

Новатэк

Цель NVTK: 1 054 руб. (+40%) «Покупать»

Возобновление покрытия

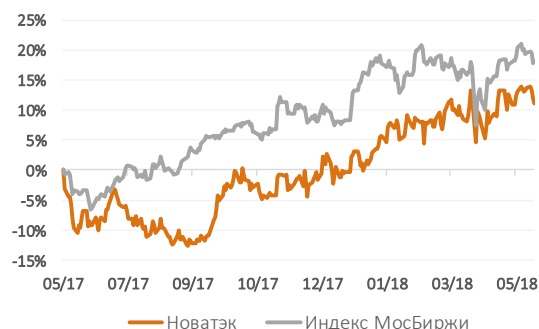
Аналитик: Сидоров Александр
Эл. почта: ASidorov@veles-capital.ru

Последние несколько лет Новатэк являлся самой быстрорастущей компанией в российском нефтегазовом секторе с точки зрения добычи, и, по нашему мнению, грандиозные планы развития СПГ направления позволяют ему сохранить этот статус как минимум в ближайшие 10 лет. Смещение фокуса с продаж трубного газа на внутреннем рынке на реализацию сжиженного газа на экспорт позволит компаниикратно увеличить финансовые показатели в долгосрочной перспективе как за счет органического роста, так и благодаря более высокой рентабельности этого сегмента. Мы считаем акции Новатэка привлекательным вариантом вложения для инвесторов с долгосрочным горизонтом инвестирования и присваиваем бумагам рекомендацию «Покупать» с целевой ценой 1 054 руб. за акцию.

Текущее положение

- **Долгосрочная стратегия** Новатэка рассчитана на трансформацию компании в крупнейшего игрока на мировом рынке СПГ к 2030 г. Ресурсная база Новатэка позволяет увеличить производство СПГ до 80 млн т в год, что примерно соответствует текущему объему производства СПГ всего Катара.
- **Начало производства СПГ.** Новатэк отгрузил первую партию сжиженного газа с проекта Ямал СПГ в декабре 2017 г. В текущем году эффект от реализации СПГ станет заметным, так как I линия завода уже работает на пике мощности, а II линия будет запущена во II полугодии. Мы считаем результаты за 2018 г. крайне важными, так как они покажут, насколько велико будет влияние СПГ на отчетность компании в перспективе.
- **Ускорение реализации Ямал СПГ.** Новатэк планирует ввести последующие линии завода с опережением графика: II линия запланирована к запуску сентяб্রে 2018 г., что на 3 месяца раньше изначального плана, III линия - в декабре 2018 г. – январе 2019 г., что на 12 месяцев раньше изначального плана. Более быстрый темп реализации проекта должен, на наш взгляд, повысить уверенность инвесторов в компании и ее

Новатэк vs Индекс Мосбиржи



Источник: данные биржи; оценка Велес Капитал

Информация об акциях компании

Тикер на МосБирже	NVTK
Текущая цена, руб.	753
Мин/макс цена, 12м	594 / 771
Справедливая цена, руб.	1 054
Потенциал	40%
Рекомендация	Покупать

Финансовые показатели

млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Выручка	602	704	841	865
EBITDA без СП	201	200	212	226
Рентабельность EBITDA	33%	28%	25%	26%
EBITDA с СП	256	312	394	410
Чистая прибыль	156	175	201	201
Чистая рентабельность	26%	25%	24%	23%
EPS, руб.	52	58	67	67

Мультипликаторы

	2017	2018	2019	2020
EV/S	4,0	3,4	2,8	2,7
EV/EBITDA	11,9	9,4	7,1	6,8
P/E	14,7	13,1	11,5	11,5

Источник: оценка Велес Капитал



способности реализовывать такие проекты в будущем, так как именно они станут основным драйвером роста, в первую очередь - Арктик СПГ 2.

■ **Объем производства превысит проектную мощность Ямал СПГ.** Зимние испытания показали возможность существенно превысить объем производства СПГ в зимний период, и по оценке компании, показатель превысит мощность первых трех линий, которая составляет 5,5 млн т в год / линию. Также Новатэк повысил оценку производства сжиженного газа на Арктик СПГ 2 с 18,3 до 19,8 млн т в год.

