

Аналитический обзор
13 ноября 2009 г.

Нефть и газ
Россия

Газпром

Прохождение нижней точки

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Аналитик: Дмитрий Лютягин
Эл. почта: DLyutyagin@veles-capital.ru

Основные моменты

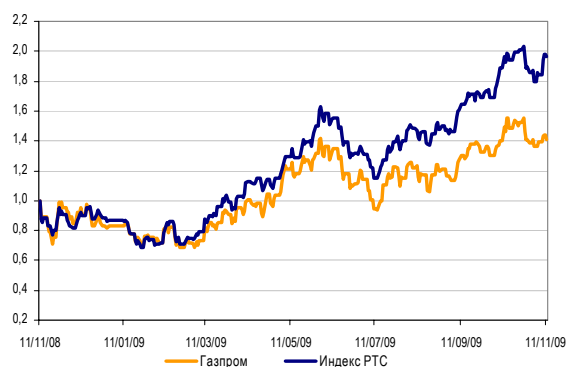
- Мы пересмотрели нашу оценку акций Газпрома. Поводом к обновлению модели компании послужила отчетность по МСФО за 1 пол. 2009 г., проект бюджета на следующий год и корректировки методики расчета WACC.
- Представленная финансовая отчетность газовой монополии в целом не принесла сюрпризов. Как и ожидалось, второй квартал был хуже первого и, по всей видимости, самым слабым в этом году. В первом полугодии на финансовые показатели повлияло сокращение продаж газа на всех рынках в среднем на 22,3% и снижение цен реализации «голубого топлива» на 9,6% в странах дальнего зарубежья и на 24% – в России. В итоге за шесть месяцев 2009 г. выручка от продаж просела на 24,1 млрд долл., или на 32,8% и составила 49,285 млрд. долл., операционная прибыль и EBITDA показали снижение на 56,7% и 52,6% соответственно и составили 12,98 млрд долл. и 16,18 млрд долл.
- Рентабельности по операционной деятельности во втором квартале существенно снизились относительно показателей 1 кв. 2009 г. Однако, как мы писали выше, мы прогнозируем умеренное восстановление эффективности уже в третьем квартале. На будущих результатах положительно будет сказываться рост покупки газа партнерами из дальнего зарубежья, выход объемов продаж в этом направлении на докризисный уровень в конце третьего – начале четвертого кварталов, а также отсутствие контракта на закупку дорогого туркменского газа. Несколько тормозить восстановление финансов будет снижение цен на газ в Европе на 12,2% за счет специфики газовых контрактов.

- Касаясь корректировок в модели Газпрома, стоит отметить уточнение методики расчета WACC, что вылилось в рост данного показателя за счет более высокой премии за корпоративный риск. Также в модели мы отразили те прогнозы и ориентиры по инвестпрограмме, которые представлены в проекте бюджета монополии на следующий год. В частности, инвестпрограмма Газпрома на 2010 г. составит 802,4 млрд руб., из них на капитальное строительство будет потрачено 663,56 млрд руб. Согласно проекту бюджета на 2010 г., общий объем доходов и поступлений составит 3,8 трлн руб. (рост к прогнозу на 2009 г. составляет 14,5%). Мы на поступлении доходов смотрим более оптимистично и предполагаем рост на 16%.

- В результате корректировок модели новая справедливая цена акции Газпрома составила 8,955 долл., против ранее прогнозируемых 9,016 долл. (снижение на 0,68%). Но в связи с существенным потенциалом роста, составляющим более 45%, мы подтверждаем нашу рекомендацию «ПОКУПАТЬ» на акции компании.

Основные показатели

Динамика акций компании относительно индекса РТС



Информация об эмитенте

Код РТС	GAZP
Цена обыкновенной акции, долл.	6,17
Мин./макс. цена за год, долл.	2,9 / 15,45
Справедливая цена на конец года, долл.	8,955
Потенциал роста, %	45,15
Всего акций, шт.	23 673 512 900
Рыночная капитализация, млн долл.	146 066
EV, млн долл.	186 058

Финансовые показатели (МСФО)

	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)
Выручка, млн долл.	141 494	99 063	114 254
ЕБИТДА, млн долл.	58 517	35 615	39 736
Чистая прибыль, млн долл.	31 016	21 974	23 868
Норма EBITDA, %	41,4	36,0	34,8
Норма чистой прибыли, %	21,9	22,2	20,9
ROIC, %	17,5	9,6	11,7

Коэффициенты

	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)
P/E	4,71	6,65	6,12
P/S	1,03	1,47	1,28
P/BV	0,74	0,84	0,73
EV/S	1,31	1,88	1,63
EV/EBITDA	3,18	5,22	4,68
EV/IC	0,78	0,86	0,78
ROIC/WACC	1,37	0,59	0,78

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2009 г.

Результаты Газпрома за 1 пол. 2009 г.

Финансовые показатели Газпрома по МСФО за 1 пол. 2009 г.

	1 пол. 2008 г.		Изменение, %		1 пол. 2009 г.		4 кв. 2008 г.		Изменение, %		1 кв. 2009 г.		Изменение, %		2 кв. 2009 г.	
	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.
Выручка	1 755 113	73 374	-6,6	-32,8	1 639 698	49 285	946 015	34 703	-1,5	-22,0	931 403	27 084	-24,0	-18,9	708 295	21 956
Операционные расходы	(1 038 493)	(43 415)	16,3	-16,4	(1 207 761)	(36 302)	(708 408)	(25 987)	-8,4	-27,4	(648 810)	(18 866)	-13,8	-8,2	(558 951)	(17 326)
<i>Амортизация</i>	(99 747)	(4 170)	6,6	-23,3	(106 342)	(3 196)	(49 478)	(1 815)	10,1	-12,7	(54 480)	(1 584)	-4,8	1,5	(51 862)	(1 608)
Прибыль от продаж	716 620	29 959	-39,7	-56,7	431 937	12 983	237 607	8 716	18,9	-5,7	282 593	8 217	-47,2	-43,7	149 344	4 629
<i>Норма прибыли от продаж, %</i>	40,8				26,3		25,1				30,3				21,1	
ЕБИТДА	816 367	34 129	-34,1	-52,6	538 279	16 179	287 085	10 531	17,4	-6,9	337 073	9 801	-40,3	-36,4	201 206	6 237
<i>Норма ЕБИТДА, %</i>	46,5				32,8		30,3				36,2				28,4	
Приобретение доли меньшинства в ОАО "Газпром нефть"	-	-	н/с	н/с	13 865	430	-	-	н/с	н/с	-	-	н/с	н/с	13 865	430
Прибыль (убыток) от изменения справедливой стоимости опциона на покупку	28 375	1 186	н/с	н/с	-	-	(8 765)	(322)	н/с	н/с	-	-	н/с	н/с	-	-
Доходы от финансирования	85 605	3 579	180,8	101,9	240 415	7 226	50 911	1 868	133,8	85,3	119 014	3 461	2,0	8,7	121 401	3 763
Расходы по финансированию	(71 925)	(3 007)	340,8	216,9	(317 073)	(9 530)	(199 943)	(7 335)	34,3	6,4	(268 438)	(7 806)	-81,9	-80,7	(48 635)	(1 508)
Доля чистой прибыли в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях	25 392	1 062	-37,8	-55,3	15 790	475	(57 901)	(2 124)	н/с	н/с	13 536	394	-83,3	-82,2	2 254	70
Прибыль от выбытия финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи	11 476	480	-75,3	-82,2	2 839	85	(6 563)	(241)	н/с	н/с	516	15	350,2	379,9	2 323	72
Прибыль до налогообложения	795 543	33 258	-51,3	-64,9	387 773	11 668	15 346	563	859,3	660,4	147 221	4 281	63,4	74,2	240 552	7 457
<i>Норма прибыли до налогообложения, %</i>	45,3				23,6		1,6				15,8				34,0	
Текущий налог на прибыль	(180 530)	(7 547)	-51,0	-64,8	(88 393)	(2 657)	(47 746)	(1 752)	-29,2	-43,9	(33 787)	(982)	61,6	72,3	(54 606)	(1 693)
Отложенный налог на прибыль	(5 660)	(237)	н/с	н/с	6 380	192	52 104	1 911	н/с	н/с	(3 257)	(95)	н/с	н/с	9 637	299
Чистая прибыль	609 353	25 475	-49,8	-63,9	305 760	9 203	19 704	723	459,2	343,2	110 177	3 204	77,5	89,2	195 583	6 063
<i>Норма чистой прибыли, %</i>	34,7				18,6		2,1				11,8				27,6	
Доля меньшинства	35 596	1 488	-73,3	-80,8	9 517	286	(17 814)	(653)	н/с	н/с	6 498	189	-53,5	-50,5	3 019	94
Чистая прибыль относящаяся к акционерам Газпрома	573 757	23 986	-48,4	-62,8	296 243	8 917	37 518	1 376	176,3	119,1	103 679	3 015	85,7	98,0	192 564	5 969

