

Нефтегазовый сектор

Пересмотр рекомендаций по акциям российских компаний

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

Мы обновили прогноз финансовых показателей компаний российского нефтегазового сектора, повысив прогноз цен на нефть и скорректировав параметры финансовых моделей с учетом последних корпоративных новостей и данных финансовых отчетностей. Результатом пересмотра стало повышение прогнозных цен акций компаний. Более того мы считаем, что текущий год будет одним из наиболее успешных для нефтегазового сектора за последние 10 лет благодаря сочетанию высоких цен на нефть и слабого рубля.

Рекомендации

Компания	Оценка	Потенциал	Рекомендация
Роснефть	560	42%	Покупать
Лукойл	5 670	31%	Покупать
Газпром нефть	450	32%	Покупать
Новатэк	1 281	48%	Покупать
Татнефть ао	850	22%	Покупать
Татнефть ап	638	33%	Покупать
Башнефть ао	3 730	85%	Покупать
Башнефть ап	2 611	60%	Покупать

В нашем прошлом прогнозе от января 2018 г. мы использовали цену Brent в размере 60 долл. за баррель при среднем курсе рубля к доллару на уровне 63 руб./долл. Мы повысили прогноз цены на текущий год до 70 долл. за баррель, несколько снизив ожидаемый средний курс рубля к доллару – до 61. В обновленном прогнозе мы старались отразить тенденции на мировом рынке нефти и нестандартную ситуацию на валютном рынке: несмотря на резкий рост нефтяных котировок рубль не отреагировал ростом. В итоге рублевая стоимость нефти обновила исторический максимум, что сулит экспортоориентированным компаниям рекордные прибыли в текущем году.

Изменение оценок, руб./акция

Компания	Предыдущая оценка	Новая оценка	Изменение
Роснефть	430	560	30%
Лукойл	4 766	5 670	19%
Газпром нефть	395	450	14%
Новатэк	1 054	1 281	21%
Татнефть ао	623	850	36%
Татнефть ап	467	638	37%
Башнефть ао	2 994	3 730	25%
Башнефть ап	2 096	2 611	25%

Мы повысили объем добычи нефти компаниями ввиду ослабления ограничений, наложенных в рамках соглашения ОПЕК+ в октябре 2016 г.: российские нефтегазовые компании начнут наращивать добычу с июля 2018 г. суммарно на 200 тыс б/с пропорционально объемам снижения, заложенным в соглашении.

Наиболее крупные корпоративные события затронули Татнефть и Роснефть. Татнефть сообщила о намерении развивать сегмент upstream и увеличить EBITDA сегмента в 1,6 раза до 320 млрд руб. к 2025 г. Роснефть сообщила о том, что снижение долговой нагрузки теперь является для компании приоритетным направлением. На наш взгляд, эти факторы являются сильными драйверами роста капитализации обеих компаний. Для остальных представителей сектора повышение оценок было связано преимущественно с более благоприятным прогнозом экономической конъюнктуры.

Рублевая цена на нефть, руб./т



Источник: данные бирж, ЦБ, прогноз Велес Капитал

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 2018 г.



Обзор рынка нефти

■ **Предпосылки нефтяного ралли.** Стоимость Brent с начала года выросла с 67 долл. за баррель до текущих 74, что стало следствием высокого спроса на нефть благодаря стремительному росту мировой экономики в прошлом и текущем годах, соглашению ОПЕК+ и снижению добычи стран-участниц сделки, а также из-за геополитических факторов.

■ **Рост мировой экономики.** Согласно прогнозам ОПЕК, рост мирового ВВП в 2018 г. составит 3,8%, как и в 2017 г. Достаточно высокий темп обусловлен динамикой ВВП Китая и Индии на фоне сохранения относительно высоких показателей стран ОЭСР. Благоприятный прогноз для мировой экономики означает для рынка нефти высокий уровень спроса. ОПЕК в то же время предупреждает о таких сохраняющихся рисках для индустрии, как торговые войны, в последние месяцы будоражащие не только нефтяной рынок, ужесточение монетарной политики США и Еврозоны, более жесткая финансовая дисциплина в Китае.

Соглашение ОПЕК+. Согласно расчетам МЭА, в мае 2018 г. соглашение ОПЕК+ было выполнено картелем на 158% в результате незапланированного снижения добычи в Венесуэле под давлением тяжелейшего кризиса в стране. Вторым по важности фактором стало снижение добычи Саудовской Аравией, которая сократила показатель с 10,6 млн б/с на момент начала действия соглашения до 10,0 в мае 2018 г., перевыполнив норму на 8%. Однако, стоит отметить, что Саудовская Аравия уже начала стремительно наращивать добычу, в частности в апреле, уровень перевыполнения сделки составлял 28%. Россия выполняла норму на 83% по оценке МЭА и на 95% по оценке министра энергетики России А. Новака. Уровень выполнения соглашения всеми странами в мае составил 127% (оценка Минэнерго – 147%), и на фоне роста цен на нефть страны-участницы приняли решение обсудить дальнейшую судьбу сделки на встрече в Вене.

■ **Венесуэла.** Масштабный экономический кризис в стране стал причиной коллапса нефтедобычи, в результате чего сейчас на мировой рынок недопоставляется около 1 млн баррелей нефти в день. Прогнозы ведущих агентств по отношению к Венесуэле пессимистичны: добыча продолжит сокращаться, и в следующем году показатель может достигнуть 0,8 млн б/д против 2,2 млн б/д в 2016 г. и 1,4 млн б/д в мае текущего года.

■ **Запасы OECD.** Основным планом стран-участниц соглашения ОПЕК+ было снижение запасов нефти в странах ОЭСР до уровня ниже среднего значения за

Рост ВВП, %

Страна/Регион	2017	2018П
Мир	3,8	3,8
Страны ОЭСР	2,5	2,4
США	2,3	2,7
Япония	1,7	1,2
Еврозона	2,5	2,2
Великобритания	1,8	1,4
Китай	6,9	6,5
Индия	6,3	7,3
Бразилия	1,0	1,9
Россия	1,5	1,8

Источник: ОПЕК

Соблюдение соглашения ОПЕК+ в мае, млн б/д

Страна	Добыча	Цель	Факт	Δ
Алжир	1,04	-0,05	-0,05	98%
Ангола	1,53	-0,08	-0,22	283%
Эквадор	0,53	-0,03	-0,02	69%
Экв. Гвинея	0,12	-0,01	-0,02	167%
Габон	0,17	-0,01	-0,03	356%
Иран	3,82	0,09	0,11	n/a
Ирак	4,47	-0,21	-0,09	43%
Кувейт	2,71	-0,13	-0,13	98%
Катар	0,61	-0,03	-0,04	127%
Саудовская	10,02	-0,49	-0,52	108%
ОАЭ	2,87	-0,14	-0,14	103%
Венесуэла	1,36	-0,10	-0,71	744%
Итого ОПЕК*	29,25	-1,18	-1,86	158%
Азербайджан	0,80	-0,04	-0,01	35%
Казахстан	2,01	-0,02	0,20	-1012%
Мексика	2,13	-0,10	-0,27	274%
Оман	0,98	-0,05	-0,04	92%
Россия	11,35	-0,30	-0,25	82%
Прочие	1,27	-0,05	0,05	-102%
Не-ОПЕК	18,53	-0,55	-0,33	60%
Все участники	47,78	-1,73	-2,19	127%

*Не включая Ливию и Нигерию, которые освобождены от выполнения соглашения

Источник: МЭА, расчет Velox Capital



последние 5 лет (сейчас это период 2013-2017 гг.) Впервые эта цель была достигнута в апреле 2018 г., когда запасы оказались на 1 млн баррелей ниже целевого уровня. В мае нисходящий тренд продолжился, и показатель уже находился ниже средних за 5 лет запасов на 27 млн баррелей.