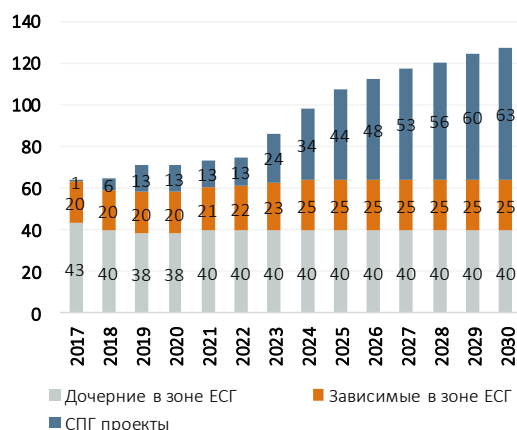
■ **Добыча на традиционных активах ожидаемо снижается.** Месторождения Новатэка, которые обеспечивали рост с 2011 г., сейчас находятся в стадии естественного снижения добычи, что стало причиной падения операционных показателей в прошлом году. В I квартале 2018 г. эта динамика прекратилась благодаря Южно-Тамбейскому месторождению, геологоразведочным работам и покупке новых активов.

■ **Зависимость от цен на нефть увеличивается.** С развитием Пуровского ЗПК и разработкой Ярудейского месторождения Новатэк превратился из независимого производителя газа в традиционном понимании в вертикально интегрированную нефтегазовую компанию. С момента анонсирования стратегии развития в 2011 г. доля продаж трубного газа в выручке упала с 63% до 42% в 2017 г., тогда как доля продаж нефти, стабильного конденсата, нефти и другой продукции переработки существенно увеличилась. В дальнейшем зависимость от цен на нефть будет расти с развитием СПГ направления.

■ **Низкие операционные и капитальные затраты.** Рентабельность EBITDA Новатэка – самая высокая в секторе и находится на уровне 33%, что обусловлено низкими расходами на добычу (0,6 долл./баррель против 4 долл./баррель в среднем по сектору). Отношение капитальных затрат к операционному денежному потоку находится на уровне 20%, что существенно ниже среднеотраслевого показателя (>50%).

■ **Приемлемый уровень долговой нагрузки.** Новатэк является финансово устойчивой компанией. Чистый долг на конец I квартала 2018 г. составил 89 млрд руб., соотношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось за 12 месяцев вдвое до 0,44. Основная нагрузка лежит на Ямал СПГ, чистый долг которого на конец 2017 г. составил около 25 млрд долл.

■ **Низкая дивидендная доходность, высокий TSR.** Дивидендная доходность быстрорастущих компаний существенно ниже, чем у компаний, находящихся на зрелой стадии развития, и Новатэк – не исключение.

Объем добычи газа, млрд м³

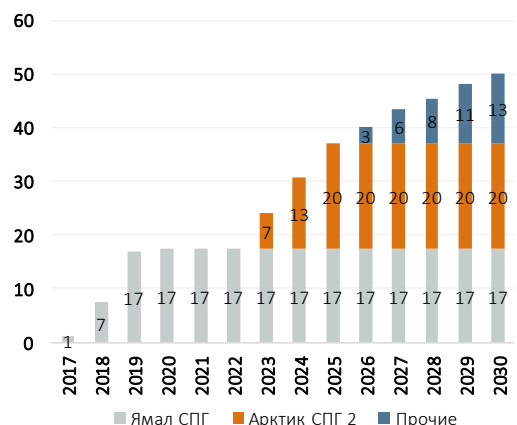
Источник: оценка Belес Kanumal

Объем добычи жидких углеводородов, млн т



Источник: оценка Belес Kanumal

Прогноз производства СПГ, млн т



Источник: оценка Belес Kanumal



Дивидендная доходность акций Новатэка ниже, чем в среднем по сектору, и находится на уровне 2%, при этом его TSR (total shareholder return) – один из самых высоких в отрасли благодаря росту курсовой стоимости через успешную реализацию капиталоемких проектов.

Прогнозы

При написании финансовой модели Новатэка мы использовали прогнозы операционных и финансовых показателей, представленных в стратегии развития компании до 2030 г. в декабре 2017 г. В презентации Новатэк дал прогнозы по 2 ключевым направлениям бизнеса: на активах в рамках единой системы газоснабжения (ЕСГ) и оценку объема производства СПГ, дополнив цифры рядом финансовых показателей. Ниже мы проведем анализ этих показателей и представим собственные прогнозы на основе презентации компании.

