

Аналитический обзор
16 марта 2010 г.

Нефть и газ
Россия

Газпром нефть

Плодотворный 2009 г. – основа на будущее

Рекомендация: **ПОКУПАТЬ**

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

Основные моменты

Газпром нефть подвела итоги работы за 2009 г. Оценивая результаты прошлого года, стоит отметить, что несмотря на несколько смазанную финансовую концовку 2009 г., общий результат компании можно назвать сильными и закладывающими основу для дальнейшей реализации одобренной стратегии.

Результат четвертого квартала Газпром нефти по чистой прибыли составил 638 млн долл., что ниже наших ожиданий. Слабым финансовым результатам компания «обязана» разовым списаниям. В частности компания в отчетном периоде зафиксировала разовый убыток в размере 142 млн долл., возникший в результате продажи газовых активов на Чукотке, а также расхождения между справедливой и балансовой стоимостью Салымского проекта (проект который реализует купленная в 2009 г. Газпром нефтью Sibir Energy). Все эти аспекты негативным образом сказались на чистой прибыли. В то же время по выручке компания была на уровне ожиданий, по операционной деятельности – превзошла наши прогнозы. Из знаковых событий 2009 г. мы выделяем покупку 51% сербской NIS, 54,71% – Sibir Energy. За счет покупки последней компания увеличила свою долю в МНПЗ с 38,63% до 59,75%. В конце прошлого года Газпром нефть договорилась о покупке производственного подразделения шведской Malka Oil – ООО «СТС-Сервис», что было реализовано уже в начале 2010 г.

Остановившись более подробно на планах Газпром нефти на текущий год и наших корректировках в модели, мы отмечаем, что компания находится на пороге получения первых газпромовских лицензий на нефтяные месторождения. В частности, в 2010 г. предполагается приступить к исследованиям и обустройству Новопортовского и Оренбургского месторождений с суммарными запасами нефти и газового конденсата 552 млн т по российским стандартам С1. На плато в 2017-2019 г. объекты будут давать 16,1 млн т нефти годовой добычи. Также компания совместно с ТНК-ВР (50/50) начинают масштабный start-up на Мессояхских месторождениях с запасами превышающими 940 млн т по С1 и добычей на плато в 25 млн т нефти. У компании также есть основания полагать, что в 2010 г. на Приобском месторождении добыча вырастет на 9%. По мимо перечисленных проектов и перспектив в upstream с 2010 г. Газпром нефть расширяет программу модернизации переработки, и ожидаются работы по четырем основным объектам, что даст более качественный выход нефтепродуктов уже в 2011-2012 гг. Все это положительным образом будет влиять на прогнозный объем продаж, который мы скорректировали соответствующим образом в нашей модели компании.

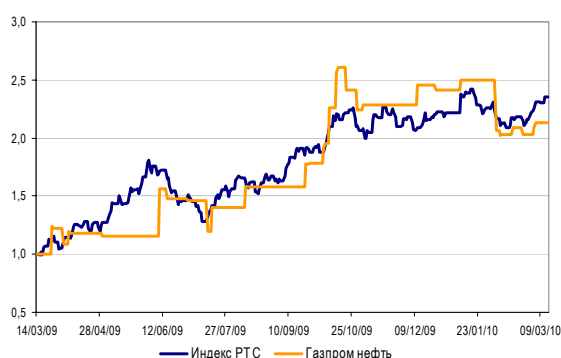
Описанные выше планы роста требуют и соответствующих инвестиций. Так, на 2010 г. объем инвестпрограммы запланирован на уровне 3,9 млрд долл., что выше капитальных вложений 2009 г. в 1,5 раза. Мы также пересмотрели в сторону увеличения капитальные вложения ближайших 6 лет на 23,7%.

В нашей модели компании мы пересмотрели вверх прогноз цен на нефть на ближайшие три года на 7,7%, учли текущие макроэкономические условия, которые привели к снижению прогнозного WACC Газпром нефти на 2,5 п.п.

После пересмотра модели Газпром нефти мы устанавливаем новую справедливую оценку акций компании, которая составляет 6,21 долл., вместо ранее прогнозируемой цены в 5,95 долл. (рост на 4,4%). Данная оценка предполагает существенный потенциал роста стоимости, что позволяет нам поменять рекомендацию с «ДЕРЖАТЬ» на «ПОКУПАТЬ».

Основные показатели

Динамика акций компании относительно индекса РТС



Информация об эмитенте

Код РТС	SIBN
Цена обыкновенной акции, долл.	4,90
Мин./макс. цена за год, долл.	2,30 / 6,00
Справедливая цена на конец года, долл.	6,21
Потенциал роста, %	26,66
Всего акций, шт.	4 741 299 639
Рыночная капитализация, млн долл.	23 253
EV, млн долл.	27 160

Финансовые показатели (GAAP)	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)
Выручка, млн долл.	24 166	29 649	31 309
ЕБИТДА, млн долл.	4 904	7 213	7 595
Чистая прибыль, млн долл.	3 013	3 879	4 103
Норма ЕБИТДА, %	20,3	24,3	24,3
Норма чистой прибыли, %	12,5	13,1	13,1
NOPAT, млн долл.	2 726	4 066	4 210
ROIC, %	17,3	18,0	16,7
ROE, %	18,7	20,0	18,0

Коэффициенты	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)
P/E	7,7	6,0	5,7
P/S	0,96	0,78	0,74
P/BV	1,4	1,2	1,0
EV/S	1,12	0,92	0,87
EV/ЕБИТДА	5,5	3,8	3,6
EV/IC	1,2	1,1	1,0
ROIC/WACC	1,3	1,5	1,4

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 2010 г.

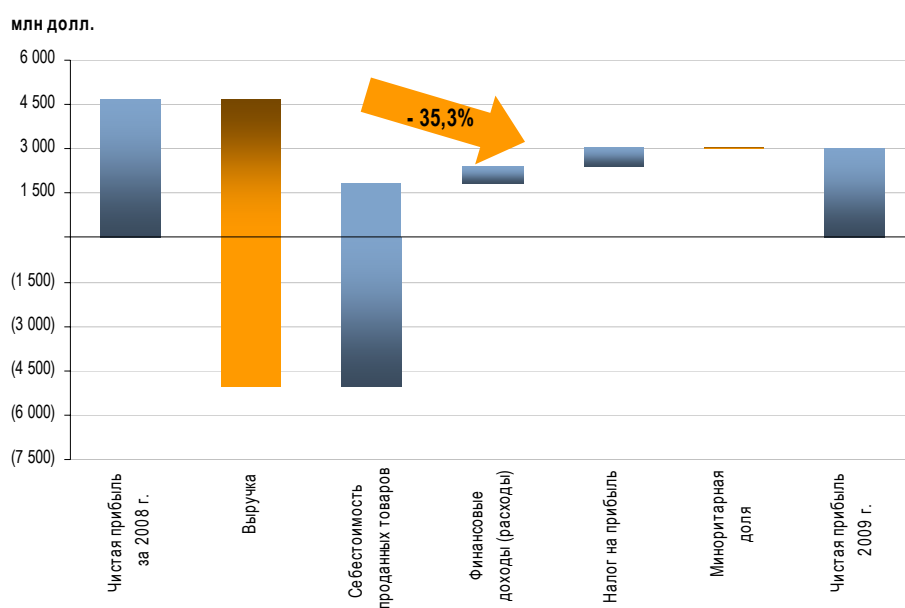
Финансовые результаты Газпром нефти за 2009 г.