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура выручки Газпрома включая пошлины и акцизы

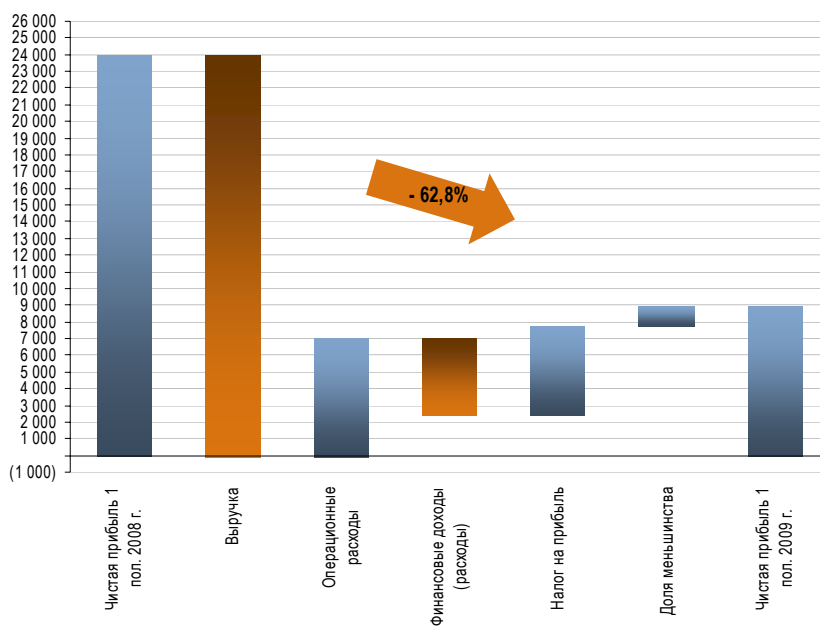
	1 пол. 2008 г.		Изменение, %		1 пол. 2009 г.		4 кв. 2008 г.		Изменение, %		1 кв. 2009 г.		Изменение, %		2 кв. 2009 г.	
	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.	руб.	долл.	млн руб.	млн долл.
Выручка от продажи газа:																
Выручка от продажи в России	264 273	11 048	-6,08	-32,47	248 215	7 461	139 201	5 106	13,47	-10,06	157 947	4 593	-42,85	-39,08	90 268	2 798
Выручка от продажи в СНГ	177 231	7 409	-3,63	-30,71	170 803	5 134	114 225	4 190	-21,61	-37,86	89 545	2 604	-9,25	-3,26	81 258	2 518,8
Выручка от продажи в Европе	873 585	36 521	-4,58	-31,39	833 594	25 055	572 164	20 989	-15,84	-33,29	481 541	14 002	-26,89	-22,06	352 053	10 913
Валовая выручка от продажи газа	1 315 089	54 979	-4,75	-31,52	1 252 612	37 650	825 590	30 286	-11,70	-30,00	729 033	21 199	-28,18	-23,44	523 579	16 230
Акциз	-	-	н/с	н/с	(290)	(9)	(1)	(0)	н/с	н/с	(290)	(8)	н/с	н/с	0	0
Таможенная пошлина	(225 625)	(9 432)	-35,90	-53,92	(144 617)	(4 347)	(141 599)	(5 194)	-63,08	-70,74	(52 276)	(1 520)	76,64	88,30	(92 341)	(2 862)
Чистая выручка от продажи газа	1 089 464	45 546	1,67	-26,90	1 107 705	33 294	683 990	25 091	-1,10	-21,60	676 467	19 670	-36,25	-32,04	431 238	13 368
Выручка от продажи продуктов нефтегазопереработки:																
Выручка от продажи в России	205 103	8 575	-45,39	-60,73	112 015	3 367	79 973	2 934	-36,04	-49,30	51 149	1 487	19,00	26,85	60 866	1 887
Выручка от продажи в СНГ	23 700	991	-43,47	-59,36	13 397	403	9 256	340	-28,15	-43,05	6 650	193	1,46	8,16	6 747	209
Выручка от продажи в Европе	136 438	5 704	-28,74	-48,77	97 219	2 922	32 199	1 181	24,24	-1,52	40 005	1 163	43,02	52,46	57 214	1 774
Всего выручка от продажи продуктов нефтегазопереработки	365 241	15 269	-39,05	-56,18	222 631	6 692	121 428	4 454	-19,46	-36,15	97 804	2 844	27,63	36,06	124 827	3 869
Выручка от продажи сырой нефти и газового конденсата:																
Выручка от продажи в России	17 807	744	-57,76	-69,63	7 521	226	3 393	124	-1,77	-22,13	3 333	97	25,65	33,95	4 188	130
Выручка от продажи в СНГ	15 449	646	-26,07	-46,85	11 421	343	2 726	100	72,38	36,64	4 699	137	43,05	52,50	6 722	208
Выручка от продажи в Европе	101 360	4 237	-40,47	-57,2	60 343	1 814	17 751	651	57,30	24,7	27 923	812	16,11	23,8	32 420	1 005
Всего выручка от продажи сырой нефти и газового конденсата	134 616	5 628	-41,10	-57,65	79 285	2 383	23 870	876	50,63	19,40	35 955	1 046	20,51	28,47	43 330	1 343
Выручка от продажи электрической и тепловой энергии	70 906	2 964	105,33	47,62	145 589	4 376	66 329	2 433	25,36	-0,63	83 147	2 418	-24,90	-19,94	62 442	1 936
Выручка от продажи услуг по транспортировке газа	31 048	1 298	-13,69	-37,95	26 797	805	23 721	870	-45,93	-57,14	12 825	373	8,94	16,14	13 972	433
Прочая выручка	63 838	2 669	-9,63	-35,0	57 691	1 734	26 677	979	-5,52	-25,1	25 205	733	28,89	37,4	32 486	1 007
Итого выручка	1 755 113	73 374	-6,58	-32,83	1 639 698	49 285	946 015	34 703	-1,54	-21,96	931 403	27 084	-23,95	-18,93	708 295	21 956

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Объем и цена реализации газа Газпром в первом полугодии и поквартально

	3 мес.		6 мес.			
	2008 г.	2009 г.	2008 г.	2009 г.		
Объем продаж, млрд куб. м	184,1	-24,0%	140,0	309,1	-22,3%	240,1
Дальнее зарубежье	53,5	-30,7%	37,1	99,7	-23,6%	76,2
Бывший СССР	25,0	-61,2%	9,7	49,5	-57,4%	21,1
Россия	105,6	-11,7%	93,2	159,9	-10,7%	142,8
Цена продажи, долл.						
Дальнее зарубежье	345,5	10,8%	382,7	366,0	-9,6%	331,0
Бывший СССР	150,6	80,4%	271,7	149,4	64,1%	245,1
Россия (руб.)	1 651,5	2,6%	1 695,1	1 652,7	5,1%	1 737,8
		1 кв.		2 кв.		
	2008 г.	2009 г.	2008 г.	2009 г.		
Объем продаж, млрд куб. м	184,1	-24,0%	140,0	125	-19,9%	100,1
Дальнее зарубежье	53,5	-30,7%	37,1	46,2	-15,4%	39,1
Бывший СССР	25,0	-61,2%	9,7	24,5	-53,5%	11,4
Россия	105,6	-11,7%	93,2	54,3	-8,7%	49,6
Цена продажи, долл.						
Дальнее зарубежье	345,5	10,8%	382,7	389,4	-28,3%	279,1
Бывший СССР	150,6	80,4%	271,7	148,6	48,6%	221,0
Россия	68,1	-27,6%	49,3	70,9	-20,4%	56,4

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Динамика изменения чистой прибыли Газпрома за 1 пол. 2009 г.