Встреча в Вене 22-23 июня. На фоне стремительного роста цен на нефть и перевыполнения соглашения Министерский мониторинговый комитет ОПЕК+ вынес решение увеличить добычу нефти на 1 млн баррелей в день, из которых на Россию будет приходиться 200 тыс б/д. Напомним, что целью сделки было сокращение добычи странами-участницами на 1,8 млн б/д от уровня октября 2016 г. На решение комитета рынок нефти отреагировал ростом цены, так как игроки посчитали объявленные меры недостаточными. Более того, представители ОПЕК заявили, что фактический рост будет менее заявленного 1 млн б/д и составит 500-800 тыс б/д, так как не все страны смогут нарастить добычу.

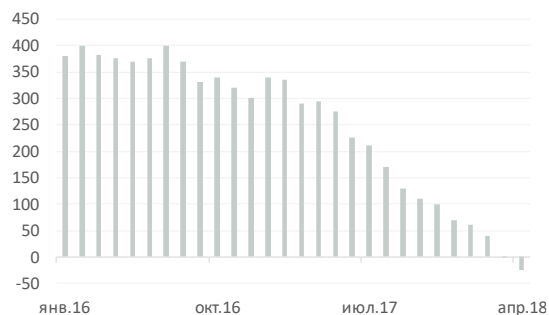
Манипулирование ценами. В апреле Президент США Дональд Трамп обрушился с критикой на участников соглашения ОПЕК+, обвинив их в манипулировании ценами на рынке нефти, и потребовал увеличить добычу на 2 млн б/д, которые могли бы компенсировать выпадающую добычу Венесуэлы и Ирана. Дональд Трамп заявил, что ему удалось добиться согласия короля Саудовской Аравии, однако, официально это не подтвердилось. Тем не менее, примечательно, что согласно ежемесячному обзору рынка от ОПЕК, Саудовская Аравия уже увеличила добычу на 400 тыс б/д до 10,5 в июне. Потенциально, страна может увеличить добычу до 12 млн б/д.

Мы полагаем, что соглашение ОПЕК+ является не чем иным как картельным сговором, поэтому слова Трампа о манипулировании ценами можно считать справедливыми, а действия Саудовской Аравии – их следствием.

Торговые войны. Одной из отличительных черт 2018 г. стало торговое противостояние США с Китаем и США с Европой. Протекционистская политика американских властей привела к развязыванию торговых войн, которые оказывали косвенное влияние на рынок нефти. Однако, в экспертных кругах преобладает точка зрения, что торговые войны негативно скажутся на мировом экономическом росте и повышают риски рецессии в результате роста цен, снижения спроса, неэффективного перенаправления товарных потоков на новые рынки, негативного влияния на производственные цепочки и охлаждения отношений между странами в целом.

Начавшись с пошлин США на китайские солнечные батареи и стиральные машины в январе, ситуация

Запасы нефти ОЭСР минус их среднее за 5 лет

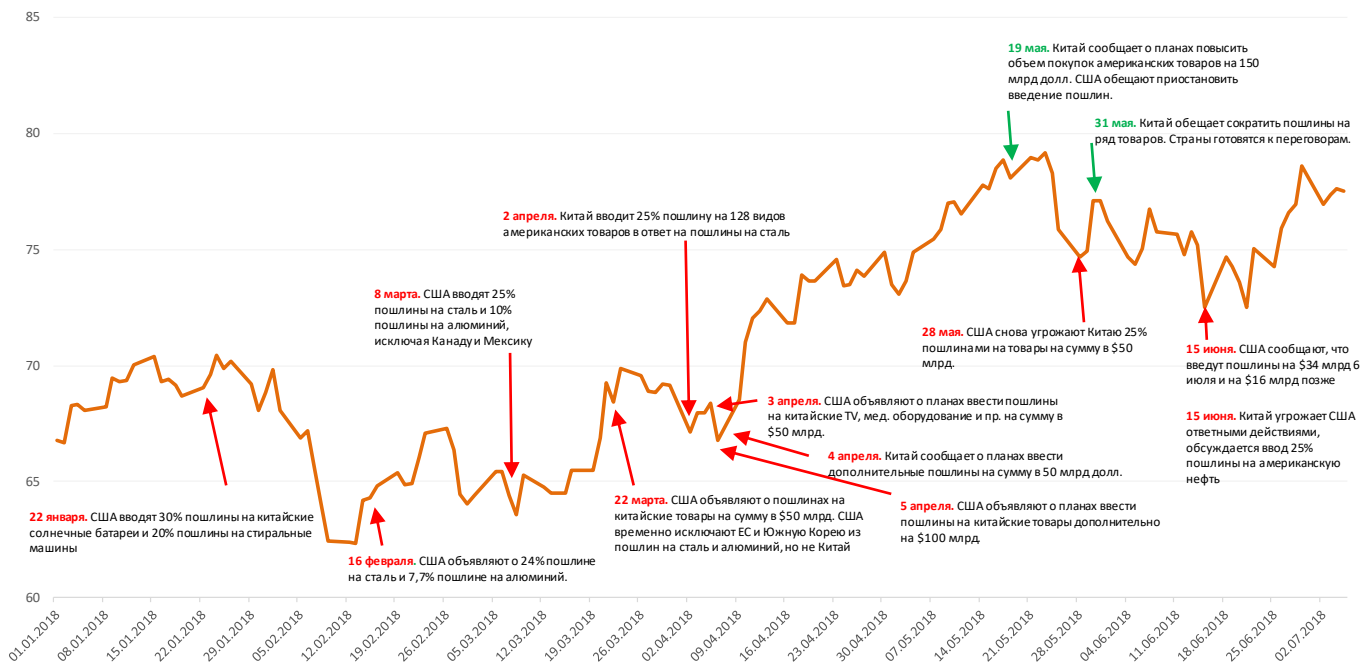


Источник: МЭА



усугубилась до обсуждения Китаем 25% пошлины на американскую нефть в июне в ответ на очередные американские пошлины на китайские товары. Если Китай реализует этот сценарий, то США потеряет огромный рынок сбыта: только в I квартале 2018 г. США импортировали в Китай нефти на 2 млрд долл., а ежедневные поставки достигали 2 млн б/д. Пошлины Китая добавят к WTI около 18 долл. за баррель при текущих ценах (73 долл. за баррель) и освободят нишу для Brent, который существенно вырастет из-за высвободившегося спроса со стороны Китая. Тем не менее, как показывает хронология событий, влияние торговых войн на стоимость нефти преувеличено и в большинстве случаев оно парадоксально: растет с нарастанием конфликта и наоборот.

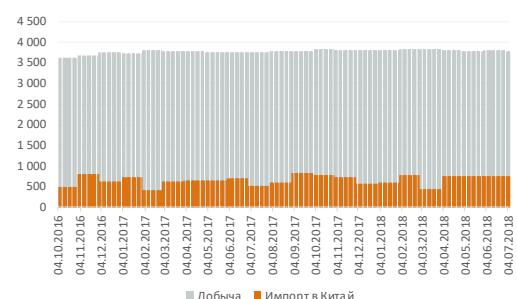
Как нефть реагировала на торговые войны



Источник: The New York Times, CNBC

Иран. США всерьез настроены свести к нулю экспорт иранской нефти, который составляет 1,5 млн б/д. Вывод с рынка такого объема нефти в условиях дефицита приведет к стремительному росту цены, если этот объем не будет компенсирован другими странами. Делегаты США планируют посетить страны Персидского залива с целью удостовериться, что иранской нефти найдется замена. В частности, большие надежды возлагаются на Саудовскую Аравию, чьи мощности позволяют увеличить добычу с текущих 10,5 до 12 млн б/д. Иран в ответ пригрозил перекрыть доступ к Ормузскому проливу, через который ежедневно проходит треть мировых поставок нефти по морю. Если это произойдет, то цена на нефть вырастет кратно, однако, исторически Иран, хоть и угрожал такими действиями, но никогда их не реализовывал. Европейские компании уже отказываются от

Добыча нефти Ирана и импорт в Китай, тыс б/д



Источник: ОПЕК



сотрудничества с Ираном под угрозой санкций со стороны США, но основной покупатель нефти – Китай, на который приходится 20% экспорта иранской нефти, вероятнее всего, будет более лояльным, поэтому эффект от блокады иранского экспорта будет реализован не в полной мере.

