

## Газпром нефть

**Цель: \$8,71 (+112,4%), ПОКУПАТЬ**

### Опасная инициатива

Аналитик: Танурков Василий  
Эл. почта: VTanurkov@veles-capital.ru

Учитывая финансовые результаты Газпром нефти за 1 кв. 2013 г., а также новые инициативы правительства, касающиеся регулирования внутренних тарифов на газ, мы обновили нашу финансовую модель Газпром нефти и пересмотрели оценку справедливой стоимости компании. Наша оценка на основе метода дисконтированных денежных потоков (DCF) на конец 2013 г. предполагает **справедливую цену акций Газпром нефти в 8,71 долл. за обыкновенную акцию (по сравнению с предыдущей оценкой в 9,11 долл.)**. Потенциал роста к текущим котировкам составляет **112,4%**, наша рекомендация – «**ПОКУПАТЬ**».

На фоне падения нефтяных котировок чистая прибыль Газпром нефти по МСФО в 1 кв. 2013 г. снизилась по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 18,2%. И все же мы оцениваем результаты 1 кв. как позитивные с точки зрения долгосрочной перспективы. Среди позитивных факторов главные – рост добычи углеводородов на 4,7% (самый высокий темп роста среди крупнейших российских НК), а также увеличение доли нефтепродуктов 4 и 5 классов в структуре реализации. Несмотря на относительно пессимистичное начало года, по его результатам мы ожидаем дальнейшего роста финансовых показателей компании. По нашим оценкам, **годовая выручка составит 53,1 млрд долл. (рост на 8,65%), чистая прибыль достигнет 5,85 млрд долл. (рост на 2,7%)**. Наша оценка основана на прогнозе среднегодовой цене нефти марки Brent в 110 долл. за баррель.

В конце апреля стало известно об инициативе МЭР по снижению темпов роста тарифов на газ. Предлагается уменьшить темп роста цены на газ для промышленных потребителей с 15% до 5% в 2014-2015 гг. Снижение темпов роста тарифов на газ на фоне запланированного опережающего роста НДПИ может нанести серьезный удар по финансовым показателям производителей газа. Газпром нефть, для которой рост добычи газа является важнейшим драйвером роста общей добычи углеводородов, так же окажется под ударом. Тем не менее, поскольку на текущий момент доля газа в добыче относительно невелика, негативный эффект для оценки справедливой стоимости акций компании достаточно ограничен. **В обновленной оценке мы учитываем негативный сценарий, в котором темп роста внутренних тарифов на газ затормозится в 2014-2015 гг. до 5% в год.**

За 2012 г. компания объявила дивиденды в размере 9,3 руб. на акцию. Мы полагаем, что **по результатам 2013 г. дивиденды могут составить 9,55 руб. на акцию, дивидендная доходность – порядка 7,5%**. В текущем году компания планирует начать выплачивать промежуточные дивиденды. В последнее время обсуждается вопрос повышения минимального размера дивидендных выплат госкомпаний до 35% от чистой прибыли – в этом случае размер дивидендов может составить 13,37 руб. на акцию (дивидендная доходность – 10,5%).

### Газпром нефть и Индекс РТС



### Информация о компании

#### Информация о Газпром нефти

Код Bloomberg	SIBN
Цена ао, долл.	4,10
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	3,74 / 5,20
<b>Справедливая цена на конец года, долл.</b>	<b>8,71</b>
Потенциал роста (об.), %	112,4
Количество акций (об.), млн шт. <sup>1</sup>	4 741
Рыночная капитализация, млн долл.	19 439
EPS 2012, долл.	1,20
EV, млн долл.	26 576

<sup>1</sup>За вычетом казначейских акций

### Динамика финансовых показателей

	2011	2012	2013 (п)
Выручка, млн долл.	44 172	48 903	53 133
EBITDA, млн долл.	8 942	8 464	10 626
Чистая прибыль, млн долл.	5 352	5 695	5 850
EPS, долл.	1,13	1,20	1,23
Норма EBITDA, %	20,2	17,3	20,0
Норма чистой прибыли, %	12,1	11,6	11,0
EV / S	0,60	0,54	0,50
EV / EBITDA	2,97	3,14	2,50
P / E	3,63	3,41	3,32
ROIC, %	21,9	18,0	17,1
ROE, %	22,8	20,3	17,8