Финансовые показатели Газпром нефти по US GAAP за 2009 г., млн долл.

	2007 г.	Изм., %	2008 г.	Изм., %	2009 г.
Выручка	22 768	48,8	33 870	-28,7	24 166
Выручка от реализации продукции	22 248	49,2	33 205	-28,8	23 648
Прочая выручка	520	27,9	665	-22,1	518
Операционные расходы	(17 869)	54,6	(27 621)	-24,9	(20 737)
Себестоимость приобретенной нефти и нефтепродуктов	(3 928)	111,2	(8 296)	-32,1	(5 636)
Операционные затраты	(1 941)	3,8	(2 015)	-7,6	(1 862)
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	(854)	22,5	(1 046)	22,4	(1 280)
Транспортные расходы	(1 279)	41,5	(1 810)	9,5	(1 982)
Амортизация	(929)	40,9	(1 309)	12,7	(1 475)
Экспортные пошлины	(4 372)	67,6	(7 328)	-46,1	(3 948)
Налоги, кроме налога на прибыль	(4 107)	30,3	(5 353)	-25,6	(3 982)
Прочие операционные расходы	(459)	1,1	(464)	23,3	(572)
Прибыль от продаж	4 899	27,6	6 249	-45,1	3 429
Норма прибыли от продаж, %	21,5		18,4		14,2
ЕБИТДА	6 236	27,7	7 965	-35,8	5 116
Норма ЕБИТДА, %	27,4		23,5		21,2
Доходы от ассоциированных и совместно контролируемых компаний	408	-0,2	407	-47,9	212
Доход от инвестиций	-	н/с	-	н/с	470
Проценты к получению	94	6,4	100	8,0	108
Проценты к уплате	(149)	12,1	(167)	121,0	(369)
Прочие расходы/доходы	45	97,8	89	н/с	(3)
Прибыли (убытки) по курсовым разницам	161	н/с	(517)	н/с	50
Прибыль до налогообложения	5 458	12,9	6 161	-36,7	3 897
Норма прибыли до налогообложения, %	24,0		18,2		16,1
Текущий налог на прибыль	(1 342)	6,2	(1 425)	-43,6	(804)
Отложенный налог на прибыль	27	н/с	(39)	-69,2	(12)
Чистая прибыль	4 143	13,4	4 697	-34,4	3 081
Норма чистой прибыли, %	18,2		13,9		12,7
Миноритарная доля	0	н/с	(39)	74,4	(68)
Чистая прибыль акционеров	4 143	12,4	4 658	-35,3	3 013

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Динамика изменения чистой прибыли Газпром нефти за 2009 г.



Финансовая модель компании

Объем добычи и продажи нефти и нефтепродуктов Газпром нефтью на 2007-2018 гг.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Добыча нефти, млн т												
Добыча нефти Газпром нефтью*	33,1	30,9	32,9	34,2	35,2	37,0	39,6	42,6	46,0	50,1	55,1	60,6
Добыча нефти Славнефтью для Газпром нефти	10,4	9,9	9,1	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7
Добыча нефти Томскнефтью для Газпром нефти	0,0	5,5	5,7	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2
Добыча газа, млрд куб. м	2,6	3,2	3,6	3,9	4,0	4,2	4,5	4,8	5,2	5,6	6,2	6,8
Переработка нефти, млн т	26,2	28,4	32,8	36,2	38,7	40,3	40,5	42,3	43,5	51,5	51,5	51,5
Закупка нефти и нефтепродуктов, млн т												
Закупки нефти на территории России	2,2	1,6	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0
Закупки нефти на международном рынке	0,5	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0
Закупки нефтепродуктов на территории России	0,3	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
Закупки нефтепродуктов на международном рынке	1,6	1,7	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Закупка газа на территории России, млрд куб. м	0,5	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Поставки нефти, млн т												
Экспорт и реализация на международных рынках	15,1	16,3	15,6	15,1	14,0	14,2	16,3	17,7	19,8	16,9	21,5	26,6
Экспорт и реализация в странах СНГ	2,5	3,3	3,3	3,2	3,0	3,0	3,5	3,5	3,7	2,9	3,5	4,0
Продажи на внутреннем рынке	1,6	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Продажи газа, млрд куб. м	2,2	3,7	3,7	4,3	4,8	5,1	5,5	5,9	6,3	6,9	7,6	8,4
Поставки нефтепродуктов, млн т												
Экспорт и реализация на международных рынках	11,4	11,4	13,9	15,2	16,2	16,9	17,0	17,7	18,2	21,7	21,7	21,7
Экспорт и реализация в странах СНГ	1,9	1,9	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,6	3,6	3,6
Продажи на внутреннем рынке	13,4	15,7	17,6	19,3	20,6	21,4	21,5	22,4	23,0	27,5	27,5	27,5

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

*включает разработку Мессояжских месторождений

Прогноз цен реализации Газпром нефти на нефть и нефтепродукты на 2007-2018 гг.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Внешний рынок												
Цена нефти Brent, долл. за барр.	72,8	97,7	62,0	73,2	75,7	78,5	82,6	85,0	89,3	91,5	91,0	91,0
Цена нефти Urals (CIF Средиземноморский регион), долл. за барр.	69,5	94,8	61,3	72,4	74,9	77,6	81,7	84,1	88,3	90,5	90,0	90,0
Цена реализации нефти (MP), долл. за т	496,6	696,3	432,6	511,1	528,5	547,8	577,0	593,7	623,3	638,9	635,3	635,3
Цена реализации нефти (СНГ), долл. за т	349,6	427,3	300,0	371,3	369,0	366,6	383,0	392,4	409,1	417,9	415,9	415,9
Цена реализации нефтепродуктов (MP), долл. за т	561,7	736,0	530,4	589,0	609,0	631,3	664,9	684,2	718,4	736,3	732,2	732,2
Цена реализации нефтепродуктов (СНГ), долл. за т	447,4	686,3	469,6	554,7	573,6	594,6	626,2	644,4	676,6	693,4	689,6	689,6
Внутренний рынок												
Цена реализации нефти, долл. за т	303,8	330,0	208,0	245,7	254,1	263,4	277,4	285,4	299,7	307,2	305,5	305,5
Цена реализации нефтепродуктов, долл. за т	454,7	656,5	414,6	489,8	506,4	525,0	552,9	568,9	597,4	612,2	608,9	608,9
Цена реализации газа, долл. за тыс. куб. м	20,0	40,0	29,0	50,7	60,4	71,4	88,5	108,3	128,6	133,0	132,5	131,5