Прогноз. Мы считаем, что на текущий момент преобладают факторы для поддержания высоких цен на нефть. Основное влияние будут оказывать дефицит на рынке, который отчасти компенсируется ростом добычи в рамках изменений условий ОПЕК+, и геополитические факторы, такие как противостояние Ирана и США по иранской ядерной программе и торговая война Китая и США, в рамках которой Китай грозит ввести пошлины на американскую нефть. Наш прогноз стоимости Brent на 2018 г., сделанный в начале года, повышен с 60 до 70 долл. за баррель. На среднесрочную перспективу мы также закладываем прогноз стоимости Brent на уровне 70 долл. за баррель. Мы используем средний курс рубля к доллару в год на уровне 61 руб./долл. на всем горизонте прогнозирования.

Обзор компаний

Лукойл

Добыча углеводородов Лукойла в 2018 г. вырастет, по прогнозам компании, на 1-2% за счет газа. Цифра может оказаться выше в результате ослабления ограничений на добычу нефти в рамках соглашения ОПЕК+, но мы не ожидаем существенного влияния на финансовые показатели, так как полагаем, что компания сокращала в первую очередь добычу на низкорентабельных месторождениях в Западной Сибири, тогда как высокомаржинальные активы продолжали ее наращивать. По информации Bloomberg, в результате снятия ограничений Лукойл увеличил добычу нефти на 26 тыс б/с (+1,4%) с конца июня.

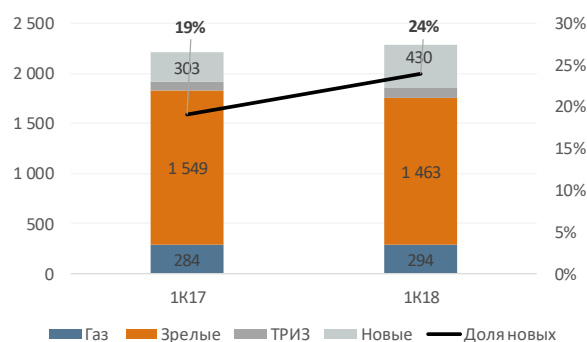
Лукойл закладывает в долгосрочный прогноз цену на нефть в размере 50 долл. за баррель и курс рубля 62-64 руб. за доллар. В I полугодии 2018 г. средняя цена Urals составила 70 долл. за баррель, а средний курс рубля - 59,5. На презентации в ходе Дня инвестора в марте компания сообщила, что 50% доходов, полученных при цене на нефть выше 50 долл. за баррель, будут распределяться среди акционеров в виде выкупа акций. Исходя из представленных выше параметров, таблицы чувствительности доходов к цене на нефть и валютным колебаниям, представленной компанией в презентации ко Дню инвестора, а также наших расчетов, за I полугодие компания сгенерировала 4 млрд долл. доп. доходов или 2 млрд долл. для выкупа акций. Лукойл сообщил, что первый этап программы buyback составит 3 млрд долл., и будет

Прогноз цен на нефть, долл./баррель

	2016	2017	2018П	2019П
Brent	44	54	70	70
Urals	42	53	69	69

Источник: прогноз Велес Капитал

Добыча углеводородов Лукойла через 6 и 15 месяцев после начала сделки ОПЕК+, тыс б/с



Источник: Лукойл

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	5 936	7 334	7 342	7 353
EBITDA	832	1090	1092	1095
Рентабельность EBITDA	14%	15%	15%	15%
Чистая прибыль	419	596	591	594
Чистая рентабельность	7%	8%	8%	8%
EPS, руб.	584	795	787	791

Источник: прогноз Велес Капитал



реализовываться в течение 5 лет, начиная со II полугодия 2018 г. Таким образом, по нашим расчетам, доходы Лукойла для выкупа (4 млрд долл.) уже в текущем году превысят на 25% сумму, которую компания планирует потратить на выкуп (3 млрд долл.) в течение 5 лет. Мы полагаем, что столь опережающие темпы могут привести к корректировке программы с целью увеличить сумму или ускорить ее реализацию, так как доходы слишком велики при текущей конъюнктуре по сравнению с первоначальными параметрами программы.

Дивиденды Лукойла не привязаны к финансовому результату, а менеджмент компании гарантирует их рост на величину не менее уровня инфляции РФ. Мы ожидаем, что суммарные дивиденды по итогам 2018 г. вырастут на 9% и составят 235 руб. на акцию, что соответствует дивидендной доходности на уровне 5,3%, исходя из текущих котировок.

Мы повысили прогноз EBITDA Лукойла на 2018 г. на 18% до 1 090 млрд руб. в результате более высокого прогноза цен на нефть и оценку справедливой стоимости акций компании на 19% до 5 670 руб.

Роснефть

Центральным моментом инвестиционного профиля Роснефти является реализация дополнений к Стратегии развития до 2022 г., в рамках которой компания планирует снизить чистый долг минимум на 500 млрд руб. в 2018 г. за счет снижения капитальных затрат на 200 млрд руб., высвобождения оборотного капитала на 200 млрд руб. и продажи непрофильных активов. На наш взгляд, высокая долговая нагрузка является самой неприятной характеристикой компании, поэтому мы считаем, что принятие мер менеджментом по исправлению ситуации существенно повысит привлекательность Роснефти.

Согласно нашим расчетам, эти планы реализуемы даже при консервативном прогнозе цен на нефть на уровне 60 долл. за баррель и среднем курсе 62 руб./долл.: компания сможет погасить 586 млрд руб. вместо запланированных 500. Исходя из наших прогнозов на текущий год (70 долл./барр., 61 руб./долл.), компания сможет погасить 669 млрд руб. обязательств, и мы ожидаем перевыполнения заявленной суммы в 500 млрд руб., если компания воздержится от сделок M&A.

В дополнение к указанным пунктам компания планирует реализовать программу выкупа акций на сумму в 2 млрд долл. в течение 2 лет (2,8% акционерного капитала компании) или в среднем 62 млрд руб. в год по текущему курсу. Для сравнения, всего на дивиденды по итогам 2017 г. направила всего 111 млрд руб., таким образом, программа выкупа,

Мультипликаторы

	2017	2018П	2019П	2020П
EV/S	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,0	3,2	3,2	3,1
P/E	7,3	5,3	5,4	5,4

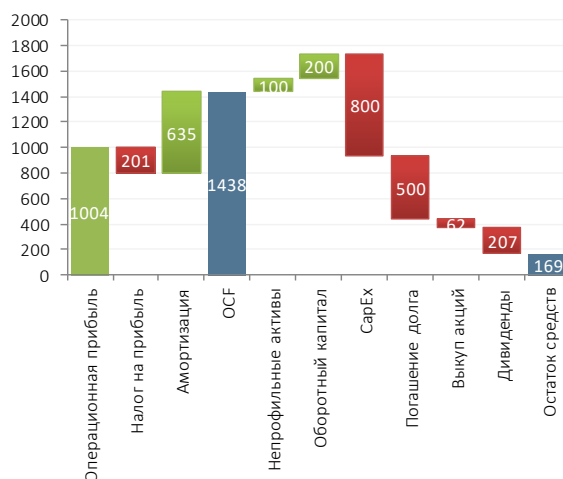
Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	926	929	932
Новый прогноз	1090	1092	1095
Изменение	18%	18%	18%

Источник: прогноз Велес Капитал

Оценка возможности Роснефти снизить долг в 2018 г., млрд руб.



Источник: данные Роснефти, прогноз Велес Капитал

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	5 779	7 869	8 111	8 388
EBITDA	1 225	1 639	1 744	1 866
Рентабельность EBITDA	21%	21%	22%	22%
Чистая прибыль	202	414	444	560
Чистая рентабельность	3%	5%	5%	7%
EPS, руб.	19	39	42	53

Источник: прогноз Велес Капитал



являясь одним из способов распределения доходов компании среди акционеров, на наш взгляд, является достаточно позитивным и весомым событием.