Проекты в зоне ЕСГ

Этими проектами являются традиционные активы компании, на которых добывается газ для реализации на внутреннем рынке и жидкие углеводороды для реализации на внутреннем и внешнем рынках. Объем добычи на основных месторождениях снижается как следствие естественного падения пластового давления. Это фактор стал главной причиной отрицательной динамики объема добычи в 2017 г. Компенсировать выпадающую добычу в зоне ЕСГ будут новые активы компании, такие как Северо-Русский блок месторождений (14 млрд м³ газа в год или 22% от текущих объемов), дальнейшая разработка Арктикгаза (рост от текущего уровня на 10 млрд м³ в год) и прочие месторождения. Новатэк прогнозирует объем добычи газа на активах в зоне ЕСГ в размере 820 млрд м³ до 2030 г., что соответствует среднегодовому показателю в размере 63 млрд м³. По итогам 2017 г. добыча газа компанией с учетом СП составила 63,3 млрд м³, таким образом, компания собирается удерживать текущий уровень в долгосрочной перспективе. Принимая во внимание стагнацию внутреннего рынка газа и небольшие перспективы его роста, а также обеспеченность компании контрактами, мы считаем этот сценарий реалистичным. Необходимо отметить, что при этом сценарии Новатэк сохраняет рыночную долю на внутреннем рынке, что является стратегической целью компании.

Новатэк оценивает суммарный объем добычи нефти и газового конденсата до 2030 г. в размере 182 млн т или 14 млн т в год в среднем. Этот показатель выше уровня 2017 г. (11,7 млн т). До 2025 г. прирост от Северо-Русской группы месторождений (до 4 млн т нефти и 1 млн т конденсата в год) и Арктикгаза (до 2 млн т жидких

Проекты в зоне ЕСГ. Прогноз до 2030 г.

Добыча газа, млрд м ³	820
Добыча конденсата, млн т	107
Добыча нефти, млн т	75
Добыча газа в 2030 г., млрд м ³ в год	126
Добыча ЖУВ в 2030 г., млн т в год	18
CapEx, млрд руб.	700-780
Операционный денежный поток, трлн руб.	2,4-2,7

Источник: Новатэк

СПГ проекты. Прогноз до 2030 г.

Производство СПГ, млн т	270
Конденсат, млн т	28
CapEx*, трлн руб.	2,5-2,8
Операционный денежный поток**, трлн руб.	4,0-4,3

*100% затрат, не включая Ямал СПГ

**Исходя из фактической доли владения в существующих и планируемых проектах

Источник: Новатэк

Текущие и перспективные СПГ проекты

Актив	СПГ, млн т
Ямал СПГ	17,4
Арктик СПГ 2	19,8
Гыданское м-е	12,2
Верхнетиутовый и Западно-Сеяхинский ЛУ	6,1
Штормовое м-е	6,1
Северо-Обский ЛУ	12,2
Итого	73,8

Источник: оценка Велес Капитал



углеводородов в год) будет выше, чем снижение на традиционных активах, а консолидированный показатель выйдет на 18 млн т ЖУВ в год. После 2025 г. эстафету возьмут СПГ проекты, которые позволят сохранить показатель на уровне 18 млн т в год, компенсируя снижение на активах в зоне ЕСГ.

Операционный денежный поток проектов в зоне ЕСГ до 2030 г. Новатэк прогнозирует в 2,4-2,7 трлн руб., капитальные затраты – в 700-780 млрд руб. Исходя из этих цифр, мы оцениваем среднее значение свободного денежного потока (FCFF) в 139 млрд руб. в год. В 2017 г. FCFF Новатэка, который почти полностью был сгенерирован активами ЕСГ, составил 151 млрд руб. или 146 млрд руб. без учета изменения оборотного капитала, в 2016 г. – 140 и 125 млрд руб. соответственно. Мы считаем, что среднегодовой прогноз FCFF до 2030 г. в зоне ЕСГ в размере 139 млрд руб. выглядит консервативным, принимая во внимание прогноз роста добычи жидких углеводородов, ежегодную индексацию цен на газ, меры по повышению эффективности производства, модернизацию комплекса в Усть-Луге – и все это на фоне более высоких исторических показателей.