Финансовая модель компании

Прогноз цен на газ и нефть на 2007-2017 гг.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Внутренний рынок											
Фактическая цена реализации газа, долл. за тыс. куб. м	50,93	65,97	58,98	82,30	98,06	115,92	143,61	175,79	209,09	217,24	216,51
Внешний рынок											
Цена нефти Brent, долл. за барр.	72,84	97,67	60,60	66,12	69,76	75,53	82,75	85,15	89,40	91,63	91,12
Фактическая цена реализации газа на Украине, в СНГ и Балтии, долл. за тыс. куб. м	110,90	159,20	222,10	235,71	273,39	294,20	321,43	335,74	350,79	361,64	362,35
Фактическая цена реализации газа в Европе, долл. за тыс. куб. м	269,80	407,25	297,43	285,62	303,77	326,89	357,14	373,05	389,76	401,82	402,61

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Объем продаж газа Газпромом в 2007-2017 гг., млрд куб. м

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Экспорт и реализация на международных рынках	169	184	150	169	178	188	192	195	199	203	206
темпы роста, падения, %	4,33	9,39	-18,50	12,50	5,43	5,78	1,81	1,77	2,01	2,00	1,50
Продажи газа на Украину, СНГ и страны Прибалтики	97	96	51	58	76	95	96	98	104	106	108
темпы роста, падения, %	-4,41	-0,09	-47,50	15,00	30,00	25,00	1,81	1,77	6,28	2,00	1,50
Продажи на внутреннем рынке	307	292	270	284	293	301	306	312	297	304	309
темпы роста, падения, %	-2,94	-4,82	-7,50	5,00	3,37	2,50	1,81	1,77	-4,55	2,09	1,61
Добыча газа Газпромом	549	551	476	525	540	554	564	574	585	597	606
темпы роста, падения, %	-1,33	0,36	-13,50	10,23	2,86	2,50	1,81	1,77	2,01	2,00	1,50

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Выручка от реализации Газпрома в 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Экспорт и реализация на международных рынках	45 462	75 068	44 682	48 272	54 126	61 611	68 530	72 852	77 643	81 646	83 032
Продажи газа на Украину, СНГ и страны Прибалтики	10 706	15 356	11 247	13 727	20 698	27 841	30 967	32 920	36 555	38 440	39 093
Продажи на внутреннем рынке	15 634	19 276	15 942	23 357	28 769	34 858	43 963	54 769	62 184	65 954	66 792
Выручка от продажи сырой нефти и газового конденсата	6 566	8 643	5 390	6 030	6 535	7 328	8 405	9 142	10 110	11 052	11 773
Выручка от продажи продуктов нефтегазопереработки	20 556	26 255	15 650	17 075	18 017	19 507	21 372	21 992	23 090	23 665	23 534
Выручка от продажи услуг по транспортировке газа	1 634	2 842	1 882	2 761	3 538	4 060	4 424	4 775	5 166	5 589	6 018
Прочая выручка	6 295	12 624	12 800	15 257	17 246	19 039	20 841	22 644	24 393	25 151	25 566
Акцизы	(4)	(3)	(8)	(10)	(12)	(14)	(17)	(18)	(20)	(21)	(22)
Таможенные пошлины	(12 006)	(18 566)	(8 521)	(12 214)	(14 075)	(16 328)	(18 161)	(19 306)	(20 681)	(21 748)	(22 117)
Продажи, всего	94 843	141 494	99 063	114 254	134 841	157 902	180 324	199 769	218 440	229 730	233 670

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс Газпрома на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Активы											
Внеоборотные активы	204 546	225 030	202 809	225 290	249 979	277 366	301 502	322 325	340 361	354 964	365 695
Основные средства	136 614	161 662	147 416	167 111	188 386	212 105	232 721	250 474	265 592	278 292	288 127
Из них здания, сооружения	114 843	131 143	117 606	132 080	147 899	165 668	181 512	195 520	207 786	218 404	227 019
Из них незавершенное строительство	21 771	30 519	29 811	35 031	40 486	46 438	51 209	54 953	57 806	59 887	61 108
Инвестиции в ассоциированные компании	26 239	31 047	26 513	27 306	28 020	28 662	29 241	29 761	30 229	30 651	31 030
Долгосрочная дебиторская задолженность и предоплата	15 749	13 824	12 995	14 988	17 688	20 713	23 655	26 205	28 655	30 136	30 652
Прочие внеоборотные активы	15 917	16 560	13 745	13 745	13 745	13 745	13 745	13 745	13 745	13 745	13 745
Долгосрочные финансовые активы, имеющиеся в наличии для продажи	10 028	1 938	2 140	2 140	2 140	2 140	2 140	2 140	2 140	2 140	2 140
Оборотные активы	61 308	63 212	52 747	57 764	67 548	78 151	95 626	126 001	165 643	206 995	246 108
Запасы	9 605	11 136	8 584	10 075	11 664	13 118	14 600	15 864	17 341	18 641	19 670
Дебиторская задолженность	27 298	27 179	22 521	25 975	30 655	35 898	40 995	45 416	49 661	52 228	53 123
Денежные средства и их эквиваленты	10 924	13 825	11 410	13 160	15 531	18 187	20 770	23 009	25 160	26 460	26 914
Денежные средства с ограничением к использованию	471	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
НДС к возврату	4 797	4 659	3 728	4 109	4 479	4 862	5 207	5 488	5 745	5 893	5 944
Краткосрочные финансовые активы	4 458	943	2 630	0	0	0	7 125	28 563	59 375	94 987	131 523
Прочие оборотные активы	3 755	5 319	3 724	4 295	5 069	5 936	6 779	7 509	8 211	8 636	8 784
Всего активов	265 853	288 242	255 557	283 054	317 527	355 518	397 128	448 326	506 005	561 959	611 803
Пассивы											
Краткосрочные обязательства	42 448	38 796	30 498	32 558	32 898	33 149	32 935	33 901	35 659	36 779	37 038
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	19 001	18 768	13 140	15 155	17 885	20 944	23 918	26 497	28 974	30 471	30 994
Задолженность по расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами	2 879	2 308	2 239	2 582	3 047	3 568	4 075	4 514	4 936	5 191	5 280
Краткосрочные заемные средства	19 729	17 396	14 796	14 498	11 642	8 313	4 618	2 566	1 425	792	440
Краткосрочные векселя к уплате	840	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324
Долгосрочные обязательства	54 595	51 895	51 118	51 756	55 573	54 638	50 054	47 628	46 856	45 721	43 897
Долгосрочные заемные средства	38 411	37 122	38 618	38 451	41 261	39 295	33 793	30 627	29 184	27 663	25 709
Долгосрочные векселя к уплате	139	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69
Резервы предстоящих расходов и платежей	3 100	3 450	3 105	3 343	3 645	3 956	4 237	4 466	4 674	4 795	4 836
Отложенное обязательство по налогу на прибыль	12 069	10 667	8 839	9 381	10 057	10 745	11 355	11 845	12 288	12 542	12 628
Прочие долгосрочные обязательства	876	587	486	511	542	573	600	621	641	652	655
Капитал и резервы	168 810	197 551	173 941	198 740	229 056	267 731	314 139	366 797	423 490	479 459	530 867
Уставный капитал	12 728	13 076	10 052	11 080	11 410	11 719	11 614	11 511	11 410	11 311	11 214
Нераспределенная прибыль	142 716	172 116	156 051	179 308	208 633	246 148	291 631	343 186	398 626	453 288	503 419
Выкупленные собственные акции	(814)	(24)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
Доля меньшинства	14 180	12 384	7 858	8 373	9 032	9 885	10 913	12 120	13 474	14 880	16 255
Всего пассивов	265 853	288 242	255 557	283 054	317 527	355 518	397 128	448 326	506 005	561 959	611 803