Мы ожидаем, что суммарные дивиденды Роснефти по итогам 2018 г. составят 19,54 руб. на акцию при прогнозе чистой прибыли в размере 414 млрд руб. и норме выплат на уровне 50% чистой прибыли по МСФО. Исходя из текущих котировок, дивидендная доходность составляет 4,7%.

Мы повысили прогноз EBITDA Роснефти на 2018 г. на 31% до 1639 млрд руб. в результате более высокого прогноза цен на нефть и оценку справедливой стоимости акций компании на 30% до 560 руб.

Газпром нефть

Газпром нефть сообщила, что в случае снятия ограничений соглашения ОПЕК+ компания нарастит добычу на 5 тыс т в сутки в течение 1-2 месяцев или, по нашим расчетам, на 2% от уровня I квартала 2018 г. Ранее Газпром нефть сообщала, что в результате сделки ОПЕК+ добыча углеводородов в 2018 г., вероятнее всего, вырастет на 1,5-2%, а добыча нефти останется на уровне 2017 г. Также под сомнение ставилась реализация стратегии роста добычи углеводородов до 100 млн т.н.э. к 2020 г., хотя, по нашим оценкам, положительный эффект от сделки перекрывал заморозку добычи, которая к тому же происходила на месторождениях с наименьшей рентабельностью и оказывала ограниченное влияние на новые проекты компании. Во II полугодии мы ожидаем от компании усиления операционных показателей и роста добычи нефти и углеводородов в целом на 1,4% по итогам года.

Газпром нефть является главным бенефициаром среди российских ВИНК от стремительного роста цен на ГСМ на внутреннем рынке во II квартале текущего года. Взлет стоимости нефтепродуктов заставил правительство РФ в ручном режиме заморозить цены. Мы ожидаем, что налоговая политика в области акцизов на нефтепродукты изменится, так как рыночные механизмы означают дальнейший рост внутренних цен и, как следствие, рост социальной напряженности, а удерживать цены в рамках договоренностей властей и компаний в долгосрочной перспективе нам представляется нереализуемым. Неопределенность в будущем налогообложении создает риски для сектора в целом: на правительственном уровне обсуждались варианты от отрицательных (нейтрально для сектора) и плавающих акцизов (неоднозначно для сектора) до заградительных экспортных пошлин (негативно для сектора), которые нанесли бы удар по и без того пострадавшей от налогового маневра рентабельности нефтепереработки.

Мультипликаторы

	2017	2018П	2019П	2020П
EV/S	1,3	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	6,0	4,5	4,2	4,0
P/E	21,7	10,6	9,9	7,8

Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	1251	1333	1432
Новый прогноз	1639	1744	1866
Изменение	31%	31%	30%

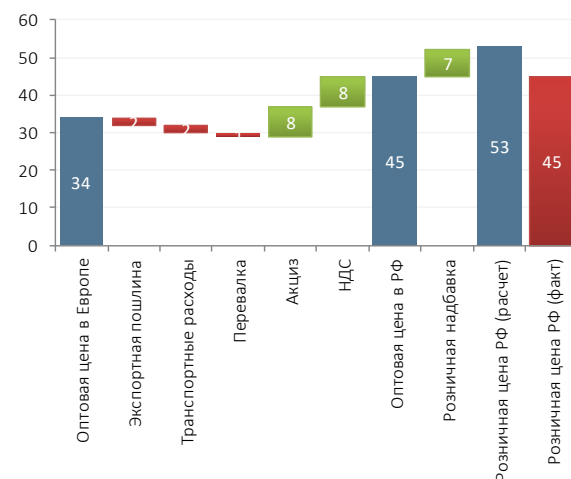
Источник: прогноз Велес Капитал

Прогноз добычи углеводородов

	2017	2018П	2019П	2020П	2021П
Нефть, млн т	62,4	63,3	64,7	67,6	69,9
Газ, млрд м³	34,0	34,5	35,4	36,3	37,3
Итого, т.н.э.	89,8	91,0	93,1	96,7	99,9
Темп роста		1,4%	2,3%	3,9%	3,2%

Источник: прогноз Велес Капитал

Расчет справедливой оптовой цены бензина АИ-95 исходя из экспортного паритета, руб./литр. Urals = 75 долл./баррель, курс = 61 руб./долл.



Источник: расчет Велес Капитал

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	2 004	2 538	2 643	2 792
EBITDA	445	559	595	624
Рентабельность EBITDA	22%	22%	23%	22%
Чистая прибыль	253	331	347	354
Чистая рентабельность	13%	13%	13%	13%
EPS, руб.	54	70	74	75

Источник: прогноз Велес Капитал



Корпоративные новости Газпром нефти в последние месяцы связаны преимущественно с планами компании осуществить цифровую трансформацию и стать лидером в промышленной цифровизации за счет IT-разработок, применения искусственного интеллекта и big data. Результатом этих мер станет повышение эффективности компании за счет снижения себестоимости производства.

Газпром нефть сообщила, что не планирует менять дивидендную политику, и мы ожидаем от компании сохранения нормы дивидендных выплат, которая исторически находилась около 25% от консолидированной чистой прибыли. Согласно нашим расчетам, суммарные дивиденды по итогам 2018 г. составят 17,5 руб. на акцию (+17% г/г) при прогнозе чистой прибыли в размере 331 млрд руб. Исходя из текущих котировок, дивидендная доходность составила бы 5,2%.

Мы повысили прогноз EBITDA Газпром нефти на 2018 г. на 16% до 559 млрд руб. в результате более высокого прогноза цен на нефть и оценку справедливой стоимости акций компании на 14% до 450 руб. Повышение показателей для Газпром нефти было более умеренным по сравнению с другими представителями сектора, так как львиная доля выручки компании приходится на внутренний рынок, цены на котором искусственно удерживаются.

Новатэк

Новатэк еще в I квартале преодолел негативную динамику добычи газа, увеличив ее на 2,2% г/г, а по итогам I полугодия темп роста усилился – до 3,4%. Основной драйвер – разработка Южно-Тамбейского месторождения, которое служит ресурсной базой Ямал СПГ, и газовые активы Алросы. Продажи СПГ по итогам I полугодия составили 1,61 млрд м³ или 1,17 млн т, и согласно нашим расчетам, показатель по итогам 2018 г. составит 3,7 млн т с учетом запуска в сентябре II очереди завода мощностью 5,5 млн т. На текущий момент Ямал СПГ работает с превышением нормы на 9%, и, исходя из динамики за I полугодие, мы считаем старт проекта достаточно убедительным, что должно повысить уверенность инвесторов в способности компании реализовывать подобные проекты в срок. Этот фактор очень важен перед началом реализации второго капиталоемкого проекта компании – Арктик СПГ 2.

