За рубежом, млн.т	72.9	72.9	79.6	79.3	80.3	80.7	81.1	80.9	80.6	81.0
Опт	65.0	64.5	70.0	69.6	70.6	70.8	71.1	70.5	69.8	69.9
Розница	7.9	8.4	9.6	9.7	9.7	9.9	10.0	10.5	10.8	11.1
Суммарные продажи, млн.т	91.6	92.3	99.6	100.0	102.7	104.3	105.5	106.0	106.3	107.0

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Финансовые показатели, \$млн.

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Выручка	81 891	107 680	74 524	85 329	80 743	77 906	83 739	91 115	99 189	108 115
Операционные расходы	6 172	8 126	6 520	9 422	9 512	9 173	9 399	10 661	12 085	13 639
Стом-сть покупки и нефти и н/п	27 982	37 851	26 553	29 516	27 809	26 064	27 640	29 330	31 130	33 047
Транспортные расходы	4 457	5 460	4 864	7 374	7 688	7 979	8 352	9 742	11 355	12 946
Коммерческие расходы	3 207	3 860	2 735	3 131	2 998	2 921	3 139	3 416	3 719	4 053
Износ и амортизация	2 172	2 958	3 151	3 296	3 239	3 174	3 460	3 960	4 514	5 107
Налоги	9 367	13 464	7 890	7 511	6 763	5 735	6 228	6 873	7 562	8 314
Акцизы и экспортные пошлины	15 033	21 340	13 349	15 294	13 684	12 574	13 523	14 713	16 013	17 450
Расходы на разведку	307	487	254	262	220	213	229	234	254	259
Суммарные расходы	68 820	93 971	65 697	76 240	72 355	68 269	72 405	79 413	87 155	95 381
ЕБИТДА	15 243	16 667	11 978	12 385	11 626	12 811	14 794	15 662	16 548	17 841
Рент-сть по ЕБИТДА, %	19%	15%	16%	15%	14%	16%	18%	17%	17%	17%
ЕБИТ	13 071	13 709	8 827	9 089	8 387	9 637	11 334	11 702	12 034	12 734
Рент-сть по ЕБИТ, %	16%	13%	12%	11%	10%	12%	14%	13%	12%	12%
Чистая прибыль	9 511	9 144	6 326	6 514	6 011	6 907	8 123	8 386	8 624	9 126
Рент-сть по прибыли, %	12%	8%	8%	8%	7%	9%	10%	9%	9%	8%

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Прогноз денежных потоков, \$млн.

	2007	2008	2009o	2010o	2011o	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o
ЕБИТ	13 071	13 709	8 827	9 089	8 387	9 637	11 334	11 702	12 034	12 734
- Внеоперационные расходы	53	1 343	471	485	447	514	604	624	642	679
- Налог на прибыль	3 507	3 222	2 030	2 090	1 929	2 217	2 607	2 691	2 768	2 929
+ Износ и амортизация	2 172	2 958	3 151	3 296	3 239	3 174	3 460	3 960	4 514	5 107
- Капвложения	9 372	10 200	6 120	7 007	6 631	6 398	6 877	7 027	7 650	7 797
- Изм. оборотного капитала	2 148	-3 363	2 491	-100	-454	-281	577	730	799	883
Свободный денежный поток	163	5 265	866	2 903	3 073	3 963	4 129	4 590	4 690	5 552
Дисконт. денежный поток	-	-	-	2 903	2 769	3 218	3 022	3 026	2 787	2 973

Источник: оценки РМГ

Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	6.2%
Коэффициент β	1.08
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	-0.5%
Стоимость акционерного капитала	11.9%
Доля заемного капитала, %	16.3%
Доля акционерного капитала, %	83.7%
WACC	11.0%

Источник: оценки РМГ

Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	2.5%
Терминальная стоимость, \$млн	118 650.7
Дисконт. терминальная стоимость, \$млн	57 255.1
Σ дисконт. ден. потоков за 2010-2016гг., \$млн	20 698.4
Справед. EV, \$ млн	77 953.6
Чистый долг, \$ млн	8 639.0
Справед. капитализация, \$ млн	68 825.6
Количество акций, млн	850.6
Справедливая стоимость 1 акции, \$	81.0

Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
1.5%	92.1	84.9	78.5	73.2	67.9	63.4	59.3
2.0%	97.7	89.7	82.7	76.9	71.0	66.1	61.7
2.5%	104.0	95.1	87.3	81.0	74.5	69.2	64.4
3.0%	111.4	101.3	92.6	85.5	78.5	72.6	67.4
3.5%	120.0	108.5	98.7	90.7	82.9	76.4	70.8

Источник: оценки РМГ

Приложение 2: Обзор и прогноз результатов Газпром нефти

Операционные показатели

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Добыча										
Суммарная добыча, млн.т	43.1	46.3	49.3	50.6	51.6	53.2	56.8	60.3	63.7	67.1
Темп роста, %	0.3%	7.4%	6.7%	2.6%	1.9%	3.2%	6.8%	6.2%	5.6%	5.3%
Добыча, млн.т	32.7	30.8	30.0	30.0	30.6	32.1	35.7	39.2	42.7	46.2
Доля в Славнефти, млн.т	10.4	9.8	9.5	9.1	8.8	8.5	8.2	7.9	7.7	7.4
Доля в Томскнефти, млн.т	-	5.7	5.6	5.7	5.9	6.0	6.1	6.1	5.9	5.8
Доля в Sibir Energy, млн.т	-	-	3.6	5.0	5.3	5.6	5.8	6.1	6.4	6.8
Доля в NIS, млн.т	-	-	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Переработка										
Переработка, млн.т	26.2	28.4	38.5	40.6	42.3	44.9	47.6	48.8	50.0	51.9
Выпуск нефтепродуктов, млн.т	20.8	24.0	32.1	34.4	36.3	39.1	42.0	43.8	45.7	47.7
Эффективность, %	79.4%	84.4%	83.4%	84.6%	85.9%	87.0%	88.3%	89.8%	91.5%	92.0%
Бензин, млн.т	5.7	7.4	10.4	11.7	12.9	14.5	16.3	17.7	19.1	20.7
Дизель, млн.т	8.1	9.0	12.2	13.1	14.0	15.1	16.4	17.2	18.1	19.0
Мазут, млн.т	5.3	5.7	7.1	7.0	6.8	6.6	6.3	5.8	5.3	4.7
Авиа ГСМ, млн.т	1.8	1.8	2.4	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4
Продажа нефти										
Продажа нефти, млн.т	19.2	20.5	18.9	18.0	17.3	16.3	17.3	19.6	18.7	20.2
Экспорт, млн.т	15.1	16.3	15.1	14.4	13.8	13.0	13.8	15.6	15.0	16.2
СНГ, млн.т	2.5	3.3	2.8	2.7	2.6	2.4	2.6	2.9	2.8	3.0
Россия, млн.т	1.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0
Продажа нефтепродуктов										
Продажа н/п, млн.т	26.7	29.0	32.1	34.4	36.3	39.1	42.0	43.8	45.7	47.7
Экспорт, млн.т	11.4	11.4	12.8	13.7	14.5	15.6	16.8	17.5	18.3	19.1
СНГ, млн.т	1.9	1.9	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
Россия, млн.т	13.4	15.7	17.6	18.9	20.0	21.5	23.1	24.1	25.2	26.2

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Финансовые показатели, \$млн.

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Выручка	21 100	33 062	21 979	25 231	24 058	22 967	25 970	29 425	31 752	35 490
Транспортные расходы	1 279	1 661	1 406	1 439	1 442	1 328	1 385	1 686	1 948	2 313
Приобретение нефти и н/п	3 928	8 296	4 858	5 783	5 496	5 189	5 627	6 021	6 147	6 556
Налоги	7 369	11 755	7 084	7 575	6 452	5 791	6 802	8 096	8 975	10 399
Операционные расходы	1 981	2 060	1 750	1 867	1 821	1 770	1 883	2 201	2 619	3 114
Износ и амортизация	929	1 309	1 545	1 751	1 809	1 848	2 101	2 515	2 974	3 498
Коммерческие расходы	874	1 078	749	860	820	783	886	1 003	1 083	1 210
Прочие расходы	508	667	538	596	552	517	578	666	734	838
Суммарные расходы	16 868	26 826	17 931	19 871	18 392	17 225	19 262	22 188	24 481	27 928
ЕБИТДА	5 828	7 558	5 593	7 110	7 475	7 590	8 810	9 752	10 245	11 060
Рент-сть по ЕБИТДА, %	27%	23%	25%	28%	31%	33%	34%	33%	32%	31%
ЕБИТ	4 899	6 249	4 048	5 360	5 666	5 742	6 708	7 238	7 271	7 563
Рент-сть по ЕБИТ, %	23%	19%	18%	21%	24%	25%	26%	25%	23%	21%
Чистая прибыль	4 143	4 658	2 993	3 975	4 202	4 257	4 979	5 374	5 396	5 612
Рент-сть по прибыли, %	19%	14%	14%	16%	17%	19%	19%	18%	17%	16%

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Прогноз денежных потоков, \$млн.