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал
Финансовая модель Газпрома на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Выручка компании	94 843	141 494	99 063	114 254	134 841	157 902	180 324	199 769	218 440	229 730	233 670
Расходы на оплату труда	(9 741)	(9 675)	(7 038)	(8 721)	(9 543)	(10 378)	(11 146)	(12 074)	(13 088)	(14 114)	(15 033)
Транзит газа, нефти и нефтепродуктов	(5 953)	(7 449)	(7 102)	(8 962)	(10 172)	(11 444)	(12 889)	(14 444)	(16 295)	(18 504)	(21 142)
Налоги, кроме налога на прибыль	(8 993)	(10 413)	(6 540)	(8 194)	(9 277)	(10 373)	(11 606)	(12 481)	(14 236)	(15 264)	(15 984)
Покупные нефть и газ	(14 953)	(27 997)	(23 404)	(24 876)	(30 649)	(34 510)	(38 423)	(40 888)	(43 595)	(45 862)	(46 666)
Материалы	(3 699)	(3 648)	(2 573)	(3 382)	(3 921)	(4 551)	(5 018)	(5 480)	(5 994)	(6 521)	(6 992)
Расходы на ремонт и эксплуатацию	(4 621)	(6 121)	(4 071)	(5 350)	(6 107)	(6 900)	(7 406)	(7 874)	(8 391)	(8 900)	(9 309)
Расходы на электроэнергию и теплоэнергию	(1 757)	(1 958)	(1 586)	(1 882)	(2 226)	(2 604)	(3 161)	(3 811)	(4 533)	(5 055)	(5 525)
Товары для перепродажи, в том числе продукты переработки	(2 217)	(5 340)	(5 740)	(6 327)	(7 087)	(8 299)	(9 478)	(10 500)	(11 481)	(12 074)	(12 282)
Социальные расходы	(640)	(751)	(560)	(736)	(840)	(949)	(1 018)	(1 083)	(1 154)	(1 224)	(1 280)
Страхование	(507)	(589)	(439)	(523)	(580)	(638)	(691)	(741)	(797)	(853)	(900)
Расходы по аренде	(531)	(610)	(528)	(582)	(599)	(614)	(625)	(636)	(648)	(661)	(671)
(Уменьшение) увеличение резервов на снижение стоимости активов	(302)	(3 979)	(550)	(624)	(703)	(792)	(869)	(935)	(991)	(1 039)	(1 075)
Прочие	(6 277)	(4 448)	(3 317)	(4 359)	(4 832)	(5 316)	(5 966)	(6 631)	(7 507)	(8 445)	(9 357)
ЕБИТДА	34 652	58 517	35 615	39 736	48 303	60 536	72 027	82 191	89 728	91 213	87 452
Норма ЕБИТДА, %	36,5	41,4	36,0	34,8	35,8	38,3	39,9	41,1	41,1	39,7	37,4
Износ, истощение и амортизация	(7 185)	(7 841)	(6 553)	(7 644)	(8 585)	(9 613)	(10 768)	(11 798)	(12 709)	(13 506)	(14 196)
ЕБИТ	27 467	50 676	29 062	32 092	39 718	50 922	61 259	70 393	77 020	77 707	73 256
Норма ЕБИТ, %	29,0	35,8	29,3	28,1	29,5	32,2	34,0	35,2	35,3	33,8	31,4
Внеоперационные доходы/издержки	8 705	(9 195)	(1 194)	(1 918)	(1 046)	(981)	(962)	323	2 315	4 711	7 322
Прибыль до налогов и доли меньшинства	36 172	41 481	27 868	30 174	38 672	49 941	60 297	70 716	79 335	82 419	80 578
Норма прибыли до налогообложения, %	38,1	29,3	28,1	26,4	28,7	31,6	33,4	35,4	36,3	35,9	34,5
Налог на прибыль	(8 971)	(10 464)	(5 894)	(6 306)	(8 082)	(10 438)	(12 602)	(14 780)	(16 581)	(17 225)	(16 841)
Чистая прибыль	27 201	31 016	21 974	23 868	30 589	39 504	47 695	55 936	62 754	65 193	63 737
Норма чистой прибыли, %	28,7	21,9	22,2	20,9	22,7	25,0	26,4	28,0	28,7	28,4	27,3
Доля меньшинства	1 446	1 144	474	515	660	852	1 029	1 207	1 354	1 406	1 375
Чистая прибыль относящаяся к акционерам Газпрома	25 755	29 872	21 500	23 353	29 930	38 651	46 666	54 730	61 400	63 787	62 362
Норма чистой прибыли относящейся к акционерам Газпрома, %	27,2	21,1	21,7	20,4	22,2	24,5	25,9	27,4	28,1	27,8	26,7

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о движении денежных средств Газпрома на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Денежные потоки от операционной деятельности											
Прибыль до налогообложения и доли меньшинства	36 172	41 481	27 868	30 174	38 672	49 941	60 297	70 716	79 335	82 419	80 578
Корректировки к прибыли до налогообложения											
Износ и амортизация	7 185	7 841	6 553	7 644	8 585	9 613	10 768	11 798	12 709	13 506	14 196
Прочие корректировки, нетто	(13 542)	8 821	1 199	1 922	1 051	986	967	(318)	(2 311)	(4 707)	(7 317)
Итого влияние корректировок	(6 357)	16 663	7 752	9 567	9 636	10 599	11 735	11 480	10 398	8 800	6 879
Изменения в активах и обязательствах											
Изменение оборотных активов	(1 820)	(11 449)	10 565	(7 889)	(10 114)	(10 972)	(10 709)	(9 247)	(9 129)	(5 920)	(2 640)
Изменение оборотных пассивов	3 025	6 595	(7 970)	3 163	4 204	4 611	4 399	3 758	3 569	2 138	743
Уплаченный налог на прибыль	(7 594)	(12 415)	(5 894)	(6 306)	(8 082)	(10 438)	(12 602)	(14 780)	(16 581)	(17 225)	(16 841)
Чистые денежные средства, полученные от основной деятельности	23 425	40 875	32 321	28 708	34 315	43 741	53 121	61 927	67 592	70 211	68 719
Инвестиционная деятельность											
Капитальные вложения	(21 269)	(28 738)	(28 982)	(27 339)	(29 860)	(33 333)	(31 384)	(29 551)	(27 827)	(26 206)	(24 031)
(Приобретение) реализация краткосрочных финансовых вложений	0	0	(1 687)	2 630	(0)	0	(7 125)	(21 438)	(30 812)	(35 612)	(36 536)
Прочие, (преобретение) продажа инвестиций	(13 652)	(7 273)	(2 644)	(793)	(714)	(643)	(578)	(520)	(468)	(422)	(379)
Чистые денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности	(34 921)	(36 011)	(33 313)	(25 502)	(30 574)	(33 976)	(39 087)	(51 510)	(59 107)	(62 239)	(60 947)
Финансовая деятельность											
Поступления по долгосрочным займам	25 785	8 735	5 165	6 278	3 588	1 845	0	0	0	0	0
Погашение долгосрочных займов	(7 770)	(13 543)	(3 669)	(6 445)	(778)	(3 811)	(5 502)	(3 166)	(1 444)	(1 520)	(1 955)
Чистое поступление (погашение) краткосрочных займов	2 775	7 454	(2 600)	(298)	(2 856)	(3 329)	(3 695)	(2 053)	(1 140)	(633)	(352)
Уплаченные дивиденды	(2 713)	(2 735)	(343)	(967)	(1 168)	(1 646)	(2 319)	(3 033)	(3 831)	(4 605)	(5 103)
Прочие	(5 955)	(2 682)	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные средства, полученные от финансовой деятельности	12 122	(2 770)	(1 443)	(1 433)	(1 214)	(6 941)	(11 516)	(8 251)	(6 415)	(6 759)	(7 410)
Влияние изменения обменного курса на денежные средства и их эквиваленты	(238)	509	21	(23)	(157)	(168)	65	74	81	88	91
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	387	2 603	(2 415)	1 750	2 371	2 656	2 583	2 240	2 151	1 300	454
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	10 537	11 223	13 825	11 410	13 160	15 531	18 187	20 770	23 009	25 160	26 460
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	10 924	13 825	11 410	13 160	15 531	18 187	20 770	23 009	25 160	26 460	26 914