В конце мая 2018 г. Новатэк сообщил о продаже 10% доли в Арктик СПГ 2 французской Total за 2,5 млрд долл. Мы считаем, что привлечение партнеров в подобные высокорентабельные проекты с поддержкой государства является вопросом времени, более того,

Мультипликаторы

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

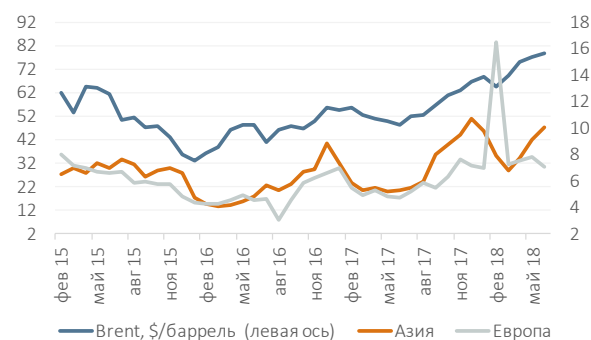
Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	483	509	538
Новый прогноз	559	595	624
Изменение	16%	17%	16%

Источник: прогноз Велес Капитал

Цены на СПГ в Азии и Европе, долл./млн БТЕ



Источник: данные бирж

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	583	680	828	851
EBITDA	201	265	361	378
Рентабельность EBITDA	34%	39%	44%	44%
Чистая прибыль	156	204	265	267
Чистая рентабельность	27%	30%	32%	31%
EPS, руб.	52	68	88	89

Источник: прогноз Велес Капитал



компания ранее сообщала, что Total примет участие в проекте. Тогда рынок отреагировал ростом котировок более чем на 8%. Мы ожидаем, что в дальнейшем потенциал роста котировок акций будет реализовываться с постепенным выходом заводов на проектную мощность. Согласно нашим расчетам, потенциал роста акций огромен даже при консервативных прогнозах, но и сроки запуска новых проектов далеки от текущей даты, поэтому мы считаем, что акции Новатэка должны быть интересны в первую очередь инвесторам с большим горизонтом инвестирования.

В предыдущей версии финансовой модели Новатэка мы закладывали цену СПГ с поставкой в Азию на уровне 8 долл./млн БТЕ. В связи с повышением прогноза цен на нефть мы повысили прогноз цен на СПГ до 9 долл./млн БТЕ.

Татнефть

Наиболее важной, на наш взгляд, новостью Татнефти за последние месяцы стала озвученная компанией предварительная оценка EBITDA в сегменте разведки и добычи в размере не менее 320 млрд руб. к 2025 г. Это очень высокая цифра: предыдущая оценка EBITDA всей компании, представленная Татнефтью в рамках презентации Стратегии-2025, составляла 333 млрд руб. Новую оценку предстоит утвердить совету директоров, а принятие обновленной стратегии компания ожидает в сентябре текущего года. Татнефть не раскрывала данных, на основе которых прогнозируется рост, и какие инвестиции для этого необходимы, поэтому наша оценка, сделанная на данных Стратегии-2025, этот рост не учитывает. Ранее Татнефть сообщала о возможности нарастить добычу до 35-37 млн т с текущих 28. Наши расчеты показывают, что текущие котировки акций компании также не учитывают взлет EBITDA в добывающем сегменте, и мы ожидаем, что данные презентации обновленной стратегии станут мощным катализатором их роста.

Динамика добычи Татнефти в 2018 г. следовала ограничениям в рамках сделки ОПЕК+: по итогам I полугодия она снизилась на 0,7% г/г, однако с 1 июля, когда ограничения были ослаблены, показатель вырос на 3% до 81 тыс т в сутки. При этом, у компании остается потенциал для возвращения на уровень добычи до введения ограничений в конце 2016 г. в размере 2-3 тыс т/с. Динамика роста мощностей Танеко по итогам I полугодия соответствует плановому росту мощностей в 2018 г.: по итогам I полугодия на комплексе было переработано 4,6 млн т нефти (+20% г/г), при этом по итогам 2018 г. компания прогнозировала рост мощности Танеко до 10,2 млн т в год (+24% г/г).

Мультипликаторы

	2017	2018П	2019П	2020П
EV/S	4,6	4,5	4,3	4,2
EV/EBITDA	13,9	10,5	7,7	7,4
P/E	17,2	17,4	17,6	17,6

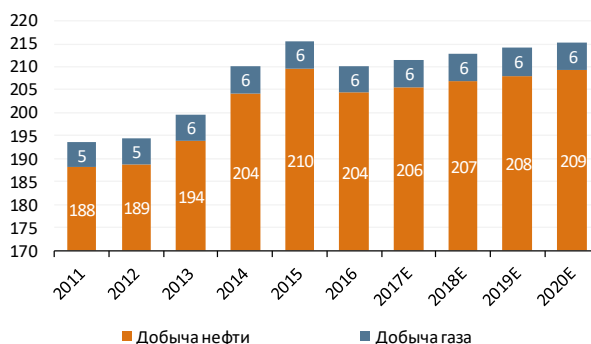
Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	200	212	226
Новый прогноз	265	361	378
Изменение	35%	70%	65%

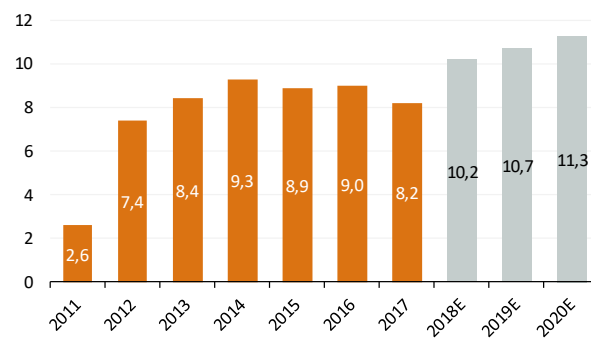
Источник: прогноз Велес Капитал

Объем добычи нефти и газа (млн б.н.э.)



Источник: данные компании; прогноз Велес Капитал

Объем нефтепереработки, млн т



Источник: данные компании; прогноз Велес Капитал



Татнефть приятно удивила инвестиционное сообщество, выплатив дивиденды по итогам 2017 г. исходя из 75% чистой прибыли по МСФО при целевом уровне в 50%. Компания сообщает о намерении платить промежуточные дивиденды при стабильно высоком свободном денежном потоке. Мы считаем, что Татнефть обладает высококачественными активами как в сегменте добычи, так и в переработке, которые способны генерировать высокий операционный доход, однако если компания реализует потенциал роста добычи, то инвестпрограмма окажет существенное давление на свободный денежный поток и, как следствие, дивиденды.

Если компания решит направить на дивиденды 50% чистой прибыли по МСФО, то суммарные дивиденды по итогам 2018 г., по нашим расчетам, составят 41 руб. на акцию с доходностью 6% и 8% соответственно, исходя из текущих котировок. Если компания сохранит норму выплат на уровне прошлого года – 75% от чистой прибыли по МСФО, то величина вырастет до 61 руб. на акцию, а доходность – до 9% и 13%.

Мы повысили прогноз EBITDA Татнефти на текущий год на 21% и на 19% в последующие годы на фоне более высокого прогноза цен на нефть и снизили WACC с 12,6% до 11,9%. В следствие этого наша оценка обыкновенной акции выросла на 36% до 850 руб., привилегированной – на 37% до 638 руб.

Башнефть

После перехода под контроль Роснефти, Башнефть практически исчезла из информационного пространства, free float обыкновенных акций сократился до 3%, а объем торгов упал в несколько раз. Мы считаем, что привлекательность компании с фундаментальной точки зрения не пострадала от сделки с Роснефтью: Башнефть продолжает отчитываться достаточно сильно, а основной акционер планирует сохранить инвестиционные проекты компании. Тем не менее, Башнефть стала гораздо менее интересна инвесторам, и низкая ликвидность является сильным ограничением при принятии решения о покупке обыкновенных акций.

В отличие от обыкновенных акций проблема ликвидности у «префов» Башнефти выражена гораздо слабее: в текущем году оборот по ним в среднем в 13 раз превышал оборот по обыкновенным акциям. Привилегированные акции Башнефти рассматриваются рынком как дивидендные, так как их доходность – одна из самых высоких в секторе. Согласно нашим прогнозам, чистая прибыль компании по МСФО в 2018 г. составит 99 млрд руб., что соответствует дивидендам на оба вида акций в размере 290 руб. при

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	675	863	882	901
EBITDA	184	260	267	275
Рентабельность EBITDA	27%	30%	30%	31%
Чистая прибыль	131	190	195	201
Чистая рентабельность	19%	22%	22%	22%
EPS, руб.	60	87	90	92

Источник: прогноз Велес Капитал

Мультипликаторы

	2017	2018П	2019П	2020П
EV/S	2,3	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	8,6	6,1	5,9	5,8
P/E	12,2	8,3	8,1	7,9

Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	214	224	231
Новый прогноз	260	267	275
Изменение	21%	19%	19%

Источник: прогноз Велес Капитал

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.