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Выручка от реализации продукции Газпром нефти на 2007-2018 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Нефть	8 858	13 056	7 791	8 993	8 530	8 960	10 817	11 950	13 932	12 106	15 206	18 687
Продажи сырой нефти в дальнее зарубежье	7 498	11 349	6 749	7 743	7 383	7 796	9 421	10 498	12 335	10 811	13 666	16 883
Продажи сырой нефти в страны СНГ	874	1 410	990	1 190	1 090	1 104	1 323	1 373	1 504	1 214	1 439	1 681
Продажи сырой нефти в России	486	297	52	60	57	60	73	80	93	81	101	124
Продажи газа	44	148	107	219	293	364	482	635	814	918	1 006	1 098
Нефтепродукты	13 346	20 001	15 750	19 826	21 854	23 524	24 894	26 682	28 825	35 359	35 164	35 164
Продажи нефтепродуктов в дальнее зарубежье	6 403	8 390	7 373	8 976	9 894	10 651	11 271	12 081	13 051	16 009	15 921	15 921
Продажи нефтепродуктов в страны СНГ	850	1 304	1 080	1 399	1 542	1 660	1 756	1 883	2 034	2 495	2 481	2 481
Продажи нефтепродуктов в России	6 093	10 307	7 297	9 451	10 417	11 214	11 867	12 719	13 741	16 855	16 762	16 762
Прочие виды продукции	520	665	518	612	633	656	691	711	746	765	761	761
Продажи, всего	22 768	33 870	24 166	29 649	31 309	33 504	36 885	39 978	44 318	49 148	52 137	55 709

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс Газпром нефти на 2007-2018 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Активы												
Краткосрочные активы	4 760	5 875	6 802	8 321	8 768	9 483	11 483	13 963	16 881	21 462	25 426	29 323
Денежные средства и их эквиваленты	721	2 075	868	1 273	1 345	1 533	1 545	1 735	1 928	2 145	2 247	2 418
Краткосрочные финансовые вложения	0	143	45	0	0	34	1 276	2 883	4 674	8 094	11 231	14 117
Дебиторская задолженность	2 264	1 866	2 818	3 457	3 651	3 907	4 301	4 662	5 168	5 731	6 080	6 496
Запасы	1 083	1 194	1 737	2 055	2 179	2 341	2 581	2 803	3 095	3 331	3 618	3 939
Прочие оборотные активы	692	597	1 334	1 536	1 593	1 668	1 780	1 879	2 015	2 162	2 249	2 352
Долгосрочные активы	11 849	14 330	23 110	25 347	27 426	29 408	31 435	33 475	35 622	37 844	40 070	42 624
Долгосрочные финансовые вложения	4 685	4 812	6 972	7 225	7 490	7 771	8 075	8 402	8 758	9 148	9 558	9 992
Основные средства	6 864	9 231	14 265	16 221	18 027	19 717	21 421	23 119	24 887	26 695	28 496	30 598
Прочие долгосрочные активы	300	287	1 873	1 901	1 910	1 921	1 938	1 954	1 976	2 001	2 017	2 035
Всего активов	16 609	20 205	29 912	33 669	36 194	38 891	42 918	47 438	52 502	59 306	65 496	71 947
Пассивы												
Текущие пассивы	3 625	4 020	5 692	6 229	6 130	6 022	6 134	6 348	6 757	7 288	7 674	8 030
Краткосрочные кредиты и займы	1 339	2 085	2 148	2 048	1 638	1 229	922	691	518	389	292	219
Кредиторская задолженность	1 171	1 102	2 434	2 986	3 153	3 374	3 715	4 027	4 464	4 950	5 251	5 611
Отложенный налог на прибыль	734	308	694	851	899	962	1 059	1 148	1 273	1 411	1 497	1 600
Дивиденды к уплате	381	525	416	344	439	457	438	483	502	537	634	601
Долгосрочные пассивы	2 548	2 085	5 563	5 404	4 597	3 724	3 614	3 515	3 037	2 560	2 072	1 837
Обязательства по выбытию активов и прочие обязательства	324	330	367	384	388	393	401	408	417	426	431	437
Долгосрочные кредиты и займы	2 083	1 608	4 162	3 961	3 143	2 256	2 125	2 008	1 506	1 004	502	251
Отложенные обязательства по налогу на прибыль	141	147	755	755	755	755	755	755	755	755	755	755
Всего обязательств	6 173	6 105	11 255	11 633	10 727	9 746	9 748	9 863	9 794	9 847	9 745	9 867
Акционерный капитал	10 433	13 961	16 151	19 428	22 755	26 322	30 227	34 502	39 490	46 054	52 169	58 326
Обыкновенные акции	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Добавочный капитал	573	573	573	573	573	573	573	573	573	573	573	573
Нераспределенная прибыль	9 858	13 431	15 621	18 898	22 225	25 792	29 697	33 972	38 960	45 524	51 639	57 796
Собственные акции, выкупленные у акционеров		(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)
Доля миноритарных акционеров	3	139	2 506	2 607	2 712	2 823	2 943	3 072	3 218	3 404	3 582	3 754
Всего пассивов	16 609	20 205	29 912	33 669	36 194	38 891	42 918	47 438	52 502	59 306	65 496	71 947

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовая модель Газпром нефти на 2007-2018 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Выручка компании	22 768	33 870	24 166	29 649	31 309	33 504	36 885	39 978	44 318	49 148	52 137	55 709
Себестоимость приобретенной нефти и нефтепродуктов	3 928	8 296	5 636	6 562	6 847	7 156	7 611	7 951	8 451	8 894	8 939	9 035
Операционные расходы	1 941	2 015	1 862	2 143	2 579	2 878	3 130	3 479	3 837	4 556	4 974	5 436
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	854	1 046	1 280	1 338	1 368	1 406	1 463	1 512	1 578	1 750	1 856	1 984
Транспортные расходы	1 279	1 810	1 982	2 360	2 577	2 918	3 348	3 803	4 296	4 844	5 509	6 143
Экспортные пошлины	4 372	7 328	3 948	4 974	5 063	5 416	6 371	7 097	8 242	8 031	9 479	11 140
Налоги, кроме налога на прибыль	4 107	5 353	3 982	4 576	4 777	5 079	5 508	5 950	6 565	7 378	7 833	8 384
Прочие	459	464	572	484	503	539	591	640	704	776	815	859
ЕВИТДА	6 236	7 965	5 116	7 465	7 859	8 392	9 168	9 873	11 002	13 307	13 140	13 162
Норма ЕВИТДА, %	25,6	22,3	20,3	24,3	24,3	24,2	24,0	23,9	24,0	26,3	24,4	22,8
Износ, истощение и амортизация	929	1 309	1 475	2 098	2 300	2 553	2 793	3 036	3 279	3 531	3 790	4 047
ЕВИТ	4 899	6 249	3 429	5 114	5 295	5 557	6 070	6 510	7 366	9 386	8 941	8 681
Норма ЕВИТ, %	21,5	18,5	14,2	17,2	16,9	16,6	16,5	16,3	16,6	19,1	17,1	15,6
Внеоперационные доходы/издержки	559	(88)	468	(107)	(2)	101	97	234	408	623	928	1 210
Прибыль до налогообложения	5 458	6 161	3 897	5 007	5 293	5 658	6 166	6 744	7 774	10 009	9 869	9 891
Норма прибыли до налогообложения, %	24,0	18,2	16,1	16,9	16,9	16,9	16,7	16,9	17,5	20,4	18,9	17,8
Налог на прибыль	(1 342)	(1 464)	(816)	(1 026)	(1 085)	(1 160)	(1 264)	(1 382)	(1 594)	(2 052)	(2 023)	(2 028)
Миноритарная доля			(68)	(101)	(105)	(110)	(120)	(129)	(146)	(186)	(177)	(172)
Чистая прибыль	4 143	4 658	3 013	3 879	4 103	4 388	4 782	5 232	6 034	7 771	7 669	7 691
Норма чистой прибыли, %	18,2	13,8	12,5	13,1	13,1	13,1	13,0	13,1	13,6	15,8	14,7	13,8