## Финансовая модель Газпром нефти, млн долл.

	2010	2011	2012	2013(П)	2014(П)		2010	2011	2012	2013(П)	2014(П)		
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>							
Выручка	32 772	44 172	48 903	53 133	53 190	Безрисковая ставка, %			5,3	5,1	5,2		
Операционные расходы (без амортизац	-26 495	-35 230	-40 439	-42 508	-42 268	Налог на прибыль, %			20,0	20,0	20,0		
<b>EBITDA</b>	<b>6 277</b>	<b>8 942</b>	<b>8 464</b>	<b>10 626</b>	<b>10 922</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>			<b>12,8</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>		
Амортизация	-1 619	-1 963	-1 885	-2 586	-2 978	Систематический риск акций, %			5,0	5,0	5,0		
<b>EBIT</b>	<b>4 658</b>	<b>6 979</b>	<b>6 579</b>	<b>8 040</b>	<b>7 944</b>	Beta leveraged			1,0	1,0	1,0		
Разовые статьи	9	104	0	0	0	Специфический риск компании, %			2,7	2,7	2,7		
Процентные расходы	-336	-329	-360	-336	-418	<b>Стоимость долга, %</b>			<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>		
Неоперационные доходы/расходы	-54	77	887	333	358	Специфический риск компании, %			0,4	0,4	0,4		
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>4 277</b>	<b>6 831</b>	<b>7 106</b>	<b>8 037</b>	<b>7 884</b>	<b>WACC, %</b>			<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>		
Налог на прибыль	-844	-1 244	-1 158	-2 034	-1 477	<b>Свободный денежный поток</b>							
Доля меньшинств	-285	-235	-253	-153	-164	<b>НОРПАТ</b>	<b>3 739</b>	<b>5 708</b>	<b>5 507</b>	<b>6 006</b>	<b>6 456</b>		
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3 148</b>	<b>5 352</b>	<b>5 695</b>	<b>5 850</b>	<b>6 244</b>	Амортизация	1 619	1 963	1 885	2 636	3 036		
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	-5 043	-5 486	-5 285	-6 124	-7 156		
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>24 971</b>	<b>27 612</b>	<b>30 717</b>	<b>34 278</b>	<b>38 485</b>	Изменение чистого оборотного капитала	266	-2 359	-1 445	-248	-1 680		
Основные средства и нематериальные	17 188	20 588	23 628	27 116	31 236	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>581</b>	<b>-174</b>	<b>661</b>	<b>2 270</b>	<b>655</b>		
Прочие долгосрочные активы	7 783	7 024	7 088	7 162	7 249	Ставка дисконтирования, %				11,2	11,2		
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>7 093</b>	<b>9 071</b>	<b>11 893</b>	<b>13 285</b>	<b>16 926</b>	Коэффициент дисконтирования				0,90	0,81		
Оборотные активы	5 729	8 077	10 102	11 243	13 917	<b>Дисконтированный свободный денежный</b>				2 040	529		
Краткосрочные инвестиции	218	80	0	0	0	<b>Оценка стоимости обыкновенной акции</b>							
Денежные средства	1 146	914	1 791	2 042	3 010	Ставка роста в постпрогнозный период, %				3,0			
<b>Итого активы</b>	<b>32 064</b>	<b>36 683</b>	<b>42 609</b>	<b>47 563</b>	<b>55 412</b>	Сумма дисконтированного денежного потока (+)				13 988			
<b>Средства акционеров</b>	<b>20 798</b>	<b>24 946</b>	<b>29 804</b>	<b>34 686</b>	<b>39 898</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)				33 485			
Акционерный капитал	18 687	23 512	28 116	32 846	37 894	<b>Стоимость бизнеса компании</b>				<b>47 473</b>			
Доля меньшинств	2 111	1 434	1 687	1 840	2 004	Стоимость чистого долга (-)				4 341			
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6 415</b>	<b>7 320</b>	<b>7 721</b>	<b>7 047</b>	<b>8 395</b>	Доля миноритарных акционеров (-)				1 840			
Долгосрочные займы	4 942	5 420	5 794	5 166	6 423	Привилегированные акции (-)				0			
Прочие долгосрочные обязательства	1 473	1 900	1 927	1 882	1 972	<b>Стоимость акционерного капитала</b>				<b>41 292</b>			
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>4 851</b>	<b>4 417</b>	<b>5 085</b>	<b>5 829</b>	<b>7 119</b>	<b>Фундаментальная стоимость ао, долл.</b>				<b>8,71</b>			