	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	671	782	812	851
EBITDA	143	188	196	207
Рентабельность EBITDA	21%	24%	24%	24%
Чистая прибыль	143	99	99	103
Чистая рентабельность	21%	13%	12%	12%
EPS, руб.	843	581	586	605

Источник: прогноз Велес Капитал

Мультипликаторы

	2017	2018П	2019П	2020П
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,0	2,4	2,3	2,2
P/E	2,3	3,4	3,3	3,2

Источник: МосБиржа, прогноз Велес Капитал

Изменение прогноза EBITDA, млрд руб.

	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз	140	145	152
Новый прогноз	188	196	207
Изменение	34%	35%	36%

Источник: прогноз Велес Капитал



норме выплат в 50% чистой прибыли по МСФО. Исходя из текущих котировок, дивидендная доходность составила бы 14% и 18% для обыкновенных и привилегированных акций соответственно.



Приложение. Оценка и прогноз финансовых показателей компаний

Лукойл

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
Выручка	5 937	7 334	7 342	7 353
Операционные расходы	(5 430)	(6 592)	(6 608)	(6 616)
EBITDA	832	1 090	1 092	1 095
Амортизация и корректировки	(325)	(348)	(358)	(358)
EBIT	507	742	734	737
Прочие доходы/расходы	18	6	7	7
Прибыль до налогообложения	524	748	741	744
Налог на прибыль	(104)	(150)	(148)	(149)
Доля миноритариев	2	2	2	2
Чистая прибыль	419	596	591	594

Баланс, млрд руб.	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
Внеоборотные активы	3 918	4 310	4 503	4 696
Основные средства и НМА	3 575	3 928	4 121	4 314
Прочие внеоборотные активы	343	382	382	382
Оборотные активы	1 308	1 757	1 952	2 139
Оборотные активы	958	1 173	1 175	1 177
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	20	24	24	24
Денежные средства и эквиваленты	330	559	753	938
Итого активы	5 226	6 067	6 455	6 835
Средства акционеров	3 490	4 053	4 439	4 817
Нераспределенная прибыль	3 576	4 141	4 525	4 902
Прочее	(86)	(88)	(86)	(85)
Долгосрочные обязательства	777	868	868	869
Долгосрочные кредиты	488	510	510	510
Прочие долгосрочные	289	357	358	358
Краткосрочные обязательства	959	1 146	1 148	1 149
Краткосрочные займы	129	135	135	135
Оборотные обязательства	830	1 011	1 013	1 015
Итого обязательства и средства акционеров	5 226	6 067	6 455	6 835

Движение денежных средств, млрд руб.	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
Основная деятельность	789	912	949	952
Чистая прибыль	419	596	591	594
Амортизация	325	348	358	358
Изменение оборотного	46	(32)	0	(0)
Прочее	0	0	0	0
Инвестиционная деятельность	(951)	(534)	(549)	(548)
Приобретение внеоборотных активов	(951)	(535)	(551)	(551)
Покупка/продажа НМА и фин. Прочее	0	1	2	3
Финансовая деятельность	(133)	(142)	(322)	(332)
Изменение долга	23	55	0	1
ДП от прекращенных операций	(179)	(197)	(207)	(217)
Выплата дивидендов	23	0	(115)	(115)
Изменение денежных средств	(294)	236	79	72

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	12,9
Beta leveraged	1,10
Стоимость долга (до налогов)	5,8
Доля СК	85
Доля долга	15
WACC, %	11,6

Свободный денежный поток	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
EBIT	507	742	734	737
Налог на прибыль	111	163	162	162
Изменение ОК	46	(32)	0	(0)
Амортизация ОС	347	348	358	358
Кап. затраты	534	535	551	551
Свободный денежный поток	254	359	380	382

Оценка стоимости акций, млн руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	2 316 166
Терминальная стоимость (+)	2 027 251
Стоимость бизнеса компании	4 343 417
Доля в зависимых компаниях (+)	173 667
Стоимость чистого долга (-)	256 993
Доля миноритарных акционеров (-)	7 869
Стоимость акционерного капитала	4 252 222
Справедливая стоимость акций, RUB (12м)	5 670

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
EV/Sales	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,2	4,0	4,0	4,0
EV/EBIT	8,6	5,9	5,9	5,9
P/E	10,2	7,1	7,2	7,2
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9
FCF Yield	9%	12%	13%	13%
EPS (per share), RUB	558	795	788	792

Коэффициенты	2017	2018 (п)	2019 (п)	2020 (п)
Рентабельность по EBITDA	14%	15%	15%	15%
Рентабельность по чистой прибыли	7%	8%	8%	8%
Кап. затраты / выручка	9%	7%	8%	8%
ROE	13%	16%	14%	13%
ROIC	12%	16%	14%	14%
Долг/EBITDA, x	0,74	0,59	0,59	0,59
Чистый долг/EBITDA, x	0,32	0,06	-0,12	-0,29
Долг/собственный капитал	0,18	0,16	0,15	0,13

Источник: данные компании, прогноз Велес Канумал

Анализ чувствительности

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,0%	5 971	6 359	6 857	7 522	8 452
11,0%	5 408	5 699	6 063	6 531	7 155
11,6%	5 118	5 365	5 670	6 055	6 556
12,0%	4 948	5 172	5 445	5 787	6 226
13,0%	4 564	4 740	4 950	5 207	5 528

Источник: прогноз Велес Канумал



Роснефть

Отчет о прибылях и убытках, млрд RUB	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	6 014	7 869	8 111	8 388
Операционные расходы	5 390	6 866	7 059	7 273
EBITDA	1 210	1 639	1 744	1 866
Амортизация и корректировки	586	635	692	751
EBIT	624	1 004	1 052	1 115
Прочие доходы/расходы	(229)	(292)	(291)	(150)
Прибыль до налогообложения	395	712	761	965
Налог на прибыль	98	142	152	193
Доля миноритариев	75	142	152	193
Чистая прибыль	222	427	457	579

Баланс, млрд RUB	2017	2018П	2019П	2020П
Внеоборотные активы	9 935	10 360	10 720	11 041
Основные средства и НМА	7 923	8 151	8 486	8 777
Прочие внеоборотные активы	2 012	2 209	2 234	2 264
Оборотные активы	2 292	2 597	2 812	2 756
Дебиторская задолженность	843	1 103	1 137	1 176
Денежные средства и эквиваленты	322	138	290	161
Прочие оборотные активы	1 127	1 356	1 386	1 419
Итого активы	12 227	12 957	13 532	13 797
Средства акционеров	4 183	4 468	4 772	5 158
Неразмещенная прибыль	3 313	3 598	3 902	4 288
Прочее	870	870	870	870
Долгосрочные обязательства	4 208	4 540	4 766	4 595
Долгосрочные займы	1 783	2 000	2 200	2 000
Прочие обязательства	2 425	2 540	2 566	2 595
Краткосрочные обязательства	3 836	3 949	3 994	4 043
Краткосрочные займы	2 229	2 000	2 000	2 000
Прочие обязательства	1 607	1 949	1 994	2 043
Итого пассивы	12 227	12 957	13 532	13 797

Движение денежных средств, млрд RUB	2017	2018П	2019П	2020П
Основная деятельность	734	1 058	1 282	1 500
Чистая прибыль	297	570	609	772
Амортизация	586	635	692	751
Изменение оборотного капитала	(149)	(147)	(19)	(23)
Прочее	0	0	(0)	0
Инвестиционная деятельность	(1 618)	(945)	(1 026)	(1 042)
Приобретение ВА активов	(1 419)	(863)	(1 027)	(1 042)
Инвестиции в асс. компании	(227)	(197)	(26)	(29)
Прочее	28	115	26	29
Финансовая деятельность	279	(297)	(104)	(586)
Краткосрочные обязательства	558	(229)	0	0
Долгосрочные обязательства	(131)	217	200	(200)
Дивиденды	(149)	(285)	(304)	(386)
Изменение денежных средств	(606)	(184)	152	(129)