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ компании

Показатели создания стоимости

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Рост инвестированного капитала (IC), %	37,5	10,1	-9,4	10,4	11,7	11,5	11,6	13,6	13,8	12,2	10,1
Инвестированный капитал (IC), млн долл.	216 534	238 486	216 187	238 771	266 670	297 394	332 022	377 222	429 181	481 696	530 344
Акционерный капитал, млн долл.	168 810	197 551	173 941	198 740	229 056	267 731	314 139	366 797	423 490	479 459	530 867
Спред экономической прибыли, %	2,6	4,7	(6,6)	(3,3)	(1,8)	0,4	1,8	2,1	2,4	0,7	(1,4)
EVA, млн долл.	5 566	11 302	(14 313)	(7 965)	(4 825)	1 202	6 021	7 812	10 325	3 580	(7 221)

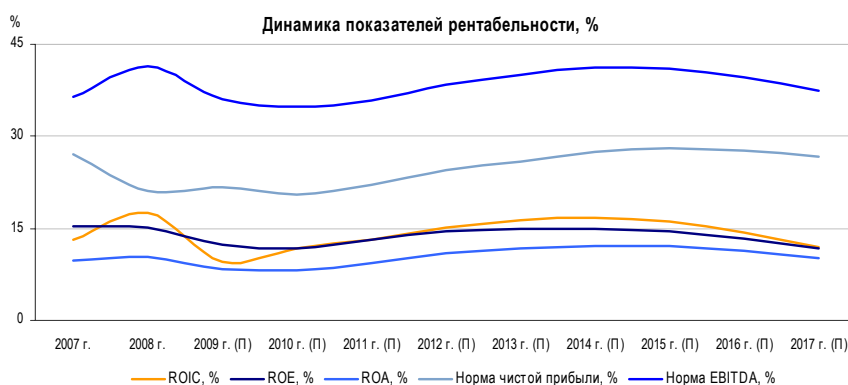
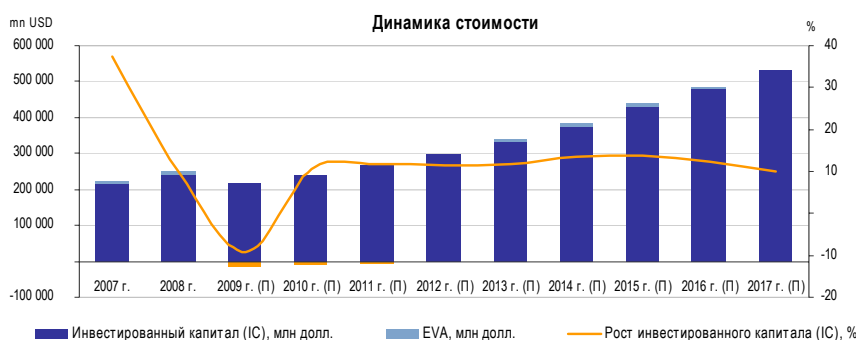
Анализ эффективности бизнеса

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
ROIC, %	13,1	17,5	9,6	11,7	13,2	15,1	16,3	16,8	16,2	14,3	12,0
ROE, %	15,3	15,1	12,4	11,8	13,1	14,4	14,9	14,9	14,5	13,3	11,7
ROA, %	9,7	10,4	8,4	8,3	9,4	10,9	11,8	12,2	12,1	11,4	10,2
Норма EBITDA, %	36,5	41,4	36,0	34,8	35,8	38,3	39,9	41,1	41,1	39,7	37,4
Норма EBIT, %	29,0	35,8	29,3	28,1	29,5	32,2	34,0	35,2	35,3	33,8	31,4
Норма чистой прибыли, %	27,2	21,1	21,7	20,4	22,2	24,5	25,9	27,4	28,1	27,8	26,7

Анализ финансового состояния

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Финансовый рычаг	0,35	0,28	0,31	0,27	0,23	0,18	0,12	0,09	0,07	0,06	0,05
Эффект финансового левериджа	1,12	1,05	1,14	1,14	1,11	1,08	1,06	1,04	1,03	1,03	1,03
показатели долговой нагрузки											
Общий долг/EBITDA	1,71	0,94	1,51	1,34	1,10	0,79	0,54	0,41	0,35	0,32	0,30
Чистый долг/EBITDA	1,25	0,68	1,11	1,01	0,78	0,49	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
Краткосрочный долг/Чистая прибыль	0,80	0,59	0,70	0,63	0,40	0,22	0,11	0,05	0,03	0,02	0,01
Общий долг/Выручка	0,62	0,39	0,54	0,47	0,40	0,30	0,22	0,17	0,14	0,13	0,11
Общий долг/Активы	0,22	0,19	0,21	0,19	0,17	0,14	0,10	0,07	0,06	0,05	0,04
Краткосрочный долг/Долгосрочный долг	0,53	0,48	0,39	0,38	0,29	0,22	0,15	0,09	0,06	0,04	0,03
EBITDA/Проценты к уплате	12	24	10	10	12	15	20	29	36	40	41
Чистый долг (млн долл.)	43 266	39 992	39 616	40 031	37 614	29 663	10 758	(18 138)	(53 684)	(92 750)	(132 046)
показатели ликвидности											
коэф. покрытия (>2)	1,22	1,34	1,45	1,46	1,70	1,96	2,46	3,25	4,16	5,12	6,11
коэф. текущей ликвидности (>1)	1,44	1,63	1,73	1,77	2,05	2,36	2,90	3,72	4,65	5,63	6,64
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,36	0,38	0,46	0,40	0,47	0,55	0,85	1,52	2,37	3,30	4,28
показатели оборачиваемости (дней)											
дебиторской задолженности	104	69	82	82	82	82	82	82	82	82	82
запасов	36	28	31	32	31	30	29	29	29	29	30
использование собственного оборотного капитала	5,03	5,80	4,45	4,53	3,89	3,51	2,88	2,17	1,68	1,35	1,12

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Оценка справедливой стоимости

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), %

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
Стоимость акционерного капитала (ks)	12,67	15,03	18,62	16,96	16,63	16,02	15,42	15,42	14,32	14,05	13,79
Безрисковая ставка, %	5,46	5,74	10,33	9,78	9,50	8,94	8,38	8,38	7,26	6,98	6,70
Доходность 10 year US Treasuries, %	4,10	4,15	4,02	4,46	4,60	4,65	4,69	4,67	4,63	4,58	4,53
Спред дефолта России, %	1,37	1,59	6,31	5,32	4,90	4,29	3,69	3,71	2,63	2,40	2,18
Риск за инвестирование в акции, %	5,00	7,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Коэффициент b	1,01	1,02	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99
Премия за корпоративное управление, %	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
Доля акционеров в структуре капитала, %	74,06	78,25	76,37	78,84	81,12	84,80	89,01	91,61	93,18	94,32	95,24
Стоимость заемного капитала (kd), %	5,93	6,16	10,77	10,20	9,89	9,30	8,69	8,65	7,50	7,20	6,90
Безрисковая ставка, %	5,46	5,74	10,33	9,78	9,50	8,94	8,38	8,38	7,26	6,98	6,70
Премия за инвестирование в долг компании, %	0,46	0,41	0,44	0,42	0,39	0,36	0,32	0,27	0,24	0,21	0,19
Эффективная ставка налога на прибыль, %	24,80	25,23	21,15	20,90	20,90	20,90	20,90	20,90	20,90	20,90	20,90
Доля долга в структуре капитала, %	25,94	21,75	23,63	21,16	18,88	15,20	10,99	8,39	6,82	5,68	4,76
WACC, %	10,54	12,76	16,23	15,08	14,97	14,70	14,48	14,70	13,74	13,58	13,39