Краткосрочные займы	1 694	1 277	1 365	1 217	1 513	<b>Чувствительность</b>							
Оборотные обязательства	3 157	3 140	3 720	4 612	5 606	<b>WACC</b>							
<b>Итого обязательства и средства акционе</b>	<b>32 064</b>	<b>36 683</b>	<b>42 609</b>	<b>47 563</b>	<b>55 412</b>	<b>TGR</b>	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+19,8	+26,2	+33,3	+41,5	+51	+62	+75
<b>Основная деятельность</b>	<b>5 392</b>	<b>6 001</b>	<b>6 357</b>	<b>8 410</b>	<b>7 820</b>	1,0	+2,1	+6,8	+12,1	+18,1	+24,8	+32,5	+41,4
Чистая прибыль (включая долю меньши	3 148	5 587	5 948	6 003	6 407	<b>тек.</b>	<b>-12,1</b>	<b>-8,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>+0</b>	<b>+5</b>	<b>+10,6</b>	<b>+16,9</b>
Амортизация	1 619	1 963	1 885	2 586	2 978	-1,0	-23,7	-20,8	-17,7	-14,3	-10,6	-6,4	-1,7
Изменение оборотного капитала	266	-2 359	-1 445	-248	-1 680	-2,0	-33,3	-31	-28,6	-25,9	-23	-19,8	-16,3
Прочее	359	810	-31	70	115	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>							
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>-4 852</b>	<b>-5 474</b>	<b>-5 205</b>	<b>-6 124</b>	<b>-7 156</b>	EV / Sales		0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	
Приобретение внеоборотных активов	-3 301	-4 029	-5 285	-6 124	-7 156	EV / EBITDA		4,2	3,0	3,1	2,5	2,4	
Приобретение/продажа дочерних комп	0	0	0	0	0	EV / EBIT		5,7	3,8	4,0	3,3	3,3	
Прочее	-1 551	-1 445	80	0	0	P / E		6,2	3,6	3,4	3,3	3,1	
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>-309</b>	<b>-752</b>	<b>-635</b>	<b>-2 035</b>	<b>303</b>	P / BV		0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	
Изменение долга	419	273	493	-796	1 495	EV / FCF		45,6	-	40,1	11,7	40,4	
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0								
Выплата дивидендов	-728	-1 025	-1 091	-1 120	-1 196								
Прочее	0	0	-37	-119	4								
<b>Влияние курсовых разниц</b>	<b>47</b>	<b>-7</b>	<b>360</b>	<b>0</b>	<b>0</b>								
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>278</b>	<b>-232</b>	<b>876</b>	<b>252</b>	<b>968</b>								
<b>Коэффициенты</b>													
Рентабельность EBITDA, %	19,2	20,2	17,3	20,0	20,5								
Рентабельность чистой прибыли, %	9,6	12,1	11,6	11,0	11,7								
EBITDA / процентные расходы, 1x	18,7	27,2	23,5	31,6	26,1								
Инвестиции / выручка, %	10,1	9,1	10,8	11,5	13,5								
ROE, %	16,8	22,8	20,3	17,8	16,5								
ROIC, %	15,6	21,9	18,0	17,1	16,5								
Долг / EBITDA	1,1	0,7	0,8	0,6	0,7								
Чистый долг / EBITDA	0,8	0,6	0,6	0,4	0,5								
Долг/Собственный капитал	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2								

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## 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, указанных 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 2012 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».



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Денис Саранцев  
Управляющий директор  
DSarantsev@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций  
Александр Антипов  
AAntipov@veles-capital.ru

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

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

## Управление по работе с VIP - клиентами

---

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

Арсений Валитов  
Корпоративные клиенты  
AValitov@veles-capital.ru

---

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия, Машиностроение  
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и Удобрения  
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика, Потребительский сектор  
AKostyukov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина  
Потребительский сектор  
YFrumkina@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
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  
www.veles-capital.ua

---