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	12,6
Beta leveraged	1,07
Стоимость долга (до налогов)	6,3
Доля СК	43
Доля долга	57

WACC, %	9,4
---------	-----

Свободный денежный поток, млрд руб.	2017	2018П	2019П	2020П
EBIT	624	1 004	1 052	1 115
Налог на прибыль	125	201	210	223
Изменение ОК	82	(147)	(19)	(23)
Амортизация ОС	586	635	692	751
Кап. затраты	922	800	1 027	1 042
Свободный денежный поток	245	491	488	578

Оценка стоимости акций, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	3 958
Терминальная стоимость (+)	5 242
Стоимость бизнеса компании	9 200
Доля в зависимых компаниях (+), в т.ч.:	305
Удмуртнефть	76
Славнефть	45
Пургаз	20
Прочие	164
Стоимость чистого долга (-)	2 996
Доля миноритарных акционеров (-)	577
Стоимость акционерного капитала	5 932
Число акций в обращении, млн	10 598
Справедливая стоимость обыкновенных акций, RUB (12м)	560

Коэффициенты	2017	2018П	2019П	2020П
Рентабельность по EBITDA	20%	21%	22%	22%
Рентабельность по чистой прибыли	4%	5%	6%	7%
Кап. затраты / выручка	16%	10%	13%	12%
ROE	6%	11%	11%	13%
ROIC	3%	6%	6%	7%
Долг/EBITDA, x	3,32	2,44	2,41	2,14
Чистый долг/EBITDA, x	2,39	1,87	1,78	1,63
Долг/собственный капитал	0,96	0,90	0,88	0,78

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018П	2019П	2020П
EV/Sales	1,2	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	6,1	4,5	4,2	4,0
EV/EBIT	11,8	7,4	7,0	6,6
P/E	19,8	10,3	9,6	7,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9
FCF Yield	6%	11%	11%	13%
EPS (per share), RUB	21	40	43	55

Источник: данные компании, прогноз Велес Капитал

Анализ чувствительности

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
8,0%	572	659	780	963	1 268
9,0%	467	528	609	724	895
9,4%	434	488	560	658	800
10,0%	385	430	487	564	671
11,0%	320	353	395	449	521

Источник: прогноз Велес Капитал



Газпром нефть

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Выручка	2 004	2 538	2 643	2 792
Операционные расходы	1 555	2 027	2 124	2 255
EBITDA	445	559	595	624
Амортизация и корректировки	141	166	185	209
EBIT	303	407	427	434
Прочие доходы/расходы	23	33	35	37
Прибыль до налогообложения	325	440	462	471
Налог на прибыль	56	88	92	94
Доля миноритариев	16	21	22	23
Чистая прибыль	253	331	347	354

Баланс, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Внеоборотные активы	2 507	2 689	2 844	3 054
Основные средства и НМА	2 052	2 234	2 389	2 599
Прочие внеоборотные активы	455	455	455	455
Оборотные активы	423	470	507	511
Дебиторская задолженность	102	130	135	143
Денежные средства и эквиваленты	91	48	67	47
Прочие оборотные активы	230	292	304	322
Итого активы	2 930	3 159	3 350	3 565
Средства акционеров	1 659	1 907	2 167	2 433
Нераспределенная прибыль	1 432	1 680	1 940	2 206
Прочее	227	227	227	227
Долгосрочные обязательства	792	709	639	580
Кредиты и займы	549	466	396	337
Прочие обязательства	243	243	243	243
Краткосрочные обязательства	479	543	544	553
Краткосрочные займы	132	112	95	81
Прочие обязательства	348	431	448	472
Итого пассивы	2 930	3 159	3 350	3 565

Движение денежных средств, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Основная деятельность	422	491	532	561
Чистая прибыль	253	331	347	354
Амортизация	141	166	185	209
Изменение оборотного капитала	108	(5)	(0)	(2)
Прочее	(80)	(1)	0	(0)
Инвестиционная деятельность	(313)	(348)	(339)	(419)
Приобретение ВА активов	(357)	(348)	(339)	(419)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	0	0	0	0
Прочее	44	0	0	0
Финансовая деятельность	(51)	(185)	(174)	(162)
Изменение долга	11	(102)	(87)	(74)
Выплата дивидендов	(50)	(83)	(87)	(88)
Прочее	(11)	0	0	0
Изменение денежных средств	58	(42)	19	(20)

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	12,7
Beta leveraged	0,80
Стоимость долга (до налогов)	5,5
Доля СК	31
Доля долга	69

WACC	10,1
-------------	-------------

Свободный денежный поток, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
EBIT	303	407	427	434
Налог на прибыль	61	81	85	87
Изменение ОК	53	(5)	(0)	(2)
Кап. затраты	357	348	339	419
Амортизация ОС	141	166	185	209
Свободный денежный поток	79	139	187	135

Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	1 094
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	1 477
Стоимость бизнеса компании	2 571
Стоимость чистого долга (-)	613
Доля миноритарных акционеров (-)	106
Доля в зависимых компаниях (+)	272
Стоимость акционерного капитала	2 124
Число обыкновенных акций, млн	4 718
Справедливая стоимость обыкновенных акций, RUB (12м)	450

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018	2019	2020
EV/Sales	1,1	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,0	3,9	3,7	3,5
EV/EBIT	7,3	5,4	5,2	5,1
P/E	6,3	4,8	4,6	4,5
P/BV	1,0	0,8	0,7	0,7
FCF Yield	5%	9%	12%	8%
EPS (per share), RUB	54	70	74	75

Коэффициенты	2017	2018	2019	2020
Рентабельность по EBITDA	22%	22%	23%	22%
Рентабельность по чистой прибыли	13%	13%	13%	13%
Кап. затраты / выручка	18%	14%	16%	15%
ROE	15%	17%	16%	15%
ROIC	11%	13%	13%	12%
Долг/EBITDA, x	1,53	1,03	0,83	0,67
Чистый долг/EBITDA, x	1,33	0,95	0,71	0,59
Долг/собственный капитал	0,41	0,30	0,23	0,17

Источник: данные компании, прогноз Велес Капитал

Анализ чувствительности

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
8,0%	522	587	679	816	1 045
9,0%	445	491	552	638	766
10,1%	377	409	450	505	580
11,0%	337	362	394	434	488
12,0%	298	318	341	371	409

Источник: прогноз Велес Капитал



Новатэк

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	583	680	828	851
Операционные расходы	420	414	438	457
ЕВИТДА без СП	201	265	361	378
Амортизация и корректировки	35	31	46	60
ЕВИТ	164	234	316	319
Прочие доходы/расходы	15	8	8	8
Прибыль до налогообложения	201	265	347	350
Налог на прибыль	34	48	65	65
Доля миноритариев	10	13	17	17
Чистая прибыль	156	204	265	267

Баланс, млрд руб.	2017	2018П	2019П	2020П
Внеоборотные активы	891	943	1 154	1 352
Основные средства и НМА	360	412	623	821
Прочие внеоборотные активы	531	531	531	531
Оборотные активы	153	213	169	143
Дебиторская задолженность	45	52	63	65
Денежные средства и эквиваленты	66	113	49	20
Прочие оборотные активы	43	48	57	59
Итого активы	1 044	1 156	1 323	1 495
Средства акционеров	776	918	1 104	1 291
Нераспределенная прибыль	732	875	1 061	1 248
Прочее	43	43	43	43
Долгосрочные обязательства	185	156	134	116
Кредиты и займы	141	113	91	72
Прочие обязательства	43	43	43	43
Краткосрочные обязательства	84	81	85	88
Краткосрочные займы	14	14	14	14
Прочие обязательства	70	67	71	74
Итого пассивы	1 044	1 156	1 323	1 495