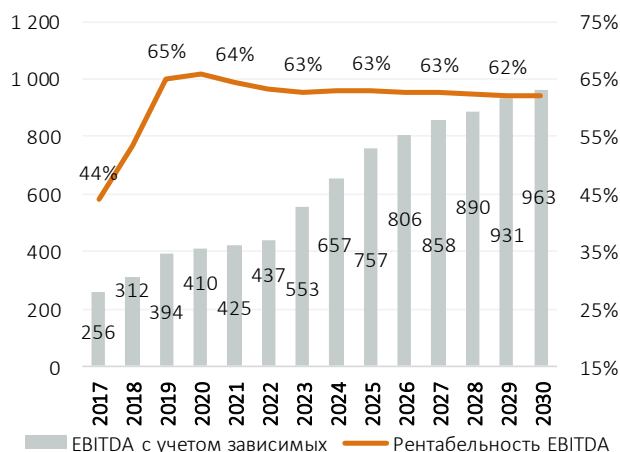
СПГ проекты

В ближайшие 10 лет основными внутренними драйверами роста Новатэка будут его два СПГ проекта: Ямал СПГ и Арктик СПГ 2, мощности производства которых составляют 17,4 и 19,8 млн т в год соответственно. После 2025 г. компания реализует другие проекты и доведет годовой объем производства до 55 млн т к 2030 г. с потенциалом роста до 80 млн т. Главным конкурентным преимуществом СПГ проектов Новатэка является низкая себестоимость, которую можно объяснить следующими причинами:

- **Собственная ресурсная база**, затраты на добычу на которой такие же низкие, как и на традиционных активах компании – 0,6 долл./баррель или 0,1 долл./млн БТЕ. Для сравнения, большинство СПГ проектов в США используют попутный газ, цена на который в Henry Hub в последнее время находится на уровне 3 долл./млн БТЕ. Себестоимость проектов Новатэка существенно ниже, чем у большинства стран-конкурентов: денежные затраты (cash costs), которые включают затраты на добычу, сжижение и транспортировку, находятся на уровне 3 долл./млн БТЕ, а с учетом строительства пункта перевалки на Камчатке в 2022-2023 гг. показатель сократится еще на 0,5 долл./млн БТЕ. Сейчас экспорт СПГ основных стран-конкурентов - США и Австралии – выгоден при 7-11 долл./млн БТЕ.

Мировой рынок СПГ растет быстрыми темпами: в 2017 г. объем импорта вырос на 10% до 290 млн т, и в

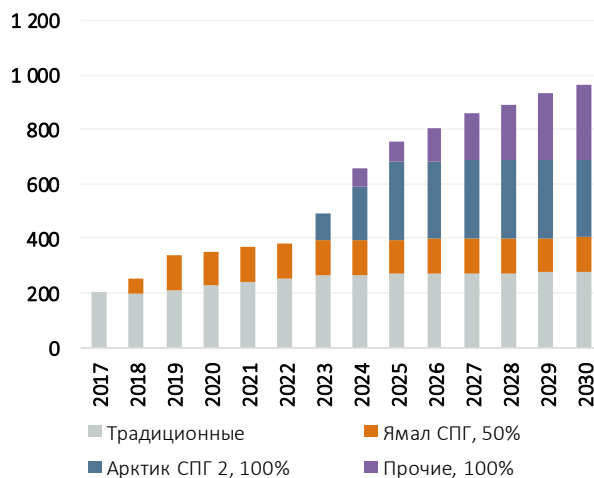
Динамика EBITDA с учетом зависимых (млрд руб.)*



*Исходя из фактической доли владения в существующих и планируемых проектах

Источник: оценка Velес Capital

EBITDA основных проектов, млрд руб.*



*Исходя из фактической доли владения в существующих и планируемых проектах

Источник: оценка Velес Capital

Сравнение себестоимости производства СПГ Новатэка с основными конкурентами, долл./млн БТЕ

	США	Ямал СПГ	Арктик СПГ 2	Катар	Австралия
Природный газ	3,0	0,1	0,1	0,4	6,0
Сжижение	2,5	0,4	0,4	0,4	4,0
Транспорт	1,9	2,5	2,0	1,0	0,7
Cash costs	7,4	3,0	2,5	1,8	10,7

Источник: оценка Velес Capital



долгосрочной перспективе ведущие профильные агентства ожидают его дальнейшего роста до более 500 млн т за счет стран Азии и Европы. Мы считаем, что у Новатэка не может быть проблем с заключением контрактов под будущие проекты ввиду явных конкурентных преимуществ.