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Отчет о движении денежных средств Газпром нефти на 2007-2018 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Денежные потоки от операционной деятельности												
Чистая прибыль	4 143	4 658	3 013	3 879	4 103	4 388	4 782	5 232	6 034	7 771	7 669	7 691
Корректировки по неденежным статьям												
Износ и амортизация	929	1 309	1 475	2 098	2 300	2 553	2 793	3 036	3 279	3 531	3 790	4 047
Прочие корректировки, нетто	(360)	(111)	(242)	(151)	(160)	(171)	(184)	(197)	(211)	(204)	(233)	(262)
Изменения в активах и обязательствах												
Изменение оборотных активов	(211)	269	(1 116)	(1 187)	(383)	(504)	(764)	(698)	(956)	(970)	(739)	(859)
Изменение оборотных пассивов	815	(642)	344	680	321	316	440	462	605	685	497	446
Чистые денежные средства, полученные от основной деятельности	5 316	5 483	3 474	5 319	6 180	6 583	7 067	7 835	8 752	10 814	10 984	11 064
Денежные потоки от инвестиционной деятельности												
Капитальные вложения (Приобретение) реализация краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений	(2 212)	(3 366)	(2 607)	(3 900)	(4 026)	(4 202)	(4 465)	(4 699)	(5 009)	(5 300)	(5 550)	(6 105)
Прочие, (преобретение) продажа инвестиций	(3 716)	49	(2 272)	(154)	(80)	(42)	(33)	(35)	(37)	(39)	(41)	(45)
Чистые денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности	(5 636)	(3 502)	(4 879)	(4 009)	(4 105)	(4 277)	(5 740)	(6 342)	(6 837)	(8 759)	(8 728)	(9 036)
Денежные потоки от финансовой деятельности												
Поступление (погашение) краткосрочных займов	644	746	63	(100)	(409)	(410)	(307)	(230)	(173)	(130)	(97)	(73)
Поступление (погашение) долгосрочных обязательств	1 106	(475)	1 059	(201)	(818)	(887)	(131)	(117)	(502)	(502)	(502)	(251)
Дивиденды, выплаченные по акциям компании	(2 071)	(792)	(937)	(603)	(776)	(821)	(878)	(956)	(1 046)	(1 207)	(1 554)	(1 534)
Покупка казначейских акций	0	(45)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные средства, полученные от финансовой деятельности	(320)	(566)	185	(904)	(2 003)	(2 117)	(1 316)	(1 304)	(1 721)	(1 838)	(2 153)	(1 858)
Прочие корректировки	26	(61)	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	(614)	1 354	(1 207)	405	72	189	12	189	193	217	103	171
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	1 335	721	2 075	868	1 273	1 345	1 533	1 545	1 735	1 928	2 145	2 247
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	721	2 075	868	1 273	1 345	1 533	1 545	1 735	1 928	2 145	2 247	2 418

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ компании

Показатели создания стоимости

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Рост инвестированного капитала (IC), %	14,1	86,5	43,2	11,8	8,2	7,7	7,7	6,9	7,1	6,6	6,1	7,0
Инвестированный капитал (IC), млн долл.	8 452	15 762	22 564	25 226	27 303	29 402	31 669	33 860	36 259	38 658	41 023	43 879
Акционерный капитал, млн долл.	10 433	13 961	16 151	19 428	22 755	26 322	30 227	34 502	39 490	46 054	52 169	58 326
Сред экономическая прибыль, %	39,1	43,2	3,5	6,2	4,6	3,8	4,0	3,8	4,7	7,8	5,5	3,8
EVA, млн долл.	3 301	6 810	798	1 555	1 247	1 132	1 282	1 281	1 703	3 023	2 259	1 674

Анализ эффективности бизнеса

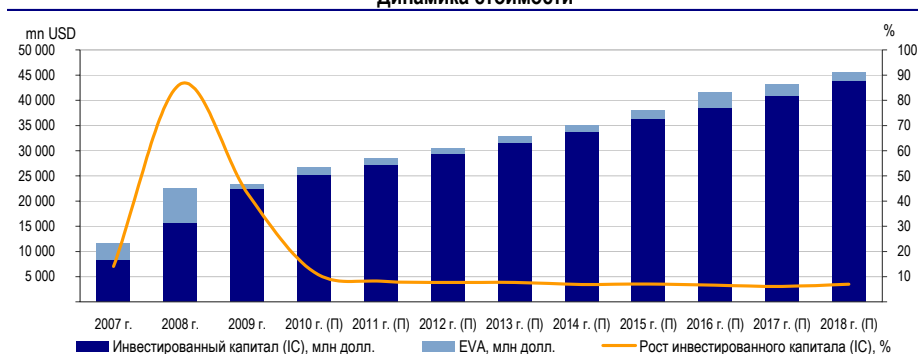
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
ROIC, %	50,2	56,4	17,3	18,0	16,7	16,2	16,4	16,3	17,3	20,6	18,4	16,8
ROE, %	39,7	33,4	18,7	20,0	18,0	16,7	15,8	15,2	15,3	16,9	14,7	13,2
ROA, %	24,9	23,1	10,1	11,5	11,3	11,3	11,1	11,0	11,5	13,1	11,7	10,7
Норма EBITDA, %	25,6	22,3	20,3	24,3	24,3	24,2	24,0	23,9	24,0	26,3	24,4	22,8
Норма EBIT, %	21,5	18,5	14,2	17,2	16,9	16,6	16,5	16,3	16,6	19,1	17,1	15,6
Норма чистой прибыли, %	18,2	13,8	12,5	13,1	13,1	13,1	13,0	13,1	13,6	15,8	14,7	13,8