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Прогноз Free Cash Flow Газпрома на 2007-2017 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (П)	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)
ЕБИТДА	34 652	58 517	35 615	39 736	48 303	60 536	72 027	82 191	89 728	91 213	87 452
Амортизация и износ	7 185	7 841	6 553	7 644	8 585	9 613	10 768	11 798	12 709	13 506	14 196
ЕБИТ	27 467	50 676	29 062	32 092	39 718	50 922	61 259	70 393	77 020	77 707	73 256
Налог на ЕБИТ	(6 812)	(12 784)	(6 147)	(6 707)	(8 301)	(10 643)	(12 803)	(14 712)	(16 097)	(16 241)	(15 311)
ЕБИТ после налогообложения (NOPAT)	20 655	37 892	22 915	25 385	31 417	40 279	48 456	55 681	60 922	61 466	57 946
Капвложения (CapEx)	(34 921)	(36 011)	(31 626)	(28 132)	(30 574)	(33 976)	(31 962)	(30 071)	(28 295)	(26 627)	(24 411)
Изменения оборотного капитала	1 204	(4 853)	2 595	(4 726)	(5 910)	(6 361)	(6 310)	(5 489)	(5 560)	(3 782)	(1 898)
FCF	(5 878)	4 868	437	171	3 518	9 556	20 952	31 919	39 776	44 563	45 833

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

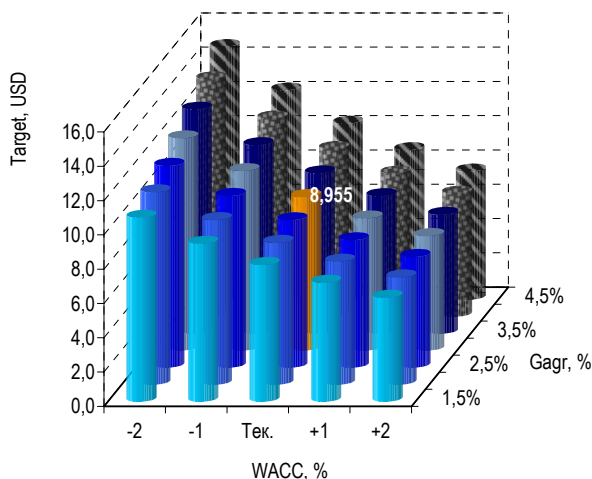
Оценка фундаментальной стоимости акции Газпрома

Темпы роста в бесконечности, %	3,00
Ставка дисконтирования, %	13,39
Стоимость дисконтированного денежного потока, млн долл.	90 834
Продленная стоимость, млн долл.	454 319
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	166 239
Стоимость компании, млн долл.	257 073
Стоимость чистого долга, млн долл.	39 616
Миноритарная доля, млн долл.	7 858
Неоперационные активы, млн долл.	2 140
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	211 739
Количество акций, шт.	23 673 512 900
Фундаментальная стоимость 1 акции, долл.	8,955
Потенциал роста (падения), %	45,15

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции

Темп роста в пострепрогнозный период, %	WACC, %				
	-2	-1	Тек.	+1	+2
1,5%	10,73	9,22	7,98	6,94	6,06
2,0%	11,22	9,60	8,28	7,18	6,26
2,5%	11,77	10,02	8,60	7,43	6,46
3,0%	12,38	10,48	8,96	7,71	6,68
3,5%	13,07	10,99	9,35	8,02	6,93
4,0%	13,85	11,56	9,78	8,35	7,19
4,5%	14,74	12,21	10,26	8,72	7,48



Оценка: Велес Капитал

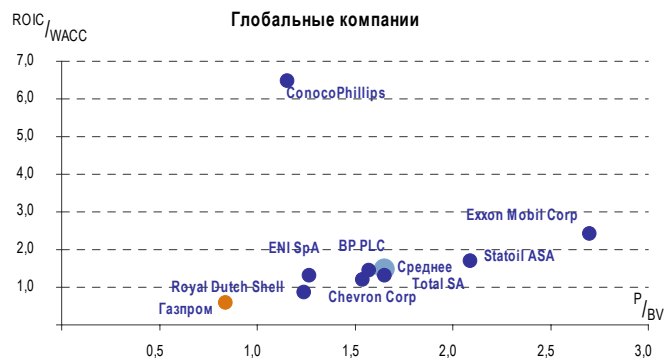
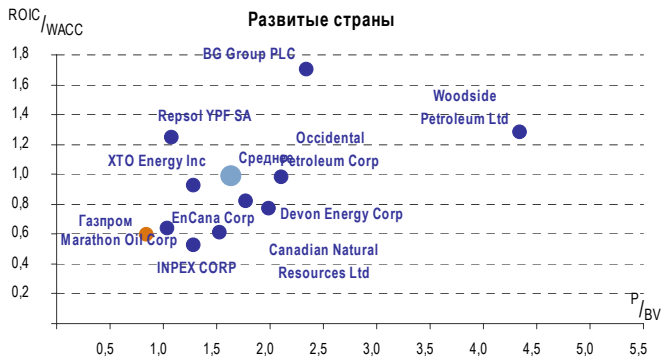
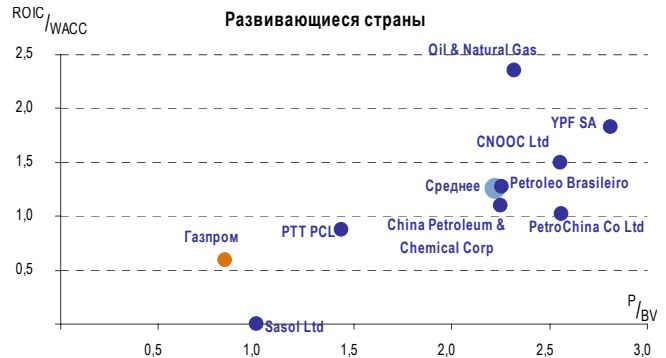
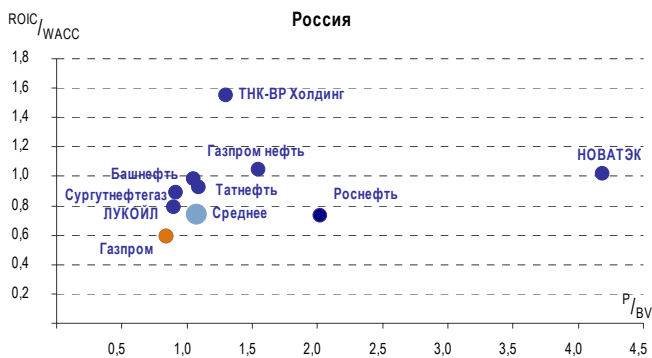
Сравнительная оценка компаний сектора

Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

	Страна	Текущая		Рыночные мультипликаторы				финансовые мультипликаторы					
		капитализация (P), млн долл.	стоимость бизнеса (EV), млн долл.	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/IC	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %	ROIC/WACC
Глобальные компании													
Exxon Mobil Corp	США	341 330	338 177	1,23	6,95	17,89	2,70	2,74	17,22	12,68	20,26	17,75	2,41
Chevron Corp	США	155 325	159 057	0,97	5,06	15,21	1,54	1,52	10,73	9,16	11,29	19,09	1,19
ConocoPhillips	США	77 479	106 356	0,72	5,14	14,03	1,16	1,11	9,92	6,06	51,22	14,06	6,48
BP PLC	Великобритания	180 669	208 261	0,87	5,74	12,51	1,57	1,46	14,78	7,82	12,02	15,12	1,44
Royal Dutch Shell PLC	Нидерланды	190 057	212 749	0,73	6,09	13,73	1,24	1,21	10,32	5,57	7,04	11,99	0,86
Total SA	Франция	145 731	164 971	0,91	5,28	12,43	1,65	1,54	15,89	8,84	10,25	17,26	1,29
ENI SpA	Италия	102 929	132 354	1,14	4,13	13,09	1,27	1,20	11,56	5,82	10,14	27,68	1,32
Statoil ASA	Норвегия	79 973	93 048	1,10	2,92	15,18	2,09	1,81	13,13	4,22	13,62	37,59	1,69
Среднез. по глобальным компаниям		159 187	176 872	0,94	5,30	14,48	1,65	1,55	13,14	7,62	12,20	16,99	1,47
Развитые рынки													
Occidental Petroleum Corp	США	66 402	66 995	4,66	8,20	22,27	2,11	2,09	9,75	9,50	10,67	56,80	0,98
Devon Energy Corp	США	29 881	36 718	4,64	7,69	84,01	1,99	1,68	5,49	-	7,28	60,38	0,77
Transocean Ltd	США	28 058	38 625	3,31	6,07	7,47	1,20	1,13	18,43	12,62	12,55	54,51	1,36
Apache Corp	США	32 928	36 513	4,30	6,64	30,76	2,02	1,83	9,76	4,24	9,40	64,69	0,93
Marathon Oil Corp	США	24 336	31 676	0,62	5,31	17,74	1,04	1,03	6,33	5,80	5,77	11,73	0,64
Anadarko Petroleum Corp	США	30 744	41 422	5,06	9,20	-	1,58	1,38	-	-	0,42	54,99	0,04
Chesapeake Energy Corp	США	16 005	27 424	4,05	6,81	10,46	1,22	1,12	9,78	-	-	59,44	-
XTO Energy Inc	США	24 995	34 970	3,93	5,37	12,31	1,29	1,19	10,00	7,67	8,05	73,19	0,92
BG Group PLC	Великобритания	60 732	65 623	3,75	7,35	15,68	2,35	2,13	16,86	11,35	16,79	51,08	1,70
Tullow Oil PLC	Великобритания	16 414	17 332	18,10	29,48	-	6,60	5,09	2,82	2,58	5,54	61,41	0,53
Cairn Energy Plc	Великобритания	6 430	6 090	24,35	60,80	-	3,73	4,40	1,67	-	-	40,05	-
Dana Petroleum Plc	Великобритания	1 836	2 023	2,90	5,63	30,51	1,71	1,61	5,44	3,62	9,45	51,49	0,89
Repsol YPF SA	Испания	34 315	54 737	0,82	5,59	14,57	1,08	1,05	8,06	3,39	8,00	14,68	1,24
Cia Espanola de Petroleos SA	Испания	9 233	10 994	0,44	6,58	12,98	1,17	1,14	12,65	2,88	7,77	6,70	1,45
OMV AG	Австрия	12 963	16 630	0,63	4,09	11,20	1,00	1,00	10,73	5,42	9,05	15,34	1,34
EnCana Corp	Канада	42 249	49 049	3,00	6,48	15,41	1,53	1,42	11,19	4,21	6,20	46,29	0,61
Suncor Energy Inc	Канада	53 993	65 488	2,52	14,28	43,78	1,64	1,47	6,50	7,49	2,80	17,65	0,23
Imperial Oil Ltd	Канада	32 950	32 975	1,67	12,26	24,94	3,25	3,25	13,83	23,28	20,68	13,63	1,86
Canadian Natural Resources Ltd	Канада	35 804	43 388	4,25	7,26	15,11	1,77	1,56	15,08	4,83	9,63	58,56	0,82
Neste Oil OYJ	Финляндия	4 670	7 160	0,48	10,29	21,58	1,34	1,20	6,02	3,56	5,93	4,65	0,75
Esso SA Francaise	Франция	1 742	1 420	0,10	3,19	7,94	0,71	0,66	11,08	-	-	3,29	-
Hellenic Petroleum SA	Греция	3 670	5 336	0,57	8,77	12,82	1,03	1,02	7,67	3,25	6,76	6,55	1,24
Paz Oil Co Ltd	Израиль	1 588	3 057	4,37	9,39	10,49	1,77	1,38	22,59	5,38	8,21	46,53	1,31
Saras SpA	Италия	2 922	3 706	0,44	10,95	-	1,62	1,43	0,77	1,85	1,85	4,05	0,25
ERG SpA	Италия	2 331	3 327	0,42	18,45	-	0,94	0,96	-	11,82	-	2,30	-
INPEX CORP	Япония	20 087	20 698	2,35	3,88	21,87	1,28	1,27	6,23	5,34	8,29	60,62	0,52
Nippon Oil Corp	Япония	6 545	20 695	0,32	7,04	7,63	0,56	0,80	7,70	2,07	5,06	4,59	0,76
Nippon Mining Holdings Inc	Япония	3 769	10 098	0,29	6,13	6,91	0,52	0,74	6,98	1,87	4,28	4,74	0,53
Galp Energia SGPS SA	Португалия	15 220	18 758	1,12	19,03	36,38	4,07	2,58	12,82	4,24	7,52	5,86	0,81
Petroplus Holdings AG	Швейцария	1 776	3 209	0,22	10,00	-	0,82	0,89	-	-	-	2,21	-
Woodside Petroleum Ltd	Австралия	32 592	38 698	9,47	13,44	25,08	4,35	2,84	17,36	9,65	16,11	70,46	1,28
Среднез. по развитым рынкам		13 810	17 204	1,34	7,41	17,95	1,63	1,46	11,43	8,55	9,70	44,09	0,99
Развивающиеся рынки													
YPF SA	Аргентина	14 549	15 494	1,40	4,28	12,63	2,81	2,53	15,68	9,43	-	32,80	1,83
Petroleo Brasileiro SA	Бразилия	202 618	242 524	2,33	7,64	14,93	2,25	1,87	17,11	10,07	15,86	30,49	1,28
PetroChina Co Ltd	Китай	348 022	366 107	2,88	9,81	20,67	2,56	2,38	14,05	9,76	13,83	29,39	1,03
China Petroleum & Chemical Corp	Китай	136 658	168 191	0,93	8,12	15,19	2,25	1,82	16,66	7,45	11,78	11,52	1,10
CNOOC Ltd	Гонконг	72 277	70 369	5,33	9,67	17,43	2,56	2,67	16,42	13,03	21,93	55,15	1,50
MOL Hungarian Oil and Gas NyRT	Венгрия	9 451	13 821	0,91	7,53	19,35	1,34	1,21	7,70	3,77	8,19	12,04	1,26
Oil & Natural Gas Corp Ltd	Индия	52 846	49 119	2,17	5,08	11,50	2,32	2,58	22,25	14,79	25,42	42,68	2,35
Indian Oil Corp Ltd	Индия	15 407	21 266	0,39	7,42	9,75	1,44	1,28	15,04	6,44	9,86	5,23	1,16
Cairn India Ltd	Индия	11 238	11 516	17,90	26,59	39,42	1,36	1,35	3,94	4,15	-	67,33	-
KazMunaiGas Exploration Production	Казахстан	10 605	8 415	1,67	6,24	12,39	1,28	1,61	32,04	25,54	-	56,56	3,41
Petronas Dagangan BHD	Малайзия	2 627	2 440	0,39	7,61	13,46	1,83	1,95	14,06	7,81	16,71	5,17	2,13
Oil & Gas Development Co Ltd	Пакистан	5 175	5 156	3,24	4,76	7,98	2,35	2,37	38,10	29,19	49,84	68,08	2,57
Polskie Gornictwo Naftowe I Gazownictwo SA	Польша	7 908	8 273	1,22	8,85	22,47	1,07	1,07	4,73	3,38	5,23	13,82	0,80
SNP Petrom SA	Румыния	5 159	5 872	1,26	5,95	11,49	0,89	0,90	8,64	4,17	4,72	21,15	0,65
Sasol Ltd	Южная Африка	24 894	26 630	1,61	6,32	11,31	-	-	17,55	12,39	-	25,55	-
PTT PCL	Тайланд	20 328	26 556	0,62	6,71	11,46	1,44	1,30	14,17	6,51	9,59	9,17	0,88
Tupras Turkiye Petrol Rafine	Турция	4 521	4 656	0,36	6,72	10,01	1,76	1,72	18,12	7,56	19,12	5,29	1,37
Ukrnafta Oil Co	Украина	1 240	1 323	1,97	18,67	-	0,99	0,99	5,39	12,26	4,69	10,56	0,49
Среднез. по развивающимся рынкам		25 062	27 994	1,44	8,10	16,07	2,22	1,95	15,59	9,77	15,12	29,58	1,25
Россия													
Газпром	РФ	146 066	186 058	1,88	5,22	6,65	0,84	0,86	12,36	8,41	9,61	35,95	0,59
Роснефть	РФ	90 720	111 806	2,52	8,81	13,22	2,02	1,70	17,64	8,85	11,39	28,58	0,74
ЛУКОЙЛ	РФ	50 438	58 008	0,75	4,15	7,02	0,90	0,89	12,86	9,21	13,07	17,98	0,79
Сургутнефтегаз	РФ	36 659	13 194	0,84	1,96	8,56	0,91	0,69	10,66	10,23	17,02	42,62	0,89
ТНК-ВР Холдинг	РФ	29 195	29 885	0,97	3,83	5,78	1,30	1,23	22,49	15,49	23,60	25,26	1,55
Газпром нефть	РФ	24 892	26 367	1,23	5,18	8,33	1,55	1,43	18,61	10,63	17,03	23,79	1,05
НОВАТЭК	РФ	14 422	15 037	5,42	13,28	20,21	4,19	3,23	20,71	12,09	17,05	40,82	1,02
Татнефть	РФ	10 724	11 827	1,05	4,07	5,70	1,09	1,12	19,83	13,09	15,76	25,88	0,93
Башнефть	РФ	3 836	2 883	1,00	4,46	12,03	1,05	1,07	13,34	9,37	12,35	22,45	0,98
Среднез. по РФ		25 811	29 374	1,44	5,00	7,47	1,08	1,05	14,27	9,36	11,85	28,72	0,74