■ **Поддержка государства** в создании инфраструктуры и налоговые льготы: нулевая экспортная пошлина по сравнению с 30% пошлиной на экспорт трубного газа, нулевой НДС, пониженная ставка налога на прибыль – 15,5% против стандартных 20%, освобождение от налога на имущество;

■ **Сопутствующая добыча.** Продажа газового конденсата, добываемого на месторождениях под СПГ проекты, окупает затраты на добычу газа и его сжижение (около 450 млн долл. в год на пике), поэтому себестоимостью производства СПГ по сути являются расходы на транспортировку. Такая бизнес-модель ставит Новатэк в один ряд с Катаром, который исторически был лидером рынка по эффективности производства, и себестоимость у которого существенно ниже, чем в других странах из-за высокой доли жидких углеводородов, которые параллельно добываются на СПГ проектах. Фактически это делает нулевой себестоимость СПГ в Катаре.

■ **Климатические условия.** Холодный климат Ямала и Гыдана позволяет экономить на затратах по сравнению с ситуациями, когда проекты реализуются в теплых климатических условиях.

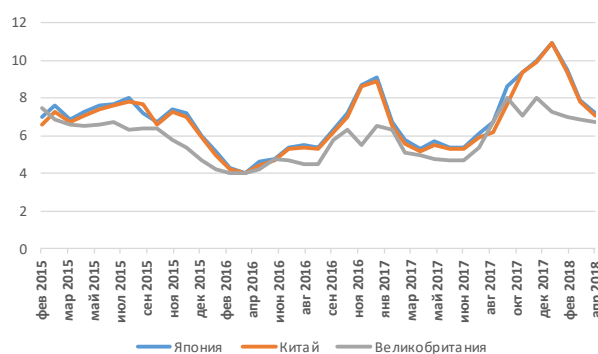
Ямал СПГ

По нашим оценкам, в текущем году Ямал СПГ произведет около 7,5 млн т СПГ, а в 2020 г. выйдет на проектную мощность в 17,4 млн т. Мы оценивали Ямал СПГ отдельно от Новатэка, используя метод суммы частей, так как проект имеет кардинально другую структуру капитала и высокий долг, который не консолидируется в отчетности Новатэка. В презентации компания оценивает операционный денежный поток от проекта до 2030 г. в размере 62 млрд долл., что по нашим расчетам соответствует цене СПГ на уровне 8 долл./млн БТЕ при cash costs в размере 3 долл./млн БТЕ с поставкой в Азию.

По нашим расчетам, Ямал СПГ увеличивает капитализацию Новатэка примерно на 1,6 трлн руб., учитывая 50,1% долю компании, и увеличивает прогнозную стоимость акции Новатэка на 533 руб.

При указанных выше параметрах EBITDA Ямал СПГ в пересчете на млн БТЕ составит 5 долл., а рентабельность – 63%. На пике мощности проект будет генерировать EBITDA в размере 250 млрд руб., и увеличит EBITDA Новатэка на 125 млрд руб. (в 2017 г. EBITDA Новатэка, включая долю в СП, составила 256 млрд руб.)

Цены на СПГ на основных рынках, долл./млн БТЕ



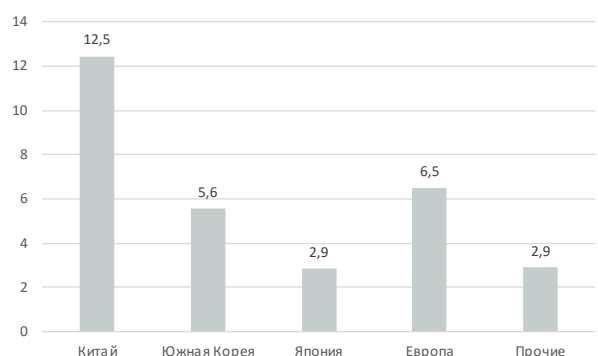
Источник: Bluegold Research

Параметры оценки Ямал СПГ

Пр-во СПГ на пике, млн т	17,4
Добыча конденсата, млн т	1,0
Стоимость СПГ, долл./млн БТЕ	8
Cash costs, долл./млн БТЕ	3
Срок жизни проекта, лет	35
WACC	4,7%
EV, млрд долл.	80,2
Чистый долг, млрд долл.	25,1
Капитализация, млрд долл.	55,1
50,1 % доля Новатэка в Ямал СПГ, млрд долл.	27,6

Источник: оценка Велес Kanumal

Оценка роста спроса на СПГ в 2017 г., млн т



Источник: Gas Strategies



Арктик СПГ 2 и последующие проекты

Арктик СПГ 2 – второй проект компании, который будет состоять из 3 линий совокупной мощностью 19,8 млн т в год. Ввод в эксплуатацию первой линии ожидается в 2022-2023 гг. Инвестиции в проект оцениваются в 20 млрд долл. против 27 млрд долл. в Ямал СПГ. После Арктик СПГ 2 Новатэк планирует реализовывать другие СПГ проекты на ресурсной базе полуостровов Ямал и Гыдан.