Анализ финансового состояния

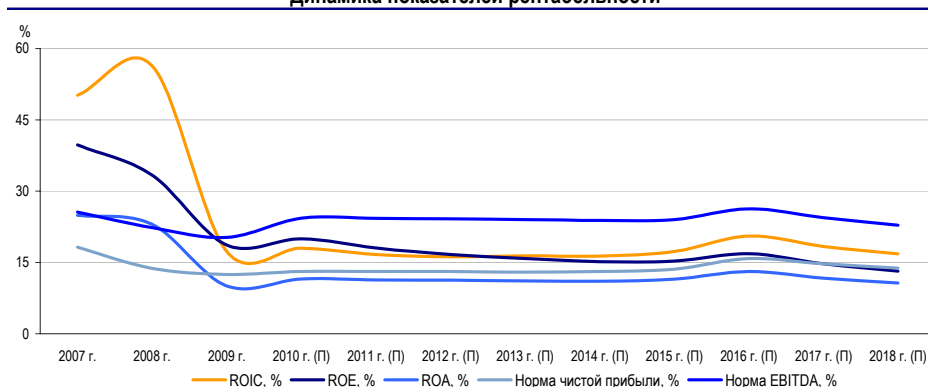
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Финансовый рычаг	0,33	0,26	0,39	0,31	0,21	0,13	0,10	0,08	0,05	0,03	0,02	0,01
Эффект финансового левериджа	1,03	1,03	1,12	1,11	1,10	1,07	1,05	1,04	1,03	1,02	1,01	1,01
показатели долговой нагрузки												
Общий долг/EBITDA	0,59	0,49	1,29	0,83	0,63	0,43	0,34	0,28	0,19	0,11	0,06	0,04
Чистый долг/EBITDA	0,00	0,22	0,80	0,44	0,24	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Краткосрочный долг/Чистая прибыль	0,32	0,45	0,71	0,53	0,40	0,28	0,19	0,13	0,09	0,05	0,04	0,03
Общий долг/Выручка	0,15	0,11	0,26	0,20	0,15	0,10	0,08	0,07	0,05	0,03	0,02	0,01
Общий долг/Активы	0,21	0,18	0,21	0,18	0,13	0,09	0,07	0,06	0,04	0,02	0,01	0,01
Краткосрочный долг/Долгосрочный долг	0,64	1,30	0,52	0,52	0,52	0,54	0,43	0,34	0,34	0,39	0,58	0,87
EBITDA/Проценты к уплате	39	45	13	14	16	21	32	39	49	80	114	200
Чистый долг (млн долл.)	(1 984)	1 662	3 907	3 191	1 836	257	(1 500)	(3 715)	(6 450)	(10 801)	(14 728)	(18 201)
показатели ликвидности												
коэф. покрытия (>2)	1,01	1,16	0,89	1,01	1,07	1,19	1,45	1,76	2,04	2,49	2,84	3,16
коэф. текущей ликвидности (>1)	1,31	1,46	1,20	1,34	1,43	1,57	1,87	2,20	2,50	2,94	3,31	3,65
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,20	0,55	0,16	0,20	0,22	0,26	0,46	0,73	0,98	1,40	1,76	2,06
показатели оборачиваемости (дней)												
дебиторской задолженности	36	20	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
запасов	17	13	26	25	25	25	25	25	25	24	25	25
использование собственного оборотного капитала	20,06	18,26	21,77	14,17	11,87	9,68	6,90	5,25	4,38	3,47	2,94	2,62

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Динамика стоимости



Динамика показателей рентабельности



Оценка справедливой стоимости

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), %

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
Стоимость акционерного капитала (ks)	13,08	14,94	15,85	13,53	13,35	13,16	13,02	13,08	12,95	12,98	12,99	13,07
Безрисковая ставка, %	5,50	7,00	8,03	5,75	5,62	5,45	5,28	5,31	5,17	5,18	5,18	5,23
Доходность 10 year US Treasuries, %	4,15	4,10	3,92	4,15	4,28	4,33	4,37	4,35	4,31	4,27	4,22	4,11
Сред дефолта России, %	1,35	2,90	4,11	1,60	1,34	1,12	0,91	0,96	0,85	0,91	0,96	1,12
Риск за инвестирование в акции, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Коэффициент b	0,94	1,01	0,98	0,98	0,97	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98	0,98	0,99
Премия за корпоративное управление, %	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90
Доля акционеров в структуре капитала, %	75,3	79,2	74,7	78,6	84,2	89,3	91,6	93,3	95,5	97,3	98,6	99,2
Стоимость заемного капитала (kd), %	6,94	8,36	9,53	7,18	7,00	6,79	6,59	6,59	6,43	6,41	6,39	6,43
Безрисковая ставка, %	5,50	7,00	8,03	5,75	5,62	5,45	5,28	5,31	5,17	5,18	5,18	5,23
Премия за инвестирование в долг компании, %	1,44	1,35	1,49	1,42	1,38	1,34	1,31	1,28	1,26	1,23	1,21	1,20
Эффективная ставка налога на прибыль, %	24,09	23,76	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50	20,50
Доля долга в структуре капитала, %	24,69	20,76	25,27	21,43	15,81	10,68	8,41	6,70	4,53	2,74	1,40	0,75
WACC	11,15	13,16	13,76	11,86	12,12	12,33	12,36	12,56	12,60	12,76	12,88	13,01

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Прогноз Free Cash Flow Газпром нефти на 2007-2018 гг., млн долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г. (П)	2011 г. (П)	2012 г. (П)	2013 г. (П)	2014 г. (П)	2015 г. (П)	2016 г. (П)	2017 г. (П)	2018 г. (П)
EBITDA	5 828	7 558	4 904	7 213	7 595	8 111	8 863	9 546	10 645	12 918	12 731	12 728
Амортизация и износ	929	1 309	1 475	2 098	2 300	2 553	2 793	3 036	3 279	3 531	3 790	4 047
ЕВИТ	4 899	6 249	3 429	5 114	5 295	5 557	6 070	6 510	7 366	9 386	8 941	8 681
Налог на ЕВИТ	1 180	1 485	703	1 048	1 085	1 139	1 244	1 335	1 510	1 924	1 833	1 780
ЕВИТ после налогообложения (NOPAT)	3 719	4 764	2 726	4 066	4 210	4 418	4 825	5 175	5 856	7 462	7 108	6 901
Капвложения (CapEx)	5 928	3 317	4 879	4 054	4 105	4 243	4 498	4 734	5 046	5 339	5 591	6 150
Изменения оборотного капитала	604	(373)	(772)	(508)	(63)	(188)	(324)	(236)	(351)	(285)	(242)	(413)
FCF	(677)	2 383	(1 450)	1 602	2 341	2 540	2 797	3 241	3 738	5 369	5 065	4 386