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
ЕБИТ	4 899	6 249	4 048	5 360	5 666	5 742	6 708	7 238	7 271	7 563
- Внеоперационные расходы	-559	88	82	109	115	117	136	147	148	154
- Налог на прибыль	1 315	1 464	931	1 233	1 303	1 321	1 543	1 665	1 672	1 739
+ Износ и амортизация	929	1 309	1 545	1 751	1 809	1 848	2 101	2 515	2 974	3 498
- Капвложения	2 210	3 795	2 566	4 550	3 858	3 683	4 164	4 718	5 091	5 691
- Доля миноритариев	-	39	41	43	45	47	50	52	55	58
- Изм. оборотного капитала	-316	174	269	254	-114	-106	292	336	226	363
Свободный денежный поток	3 178	1 998	1 704	922	2 268	2 528	2 625	2 835	3 053	3 056
Дисконт. денежный поток	-	-	-	922	2 023	2 013	1 865	1 796	1 726	1 542

Источник: оценки РМГ

Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	6.9%
Коэффициент β	1.34
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	0.5%
Стоимость акционерного капитала	14.2%
Доля заемного капитала, %	29.3%
Доля акционерного капитала, %	70.7%
WACC	12.1%

Источник: оценки РМГ

Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	3.0%
Терминальная стоимость, \$млн	66 060
Дисконт. терминальная стоимость, \$млн	29 734
Σ дисконт. ден. потоков за 2010-2016гг., \$млн	11 886
Справед. EV, \$ млн	41 620
Чистый долг, \$ млн	5 290
Справед. капитализация, \$ млн	36 330
Количество акций, млн	4 718
Справедливая стоимость 1 акции, \$	7.70

Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	10.5%	11.0%	11.5%	12.1%	12.5%	13.0%	13.5%
2.0%	8.9	8.2	7.6	7.0	6.6	6.2	5.8
2.5%	9.4	8.6	8.0	7.3	6.9	6.5	6.0
3.0%	9.9	9.1	8.4	7.7	7.2	6.7	6.3
3.5%	10.6	9.7	8.9	8.1	7.6	7.1	6.6
4.0%	11.3	10.3	9.4	8.5	8.0	7.4	6.9

Источник: оценки РМГ

Приложение 3: Обзор и прогноз результатов Роснефти

Операционные показатели

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Добыча										
Добыча УВ, мбнэ	832.4	849.2	888.7	936.3	988.2	1 053.8	1 117.0	1 181.4	1 245.7	1 297.1
Добыча нефти, млн.т	101.2	106.1	111.8	116.9	122.6	130.2	137.4	144.8	152.2	155.2
Добыча нефти, мбнэ в сут.	2.027	2.121	2.240	2.342	2.457	2.601	2.753	2.902	3.050	3.102
Товарный газ, млрд м ³	15.7	12.4	12.1	13.8	15.5	17.3	19.0	20.8	22.5	27.5
Товарный газ, мбнэ в сут.	0.253	0.199	0.195	0.223	0.251	0.278	0.307	0.335	0.363	0.442
Переработка										
Выпуск нефтепродуктов, млн.т	22.7	46.4	50.0	53.6	54.3	58.0	58.0	59.4	61.4	61.4
Бензин	4.6	9.8	11.0	12.3	13.0	15.0	15.0	15.4	16.2	16.2
Дизель	7.3	15.9	17.9	19.9	21.0	23.5	23.5	24.4	25.4	25.4
Авиа ГСМ	0.8	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Мазут	8.3	14.8	14.5	14.2	13.2	12.2	12.2	12.2	12.3	12.3
Прочие	1.7	4.2	4.7	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Финансовые показатели, \$млн.