При моделировании Арктик СПГ 2 и будущих СПГ проектов мы исходили из предпосылки, что совокупный объем производства СПГ на активах компании вырастет к 2030 г. до 50 млн т в год. Мы закладываем консервативный прогноз и отмечаем, что по последним оценкам ресурсная база компании позволяет увеличить производство до 80 млн т в год.

Арктик СПГ 2 рассчитан на участие других инвесторов, т.к. в одиночку реализовать его компания не сможет из-за высокой капиталоемкости: стоимость проекта в 10 раз превышает текущий годовой FCFF Новатэка. По информации газеты «Коммерсантъ», Новатэк готов предложить инвесторам 30-40% в проекте.

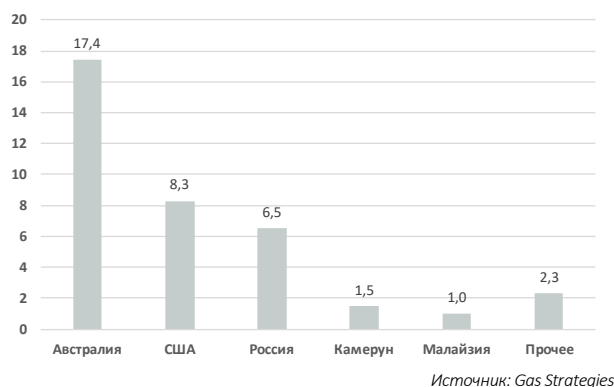
Дивидендная политика

Дивидендная политика Новатэка предполагает выплату дивидендов, исходя из не менее 30% чистой прибыли по МСФО, очищенной от разовых статей. Так как Новатэк является компанией роста, а инвестиционные проекты имеют высокую капиталоемкость, в ближайшие 2 года мы ожидаем роста дивидендов в абсолютном выражении, но не ожидаем увеличения нормы дивидендных выплат и прогнозируем, что львиную часть доходов от инвестиций в Новатэк инвесторы получат через курсовой рост акций как следствие реализации компанией крупномасштабных проектов.

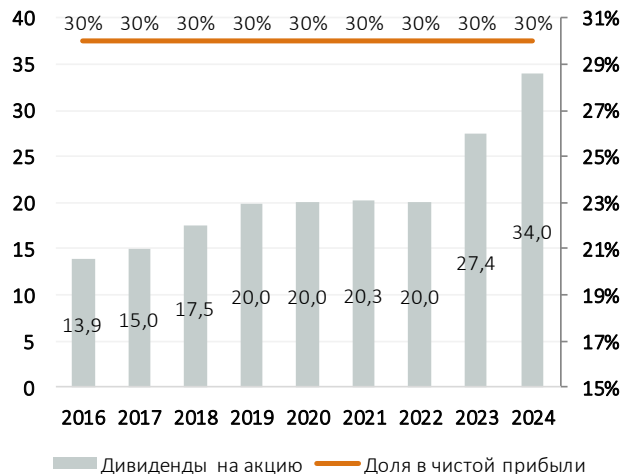
Резюме

Новатэк является самой дорогой компанией по мультипликаторам в российском нефтегазовом секторе, однако, по нашим оценкам, его текущая капитализация ниже справедливой стоимости традиционных активов и проекта Ямал СПГ, и при этом не учитывает последующие проекты. Наша оценка построена на базе прогнозных показателей компании, и мы считаем их консервативными даже по отношению к имеющимся активам. Мы полагаем, что текущие котировки привлекательны для входа в акции компании, и что потенциал их роста будет реализовываться по мере ввода новых мощностей в эксплуатацию.