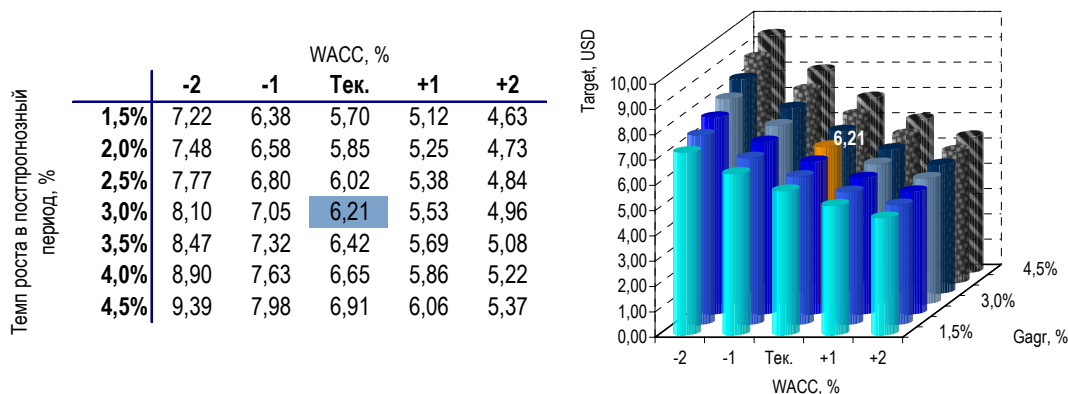
Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка фундаментальной стоимости акций Газпром нефти

Темпы роста в бесконечности, %	3,00
Ставка дисконтирования, %	13,01
Сумма дисконтированного денежного потока, млн долл.	16 588
Продленная стоимость, млн долл.	45 144
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	16 973
Стоимость компании, млн долл.	33 561
Стоимость чистого долга, млн долл.	3 191
Миноритарная доля, млн долл.	2 607
Неоперационные активы, млн долл.	1 544
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	29 306
Количество акций, шт.	4 741 299 639
Фундаментальная стоимость 1 акции, долл.	6,21
Потенциал роста (падения), %	26,66

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции



Оценка: Велес Капитал

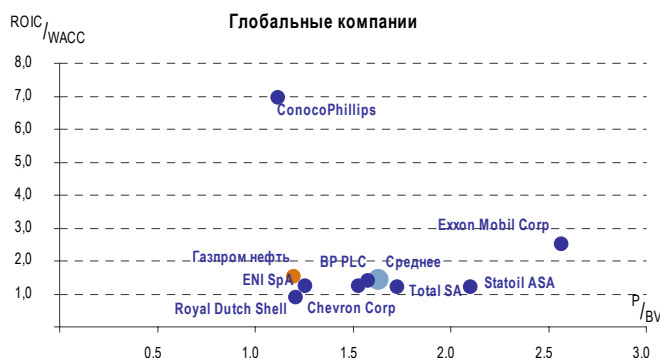
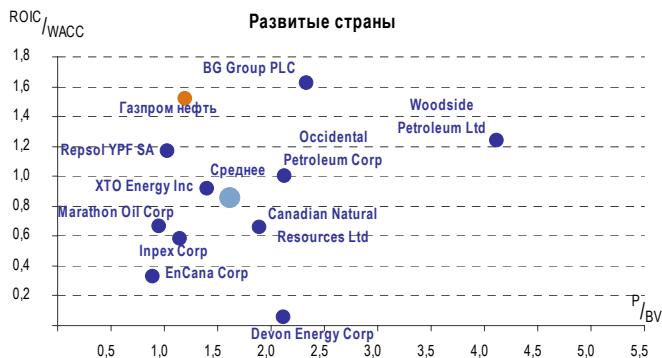
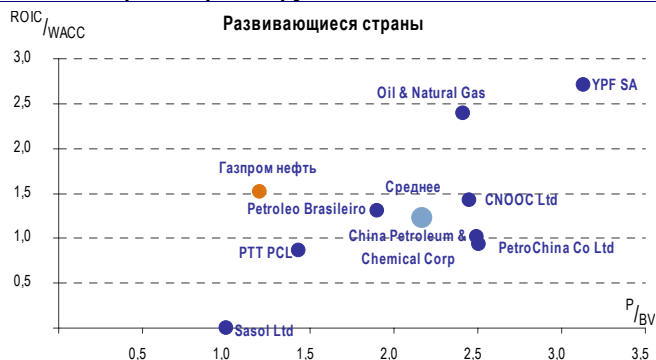
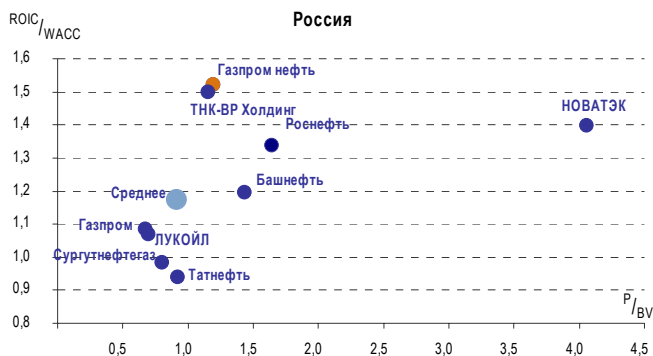
Сравнительная оценка компаний сектора

Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

	Страна	Текущая		Рыночные мультипликаторы					финансовые мультипликаторы				
		капитализация (P), млн долл.	Рыночная стоимость бизнеса (EV), млн долл.	EV/S	EV/ЕВТДА	P/E	P/BV	EV/IC	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %	ROIC/WACC
Глобальные компании													
Exxon Mobil Corp	США	324 050	320 191	1,13	6,59	16,98	2,56	2,61	17,16	12,57	21,21	17,16	2,52
Chevron Corp	США	154 563	158 999	0,94	5,00	14,95	1,53	1,51	11,14	9,17	11,64	18,76	1,24
Sonoco/Phillips	США	74 897	104 445	0,68	5,10	13,46	1,12	1,08	10,10	6,03	54,85	13,39	6,97
BP PLC	Великобритания	181 636	208 971	0,86	5,72	12,39	1,58	1,47	14,98	7,82	12,19	15,11	1,41
Royal Dutch Shell PLC	Нидерланды	186 075	208 103	0,70	5,78	13,10	1,21	1,18	10,28	5,57	7,43	12,06	0,88
Total SA	Франция	151 483	169 654	0,97	5,60	13,35	1,73	1,60	16,09	8,84	9,93	17,34	1,21
ENI SpA	Италия	101 949	128 655	1,15	4,22	13,50	1,26	1,20	11,55	8,58	9,81	27,37	1,24
StatOil ASA	Норвегия	80 244	92 728	1,14	3,01	15,67	2,10	1,83	13,37	4,28	13,13	37,67	1,20
Среднез. по глобальным компаниям		156 862	173 968	0,92	5,25	14,28	1,63	1,53	13,26	7,87	12,35	16,79	1,43
Развитые рынки													
Occidental Petroleum Corp	США	66 930	67 388	4,54	8,16	22,18	2,13	2,11	10,02	9,48	10,76	55,64	1,00
Devon Energy Corp	США	32 042	39 390	4,89	8,20	63,05	2,11	1,75	10,79	-	0,51	59,70	0,05
Transocean Ltd	США	27 053	37 629	3,22	5,97	7,17	1,15	1,10	18,43	11,89	12,85	53,91	1,40
Apache Corp	США	35 130	39 808	4,66	6,85	32,15	2,15	1,89	12,18	9,04	9,64	68,01	0,96
Marathon Oil Corp	США	22 304	28 834	0,55	4,83	16,26	0,95	0,96	6,44	5,79	5,92	11,43	0,66
Anadarko Petroleum Corp	США	31 570	42 263	5,20	9,43	-	1,63	1,41	-	-	0,18	55,15	0,02
XTO Energy Inc	США	27 258	37 253	4,13	5,75	13,43	1,40	1,27	11,46	7,69	7,93	71,86	0,92
BG Group PLC	Великобритания	60 144	64 889	3,78	7,40	15,80	2,33	2,12	16,83	11,35	16,66	51,07	1,63
Tullow Oil PLC	Великобритания	16 285	17 230	18,66	30,44	-	6,54	5,02	3,11	2,78	5,36	61,29	0,50
Cairn Energy PLC	Великобритания	7 113	6 719	26,57	72,04	-	4,07	4,96	0,63	-	-	36,88	-
Dana Petroleum Plc	Великобритания	1 724	1 901	2,78	5,03	26,15	1,60	1,51	5,41	3,61	9,51	55,29	0,87
Repsol YPF SA	Испания	32 600	51 843	0,82	5,51	14,64	1,03	1,02	7,90	5,63	7,69	14,80	1,17
Cia Espanola de Petroleos SA	Испания	8 578	11 090	0,48	8,56	17,15	1,08	1,06	5,31	2,88	4,68	5,61	0,92
OMV AG	Австрия	12 907	16 710	0,66	4,29	11,56	1,00	1,00	10,17	5,48	8,85	15,46	1,28
EnCana Corp	Канада	24 222	30 611	2,41	4,52	11,22	0,89	0,91	7,72	4,21	4,15	53,31	0,33
Suncor Energy Inc	Канада	55 221	66 766	2,64	14,58	46,82	1,68	1,50	4,99	2,75	2,93	18,14	0,19
Imperial Oil Ltd	Канада	32 458	32 535	1,62	10,63	23,41	3,19	3,17	16,32	12,12	21,45	15,22	1,58
Canadian Natural Resources Ltd	Канада	38 369	46 379	4,55	7,85	16,04	1,90	1,64	13,58	6,82	9,54	57,97	0,66
Neste Oil OYJ	Финляндия	4 454	6 842	0,48	10,26	23,06	1,29	1,17	5,83	3,56	5,75	4,69	0,71
Esso SA Francaise	Франция	1 587	1 458	0,13	4,01	9,56	0,66	0,64	7,51	-	-	3,13	-
Hellenic Petroleum SA	Греция	3 615	5 569	0,59	8,67	11,36	0,95	0,97	9,10	4,40	7,62	6,81	1,31
Paz Oil Co Ltd	Израиль	1 500	2 969	4,25	8,62	9,91	1,51	1,28	22,59	5,38	7,87	6,90	1,19
Saras SpA	Италия	2 942	3 690	0,44	12,16	-	1,60	1,43	0,77	1,85	1,04	3,61	0,13
ERG SpA	Италия	2 064	3 113	0,38	21,31	-	0,84	0,88	-	11,82	-	1,78	-
Inpex Corp	Япония	18 137	18 880	2,05	3,08	17,83	1,15	1,14	7,18	5,34	8,68	66,60	0,58
Nippon Oil Corp	Япония	6 642	21 807	0,34	7,50	8,21	0,57	0,82	7,62	2,07	5,08	4,47	0,86
Nippon Mining Holdings Inc	Япония	3 896	10 667	0,30	7,45	8,07	0,54	0,77	6,66	1,87	3,30	4,00	0,43
Galp Energia SGPS SA	Португалия	14 458	17 911	1,11	18,55	35,23	3,88	2,49	12,97	4,93	7,65	5,97	0,80
Petroplus Holdings AG	Швейцария	1 553	3 020	0,21	10,53	-	0,78	0,87	-	-	-	1,98	-
Woodside Petroleum Ltd	Австралия	31 354	35 690	9,31	13,15	26,06	4,12	2,99	16,13	9,93	14,62	70,80	1,24
Среднез. по развитым рынкам		20 804	25 695	1,52	7,43	17,93	1,62	1,45	10,92	7,46	8,91	43,65	0,86
Развивающиеся рынки													
YPF SA	Аргентина	16 187	17 132	1,55	4,73	14,05	3,13	2,80	15,68	9,43	-	32,80	2,71
Petroleo Brasileiro SA	Бразилия	195 576	234 614	2,30	7,22	13,12	1,90	1,65	18,06	10,97	15,97	31,84	1,31
PetroChina Co Ltd	Китай	340 902	359 071	2,77	9,59	20,23	2,51	2,33	14,02	9,75	13,83	28,85	0,94
China Petroleum & Chemical Corp	Китай	151 418	183 638	1,01	8,87	16,80	2,49	1,98	16,71	7,62	11,74	11,44	1,02
CNOOC Ltd	Гонконг	69 457	67 694	5,01	9,09	16,37	2,45	2,54	16,77	13,21	22,86	55,16	1,42
MOL Hungarian Oil and Gas NyRT	Венгрия	9 031	13 169	0,90	7,15	19,43	1,15	1,10	7,81	3,77	7,59	12,66	0,98
Oil & Natural Gas Corp Ltd	Индия	54 763	51 052	2,23	5,26	12,05	2,41	2,69	22,39	14,76	25,64	42,27	2,39
Indian Oil Corp Ltd	Индия	16 161	22 201	0,40	7,55	9,91	1,50	1,32	15,34	6,35	10,24	5,24	1,20
Cairn India Ltd	Индия	11 340	11 595	18,37	27,47	40,47	1,38	1,36	3,89	4,04	-	66,86	-
KazMunaiGas Exploration Production	Казахстан	10 773	8 584	2,46	5,94	11,96	1,30	1,64	32,04	25,54	-	41,40	3,37
Petronas Dagangan BHD	Малайзия	2 508	2 308	0,37	6,89	11,53	1,71	1,83	15,44	8,74	18,44	5,33	2,29
Oil & Gas Development Co Ltd	Пакистан	5 601	5 417	3,45	4,95	8,81	2,56	2,71	38,98	27,90	48,25	69,74	2,65
Polskie Gornictwo Naftowe I Gazownictwo SA	Польша	7 904	8 202	1,32	9,55	25,16	1,08	1,08	4,76	3,28	5,04	13,84	0,69
SNP Petrom SA	Румыния	4 815	5 591	1,20	5,40	9,49	0,82	0,84	10,29	4,38	5,57	22,26	0,75
Sasol Ltd	Южная Африка	24 996	26 502	1,60	6,36	11,54	-	-	17,47	13,44	-	25,23	-
PTT PCL	Тайланд	20 311	26 606	0,61	6,74	11,25	1,43	1,30	14,15	6,83	9,55	8,99	0,87
Tupras Turkiye Petrol Rafine	Турция	4 831	4 570	0,36	6,59	10,20	1,68	1,75	19,96	7,71	17,38	5,44	1,28
Ukrnafta Oil Co	Украина	1 139	1 198	1,34	11,41	-	0,94	0,94	5,39	12,26	4,92	11,76	0,50
Среднез. по развивающимся рынкам		52 651	58 286	1,67	8,05	15,75	2,17	1,95	16,21	10,25	15,28	28,86	1,23
Россия													
Газпром	РФ	140 621	181 521	1,47	3,93	4,72	0,68	0,74	14,13	10,08	13,75	37,32	1,09
Роснефть	РФ	87 435	106 437	1,79	6,24	9,80	1,64	1,50	19,90	10,72	15,41	28,72	1,34
ЛУКОЙЛ	РФ	45 505	54 020	0,60	3,18	4,45	0,70	0,84	15,76	11,80	16,31	18,92	1,07
Сургутнефтегаз	РФ	35 062	22 734	1,32	3,55	8,91	0,80	1,18	9,03	8,56	17,40	37,16	0,98
ТНК-ВР Холдинг	РФ	29 285	29 975	0,80	3,42	5,64	1,15	1,07	20,42	14,26	21,66	23,44	1,50
Газпром нефть	РФ	23 253	27 160	0,92	3,77	5,99	1,20	1,08	19,97	11,52	18,02	24,33	1,52
НОВАТЭК	РФ	19 888	20 851	5,04	11,24	16,62	4,06	3,28	24,43	16,11	23,34	44,87	1,40
Татнефть	РФ	11 111	12 354	0,95	4,64	6,80	0,93	0,95	14,16	9,64	15,32	20,42	0,94
Башнефть	РФ	4 424	3 471	1,25	5,53	13,72	1,43	1,62	13,34	9,37	14,91	22,54	1,20
Среднез. по РФ		44 065	50 947	1,22	4,25	6,09	0,91	0,97	15,46	10,72	15,72	29,27	1,17