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
Выручка										
Продажи нефти	29 563	35 701	24 986	28 951	29 568	29 322	34 804	40 308	45 332	49 561
Продажи нефтепродуктов	18 374	31 066	22 353	27 414	26 137	26 882	27 756	29 557	32 603	34 653
Продажи нефтехимии	113	404	502	693	799	935	991	1 050	1 113	1 179
Продажи природного газа	339	401	351	571	732	889	1 094	1 402	1 777	2 590
Прочие доходы	827	1 419	918	1 097	1 090	1 105	1 231	1 377	1 539	1 675
Суммарные расходы	38 495	55 986	42 547	46 965	46 790	44 809	46 396	53 124	66 259	73 402
Операционные расходы	3 870	4 572	4 423	5 782	6 637	7 563	7 352	7 860	8 397	8 791
Приобретение нефти и н/п	1 610	2 942	1 424	1 590	1 478	1 363	1 443	1 532	1 626	1 725
Коммерческие расходы	1 341	1 632	1 208	1 444	1 434	1 454	1 620	1 812	2 025	2 205
Транспортные расходы	4 226	5 673	5 547	6 582	6 901	7 153	7 598	9 092	10 741	12 283
Расходы на разведку	162	248	211	234	230	219	220	247	278	309
Налоги	10 890	14 810	9 645	10 713	10 269	7 979	8 914	10 115	11 430	12 539
Акцизы и экспортные пошлины	13 032	22 006	15 740	16 075	15 327	14 596	14 291	16 675	25 024	27 761
Износ и амортизация	3 286	3 983	4 246	4 430	4 402	4 377	4 851	5 672	6 602	7 640
ЕБИТДА	14 007	16 988	10 808	16 192	15 939	18 701	24 331	26 242	22 708	23 895
Рент-сть по ЕБИТДА, %	28%	25%	22%	28%	27%	32%	37%	36%	28%	27%
ЕБИТ	10 721	13 005	6 562	11 761	11 536	14 324	19 480	20 571	16 106	16 256
Рент-сть по ЕБИТ, %	22%	19%	13%	20%	20%	24%	30%	28%	20%	18%
Чистая прибыль	12 862	11 080	5 495	9 974	9 792	12 212	16 666	17 598	13 740	13 860
Рент-сть по прибыли, %	26%	16%	11%	17%	17%	21%	25%	24%	17%	15%

Источник: Данные компании, оценки РМГ

Прогноз денежных потоков, \$млн.

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
ЕБИТ	10 721	13 005	6 562	11 761	11 536	14 324	19 480	20 571	16 106	16 256
- Внеоперационные расходы	-7 068	-114	-58	-103	-101	-126	-171	-180	-141	-142
- Налог на прибыль	4 906	1 904	961	1 722	1 689	2 097	2 852	3 012	2 358	2 380
+ Износ и амортизация	3 286	3 983	4 246	4 430	4 402	4 377	4 851	5 672	6 602	7 640
- Капвложения	6 780	8 732	6 112	6 724	7 396	7 498	8 353	9 345	10 444	11 369
- Доля миноритариев	21	95	164	169	156	140	133	141	149	158
- Изм. оборотного капитала	2 946	-170	-1 673	2 032	-58	117	982	1 138	1 262	1 062
Свободный денежный поток	6 422	6 541	5 302	5 648	6 857	8 973	12 182	12 787	8 636	9 069
Дисконт. денежный поток	-	-	-	5 648	6 120	7 149	8 664	8 117	4 893	4 587

Источник: оценки РМГ

Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	8.0%
Коэффициент β	1.46
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	0.3%
Стоимость акционерного капитала	14.5%
Доля заемного капитала, %	38.3%
Доля акционерного капитала, %	61.7%
WACC	12.0%

Источник: оценки РМГ

Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	2.5%
Терминальная стоимость, \$млн	139 851.0
Дисконт. терминальная стоимость, \$млн	63 137.9
Σ дисконт. ден. потоков за 2010-2016гг., \$млн	45 179.1
Справед. EV, \$ млн	108 317.1
Чистый долг, \$ млн	22 451.0
Справед. капитализация, \$ млн	85 707.8
Количество акций, млн	9 598.0
Справедливая стоимость 1 акции, \$	8.90

Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
1.5%	10.10	9.41	8.80	8.25	7.75	7.29	6.88
2.0%	10.58	9.83	9.17	8.57	8.03	7.55	7.10
2.5%	11.12	10.30	9.58	8.90	8.35	7.83	7.35
3.0%	11.73	10.83	10.03	9.33	8.70	8.13	7.63
3.5%	12.44	11.43	10.55	9.77	9.09	8.47	7.93

Источник: оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

 Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2010