Оценка роста предложения СПГ в 2018 г., млн т



Прогноз дивидендов, руб./акцию



Источник: оценка Велес Капитал



Финансовая модель Новатэка

Для оценки справедливой стоимости Новатэка мы применяем DCF-модель и добавляем к ней долю в Ямал СПГ. Мы используем долгосрочную цену Brent в размере 60 долл./баррель, долгосрочную цену на СПГ с поставкой в Азию в размере 8 долл./млн БТЕ, ежегодную индексацию внутренних цен на газ на 3% и средний курс рубля к доллару на уровне 58,3. Мы прогнозируем сохранение текущего уровня добычи газа с учетом СП на традиционных месторождениях на уровне 63 млрд м³ в год. Капитальные затраты в этом сегменте на период 2018-2030 гг. заложены в размере 703 млрд руб. при прогнозе компании на уровне 700-780 млрд руб., а операционный денежный поток в размере 2400 млрд руб. при прогнозе компании на уровне 2400-2700 млрд руб.

Стоимость Ямал СПГ за вычетом чистого долга оценена нами в 55 млрд долл., а его операционный денежный поток до 2030 г. совпадает с оценкой Новатэка - 62 млрд долл. для всего проекта. Бюджет проекта (27 млрд долл.) практически освоен, и мы учитываем капитальные затраты только на поддержание производства в размере 0,5 долл./млн БТЕ или 13,5 млрд руб. в год на пике производства.

Капитальные затраты всех СПГ проектов до 2030 г. мы оцениваем в 2,8 трлн руб. при оценке Новатэка в размере 2,5-2,8 трлн руб. Наш прогноз операционного денежного потока всех СПГ проектов Новатэка до 2030 г. составляет 4,3 трлн руб. при оценке самой компании на уровне 4,0-4,3 трлн руб.

Для оценки Новатэка мы используем стандартный долгосрочный темп роста 3%, WACC оценен в 11,9%.

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.					WACC, %				
Выручка	583	582	605	623	Безрисковая ставка	4,2			
Операционные расходы	420	414	438	457	Налоговая ставка	16,0			
EBITDA без СП	201	200	212	226	Стоимость СК	12,4			
Амортизация и корректировки	35	31	46	60	Beta leveraged	1,04			
EBIT	164	169	167	167	Стоимость долга (до налогов)	4,7			
Прочие доходы/расходы	15	8	8	8	Доля СК	94			
Прибыль до налогообложения	201	222	249	249	Доля долга	6			
Налог на прибыль	34	35	35	35					
Доля миноритариев	10	11	13	13					
Чистая прибыль	156	175	201	201	WACC	11,9			
Баланс, млрд руб.					Свободный денежный поток, млрд руб.				
Внеоборотные активы	891	943	1 154	1 352	EBIT	164	169	167	167
Основные средства и НМА	360	412	623	821	Налог на прибыль	33	34	33	33
Прочие внеоборотные активы	531	531	531	531	Изменение ОК	9	(1)	0	0
Оборотные активы	153	193	104	32	Кап. затраты	30	84	256	258
Дебиторская задолженность	45	44	46	48	Амортизация ОС	35	31	46	60
Денежные средства и эквиваленты	66	106	13	-62	Свободный денежный поток	145	82	(77)	(65)
Прочие оборотные активы	43	43	45	46					
Итого активы	1 044	1 136	1 258	1 383	Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.				
Средства акционеров	776	898	1 039	1 180	Рост в ПП период	3,0%			
Нераспределенная прибыль	732	855	995	1 136	Сумма ДДП (+)	522			
Прочее	43	43	43	43	Дисконтированная терминальная стоимость (+)	1 095			
Долгосрочные обязательства	185	156	134	116	Стоимость бизнеса компании	1 617			
Кредиты и займы	141	113	91	72	Стоимость чистого долга (-)	89			
Прочие обязательства	43	43	43	43	Доля миноритарных акционеров (-)	17			
Краткосрочные обязательства	84	81	85	88	Доля в зависимых компаниях (+)	58			
Краткосрочные займы	14	14	14	14	Доля в Ямал СПГ	1 608			
Прочие обязательства	70	67	71	74	Стоимость акционерного капитала	3 178			
Итого пассивы	1 044	1 136	1 258	1 383	Число обыкновенных акций, млн	3 016			
					Справедливая стоимость обыкновенных акций, руб.	1 054			
Движение денежных средств, млрд руб.					Рыночные мультипликаторы, x				
Основная деятельность	180	205	246	261	EV/Sales	4,0	3,4	2,8	2,8
Чистая прибыль	156	175	201	201	EV/EBITDA	11,9	12,0	11,3	10,6
Амортизация	35	31	46	60	EV/EBIT	14,6	14,2	14,3	14,4
Изменение оборотного капитала	9	(1)	0	0	P/E	14,7	13,1	11,5	11,5
Прочее	(20)	(2)	0	(0)	P/BV	3,0	2,6	2,2	2,0
Инвестиционная деятельность	(60)	(84)	(256)	(258)	FCF Yield	6%	4%	-3%	-3%
Приобретение ВА активов	(63)	(84)	(256)	(258)	EPS (per share), RUB	52	58	67	67
Покупка/продажа НМА и фин. активов	0	0	0	0	Коэффициенты				
Прочее	3	0	0	0	Рентабельность по EBITDA	33%	28%	25%	26%
Финансовая деятельность	(103)	(81)	(83)	(78)	Рентабельность по чистой прибыли	27%	30%	33%	32%
Изменение долга	(61)	(28)	(23)	(18)	Кап. затраты / выручка	5%	12%	30%	30%
Выплата дивидендов	(42)	(53)	(60)	(60)	ROE	20%	20%	19%	17%
Прочее	0	0	0	0	ROIC	17%	17%	18%	16%
Изменение денежных средств	17	40	(93)	(75)	Долг/EBITDA, x	0,78	0,64	0,49	0,38
					Чистый долг/EBITDA, x	0,45	0,11	0,43	0,66
					Долг/собственный капитал	0,20	0,14	0,10	0,07