Источник: данные компаний, международные информ. агентства. Оценка: Велес Капитал

Соотношение рентабельности и оцененности активов Газпрома с другими компаниями



Оценка: Велес Капитал

Расчет справедливой стоимости бизнеса (сравнительный подход)

	Капитализация, млн долл.			EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/IC
	Текущая	Потенциал роста, %	Справедливая					
Газпром	146 066	64,46	240 220	98 531	233 426	333 761	283 734	276 730
Роснефть	90 720	-16,65	75 613	39 109	64 532	94 547	92 718	94 663
ЛУКОЙЛ	50 438	86,59	94 111	89 746	79 106	104 748	104 746	98 620
Сургутнефтегаз	36 659	56,67	57 435	41 692	60 422	62 509	70 324	52 750
ТНК-ВР Холдинг	29 195	56,93	45 816	37 489	47 789	68 417	41 455	39 086
Газпром нефть	24 892	18,93	29 603	23 709	27 147	40 736	30 611	29 210
НОВАТЭК	14 422	-53,85	6 656	2 871	7 344	10 195	6 905	6 676
Татнефть	10 724	57,98	16 942	14 851	14 683	20 586	18 704	17 362
Башнефть	3 836	39,26	5 343	4 723	5 388	4 792	6 427	5 234
Потенциал роста сектора		40,49						

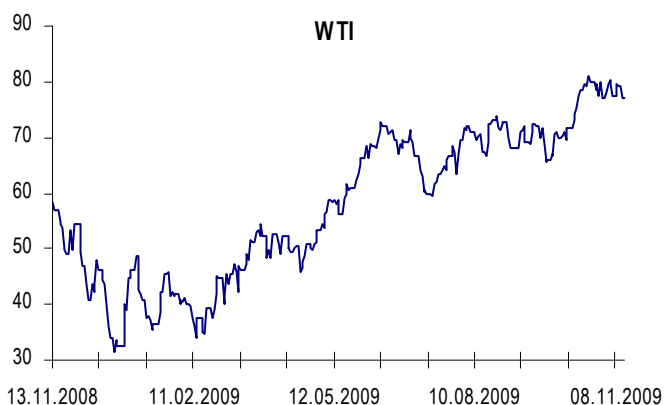
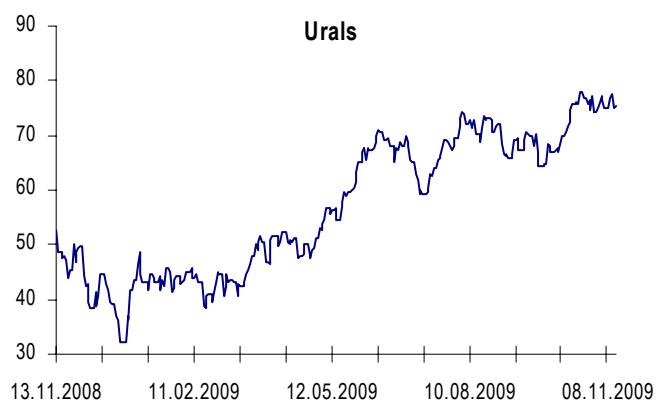
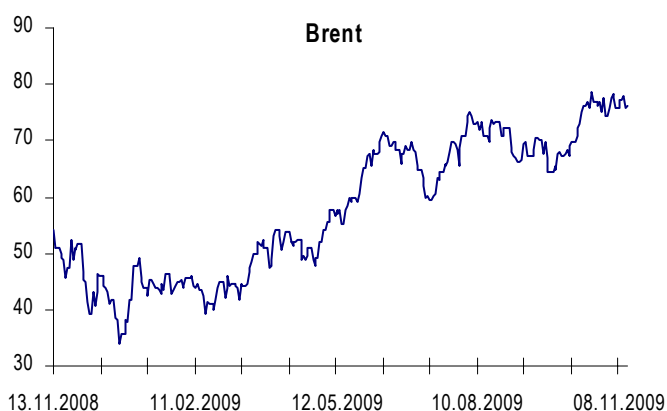
Источник: данные компаний, консенсус прогноз; Оценка: Велес Капитал

Сырьевые рынки

Текущие цены на нефть

	Закрытие, долл.	Изменение день, долл.	Изменение, %					С начала года, долл.	
			день	неделя	месяц	с 1 янв.	год	мин.	макс.
Light, долл./барр.	▼ 76,07	-2,25	-2,87	-1,53	4,79	68,18	45,98	39,92	78,93
Brent, долл./барр.	▼ 75,91	-1,92	-2,47	-2,19	5,24	81,78	48,93	39,08	78,54
Urals, долл./барр.	▼ 75,18	-2,25	-2,91	-1,75	4,90	79,73	51,27	38,59	78,08
WTI, долл./барр.	▼ 76,94	-2,34	-2,95	-3,37	3,76	72,51	37,00	33,98	81,04
Brent-Urals	▲ 0,73	0,33	82,50	-33,03	58,70	-1 142,86	-42,52	-1,96	4,19

Графики цен на нефть



Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход			Сравнительный подход	Затратный подход
Метод DCF		Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ	Метод чистых активов
<i>Концепция оценки единого объекта (EV) *</i>	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
<i>Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **</i>	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

** Доля учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

EV	- стоимость бизнеса (Enterprise Value)
SV	- стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
TV	- стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
Capgr	- темпы развития в постпрогнозном периоде
BV, E	- акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
EBIT	- операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
EBITDA	- операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
EBT	- доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
EAT	- чистая прибыль (Earnings After Tax)
EPS	- чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
NOPAT	- чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долгового финансирования NOPAT = EBIT * (1 - эффективная ставка налога на прибыль)
FCFF	- свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm) FCFF = валовый ден. поток - валовые инвестиции Валовый ден. поток = NOPAT + амортизация
FCFE	- свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity) FCFE = валовый акционерный ден. поток - валовые инвестиции Валовый акционерный ден. поток = EAT операционной деятельности (вкл. процентные платежи) - ежегодное погашение долга + привлечение заемных средств + амортизация
EVA	- экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added) EVA = спрэд экономической прибыли * IC = (ROIC - WACC) * IC
SVA	- экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added) SVA = спрэд * E = (ROE - k_s) * E
WACC	- средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
k _s	- требуемая доходность акционеров
D	- справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
Cash	- денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
NA	- неоперационные активы
IC	- инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
ROIC	- рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital) ROIC = NOPAT / IC
ROE	- рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
ROA	- рентабельность активов (Return on Assets)

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2009 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

Аналитическое управление**research@veles-capital.ru**

Михаил Зак
Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов
Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко
Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Ирки
Машиностроение и транспорт
Mlrkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин
Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Управление фондовых операций**sales@veles-capital.ru**

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Александр Таран
Трейдинг (Украина)
ATaran@veles-capital.com.ua

Управление доверительных операций**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251