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

Соотношение рентабельности и оцененности активов Газпром нефти 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	140 621	67,55	235 610	99 202	201 068	297 503	304 278	300 106
Роснефть	87 435	-14,89	74 419	43 980	65 648	96 583	84 883	88 736
ЛУКОЙЛ	45 505	113,48	97 146	99 697	81 676	103 752	105 261	100 862
Сургутнефтегаз	35 062	56,31	54 806	38 935	53 479	60 452	68 087	54 819
ТНК-ВР Холдинг	29 285	64,44	48 156	41 800	51 208	73 160	40 920	39 178
Газпром нефть	23 253	38,10	32 112	27 607	29 624	44 902	31 704	30 540
НОВАТЭК	19 888	-66,05	6 753	2 937	6 828	10 348	7 348	7 182
Татнефть	11 111	60,65	17 849	14 976	14 982	22 195	20 005	18 890
Башнефть	4 424	10,60	4 893	4 867	5 182	4 727	5 273	4 304
Потенциал роста сектора		44,17						

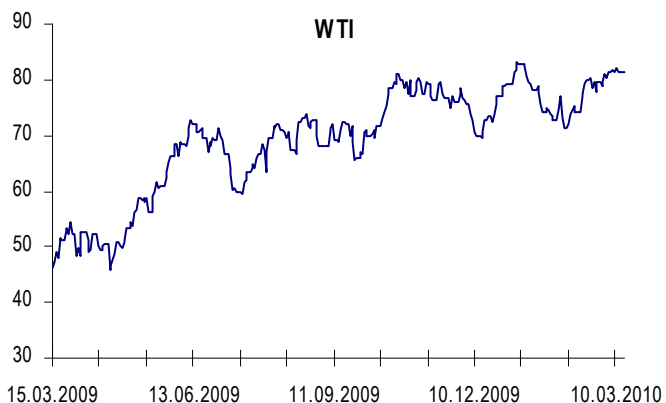
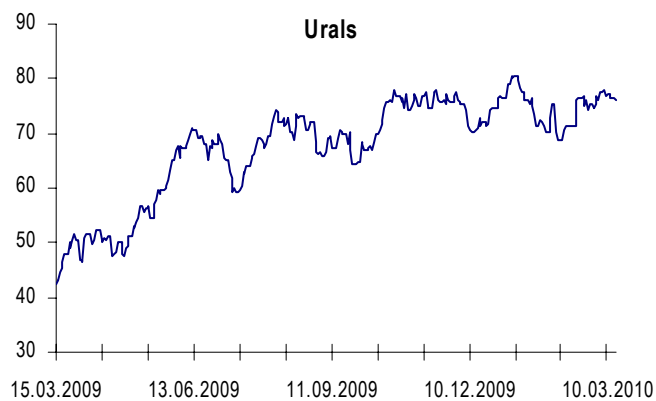
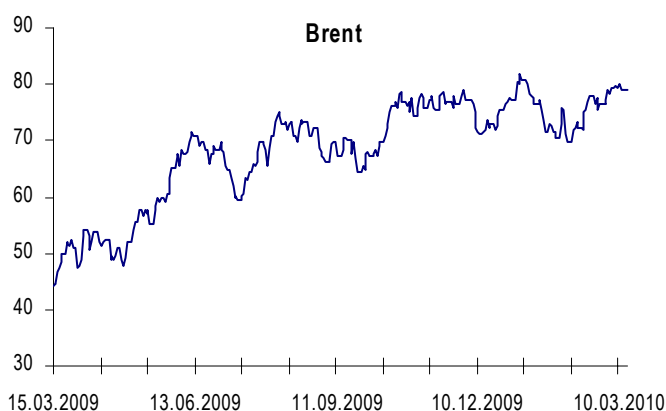
Источник: данные компаний, консенсус прогноз; Оценка: Велес Капитал

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.	▼	77,82	-1,14	-1,44	-2,32	7,15	0,27	71,83	69,76	81,57
Brent, долл./барр.	▼	77,86	-1,16	-1,47	-2,14	7,82	0,85	75,52	69,60	81,97
Urals, долл./барр.	▼	75,17	-1,14	-1,49	-3,49	5,24	-1,82	77,46	68,66	80,52
WTI, долл./барр.	▼	79,80	-1,44	-1,77	-2,53	7,65	0,55	72,54	71,19	83,18
Brent-Urals	▼	2,69	-0,02	-0,74	61,08	244,87	320,31	34,50	-0,16	4,14

Графики цен на нефть и запасы сырья в США



Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций					
		Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход
		Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ	Метод чистых активов
Концепция оценки единого объекта (EV) *		Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **		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)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_1)^n} + NA$	$SV = EV - D$
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)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_1)^n} + NA$	$SV = EV - D$
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 постпрогнозный период (Terminal Value)
Capx	- темпы развития в постпрогнозный период
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 2010 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 Иркли
Машиностроение и транспорт
Mirkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

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

Департамент операций на рынке акций**secondtiers@veles-capital.ru**

Александр Антипов
Руководитель департамента
AAntipov@veles-capital.ru

Игорь Волков
Сейлз-трейдер
IVolkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP клиентами**sales@veles-capital.ru**

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

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

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, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250
Факс: +38 (044) 459 0251