Анализ чувствительности целевой цены обыкновенной акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,0%	1 160	1 214	1 284	1 378	1 509
11,0%	1 058	1 097	1 146	1 209	1 293
11,9%	986	1 016	1 054	1 098	1 158
13,0%	911	933	959	990	1 030
14,0%	858	874	893	917	945

Источник: оценка Велес Капитал

Рыночные мультипликаторы

Компания	Страна	Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E	
				2017П	2018П	2017П	2018П
Газпром	РФ	109	59	3,8	4,0	3,8	4,1
Роснефть	РФ	125	59	6,0	5,6	18,2	9,6
Лукойл	РФ	63	57	3,2	4,3	7,7	7,1
Газпром нефть	РФ	37	24	4,1	4,1	5,3	4,7
Новатэк	РФ	42	39	11,0	10,4	14,0	11,5
Татнефть	РФ	27	25	5,4	7,9	10,5	10,5
Башнефть	РФ	9	7	2,8	3,4	6,5	3,0
Медиана				4,1	4,3	7,7	7,1

Развитые страны		Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E	
				2017П	2018П	2017П	2018П
Exxon Mobil Corp	США	362	316	12,5	7,6	21,1	15,9
Chevron Corp	США	258	222	12,5	6,6	33,1	18,7
ConocoPhillips	США	75	63	16,7	6,2	n/a	20,9
BP PLC	Великобритания	210	116	7,6	5,2	38,2	14,5
Royal Dutch Shell PLC	Нидерланды	405	259	8,4	5,7	19,8	13,2
Total SA	Франция	172	153	5,8	4,4	17,4	12,4
ENI SpA	Италия	76	62	4,0	3,8	14,6	15,7
StatoilHydro ASA	Норвегия	90	80	3,7	3,5	n/a	15,7
Медиана				8,0	5,5	20,5	15,7

Развивающиеся страны		Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E	
				2017П	2018П	2017П	2018П
Petroleo Brasileiro SA	Бразилия	174	84	5,2	6,2	41,0	31,1
PetroChina Co Ltd	Китай	272	255	6,4	6,4	33,0	34,5
China P&C	Китай	127	119	4,2	4,7	11,3	11,8
Ecopetrol SA	Колумбия	45	34	5,4	5,2	15,6	11,3
MOL	Венгрия	13	10	4,7	5,2	7,0	8,3
ONGC	Индия	40	36	6,7	4,9	11,3	9,6
Indian Oil Corp	Индия	39	30	7,2	6,9	9,4	9,6
Bharat Petroleum	Индия	21	16	9,2	9,5	10,4	11,0
SK Energy	Южная Корея	19	18	5,1	5,2	9,3	8,2
S-Oil Corp	Южная Корея	17	13	11,7	8,4	14,1	10,5
PTT PCL	Таиланд	64	51	5,6	6,3	12,0	12,5
Медиана				5,6	6,2	11,3	11,0

Источник: данные бирж



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 2018 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 10% и более.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% 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 Шиленьков
Директор департамента
EShilenskov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов
Александр Сорочкин
ASorochkin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

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

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@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

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com