Движение денежных средств, млрд руб.	2017	2018П	2019П	2020П
Основная деятельность	180	220	295	326
Чистая прибыль	156	204	265	267
Амортизация	35	31	46	60
Изменение оборотного капитала	9	(13)	(16)	(1)
Прочее	(20)	(2)	0	0
Инвестиционная деятельность	(60)	(84)	(256)	(258)
Приобретение ВА активов	(63)	(84)	(256)	(258)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	0	0	0	0
Прочее	3	0	0	0
Финансовая деятельность	(103)	(89)	(102)	(98)
Изменение долга	(61)	(28)	(23)	(18)
Выплата дивидендов	(42)	(61)	(80)	(80)
Прочее	0	0	0	0
Изменение денежных средств	17	47	(64)	(30)

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	16,0
Стоимость СК	12,4
Beta leveraged	1,04
Стоимость долга (до налогов)	4,7
Доля СК	95
Доля долга	5

WACC	11,9
-------------	-------------

FCFF традиционных активов + Арктик СПГ 2 и прочие, млрд руб.	2017	2018П	2019П	2020П
ЕВИТ	164	169	167	167
Налог на прибыль	33	34	33	33
Изменение ОК	9	(13)	(16)	(1)
Кап. затраты	30	84	256	258
Амортизация ОС	35	31	46	60
Свободный денежный поток	145	69	(93)	(65)

Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	632
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	1 297
Стоимость бизнеса компании	1 929
Стоимость чистого долга (-)	89
Доля миноритарных акционеров (-)	17
Доля в зависимых компаниях (+)	58
Доля в Ямал СПГ	1 982
Стоимость акционерного капитала	3 863
Число обыкновенных акций, млн	3 016
Справедливая стоимость обыкновенных акций, руб.	1 281

Рыночные мультипликаторы, х	2017	2018П	2019П	2020П
EV/Sales	4,6	4,5	4,3	4,2
EV/EBITDA	13,9	10,5	7,7	7,4
EV/EBIT	17,0	11,9	8,8	8,7
P/E	17,2	13,2	10,2	10,1
P/BV	3,5	2,9	2,4	2,1
FCF Yield	5%	3%	-3%	-2%
EPS (per share), RUB	52	68	88	89

Коэффициенты				
Рентабельность по EBITDA	34%	39%	44%	44%
Рентабельность по чистой прибыли	27%	30%	32%	31%
Кап. затраты / выручка	5%	14%	40%	39%
ROE	20%	22%	24%	21%
ROIC	17%	19%	22%	19%
Долг/EBITDA, х	0,78	0,48	0,29	0,23
Чистый долг/EBITDA, х	0,45	0,05	0,15	0,18
Долг/собственный капитал	0,20	0,14	0,09	0,07

Источник: данные компании, прогноз Велес Капитал

Анализ чувствительности

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,0%	1 417	1 483	1 568	1 680	1 838
11,0%	1 294	1 341	1 400	1 476	1 577
11,9%	1 202	1 238	1 281	1 335	1 405
13,0%	1 117	1 143	1 174	1 212	1 260
14,0%	1 052	1 072	1 095	1 123	1 157

Источник: прогноз Велес Капитал



Татнефть

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Выручка	681	863	882	901
Операционные расходы	(520)	(629)	(642)	(654)
EBITDA	186	260	268	275
Амортизация и корректировки	(25)	(26)	(27)	(29)
EBIT	163	234	240	247
Прочие доходы/расходы	1	2	2	2
Прибыль до налогообложения	164	236	243	249
Налог на прибыль	(40)	(47)	(49)	(50)
Доля миноритариев	1	1	1	1
Чистая прибыль	123	188	193	199

Баланс, млрд руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Внеоборотные активы	822	884	957	1 000
Основные средства и НМА	651	713	786	829
Прочие внеоборотные активы	171	171	171	171
Оборотные активы	285	374	404	467
Дебиторская задолженность	62	78	80	82
Денежные средства и эквиваленты	43	87	113	171
Прочие оборотные активы	181	209	212	215
Итого активы	1 107	1 257	1 361	1 467
Средства акционеров	719	813	910	1 009
Нераспределенная прибыль	624	718	815	915
Прочее	94	94	94	94
Долгосрочные обязательства	82	82	82	82
Кредиты и займы	7	7	7	7
Прочие обязательства	76	76	76	76
Краткосрочные обязательства	306	362	369	375
Краткосрочные займы	40	40	40	40
Прочие обязательства	266	322	329	335
Итого пассивы	1 107	1 257	1 361	1 467

Движение денежных средств, млрд руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Основная деятельность	112	226	223	229
Чистая прибыль	123	188	193	199
Амортизация	25	26	27	29
Изменение оборотного	(36)	12	2	2
Прочее	0	0	0	(0)
Инвестиционная деятельность	(171)	(87)	(100)	(72)
Приобретение ВА активов	(48)	(87)	(100)	(72)
Покупка/продажа НМА и фин.	0	0	0	1
Прочее	(124)	0	0	(1)
Финансовая деятельность	(88)	(94)	(97)	(99)
Изменение долга	(7)	0	0	0
Выплата дивидендов	(62)	(94)	(97)	(99)
Прочее	(19)	0	0	0
Изменение денежных средств	(147)	44	25	58

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	12,1
Beta leveraged	1,12
Стоимость долга (до налогов)	6,0
Доля СК	98
Доля долга	2

WACC, %	11,9			
Свободный денежный поток, млрд руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
ЕВИТ	163	234	240	247
Налог на прибыль	(33)	(47)	(48)	(49)
Изменение ОК	35	12	2	2
Амортизация ОС	25	26	27	29
Кап. затраты	(85)	(99)	(70)	(63)
Свободный денежный поток	105	126	151	165

Оценка стоимости акций, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	1 030
Терминальная стоимость (+)	987
Стоимость бизнеса компании	2 017
Доля в зависимых компаниях (+)	1
Стоимость чистого долга (-)	(5)
Доля миноритарных акционеров (-)	5
Общая стоимость привилегированных акций (-)	71
Стоимость акционерного капитала	1 947
Справедливая стоимость обыкновенных акций, RUB (12м)	850
Дисконт	25,0%
Справедливая стоимость привилегированных акций, RUB (12м)	638

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EV/Sales	2,3	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	8,5	6,1	5,9	5,8
EV/EBIT	9,7	6,8	6,6	6,4
P/E	12,9	8,4	8,2	8,0
P/BV	2,2	2,0	1,7	1,6
FCF Yield	7%	8%	9%	10%
EPS (per share), RUB	57	86	89	91

Коэффициенты	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Рентабельность по EBITDA	27%	30%	30%	31%
Рентабельность по чистой прибыли	18%	22%	22%	22%
Кап. затраты / выручка	12%	11%	8%	7%
ROE	17%	25%	22%	21%
ROIC	16%	23%	21%	20%
Долг/EBITDA, x	0,25	0,18	0,17	0,17
Чистый долг/EBITDA, x	0,02	-0,16	-0,25	-0,45
Долг/собственный капитал	0,07	0,06	0,05	0,05

Источник: данные компании, прогноз Велес Капитал

Анализ чувствительности

Обыкновенные акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,0%	930	996	1 080	1 192	1 349
11,0%	836	885	946	1 025	1 131
11,9%	764	803	850	909	986
14,0%	641	664	692	725	766
15,0%	594	613	635	662	693

Привилегированные акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,0%	698	747	810	894	1 012
11,0%	627	664	710	769	848
11,9%	573	602	638	682	739
14,0%	480	498	519	544	575
15,0%	446	460	477	496	520

Источник: прогноз Велес Капитал



Башнефть

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб	2017	2018	2019	2020
Выручка	671	782	812	851
Операционные расходы	573	645	674	709
EBITDA	148	188	196	207
Амортизация и корректировки	50	50	57	65
EBIT	98	137	138	142
Прочие доходы/расходы	81	(11)	(11)	(11)
Прибыль до налогообложения	179	126	127	131
Налог на прибыль	37	25	25	26
Доля миноритариев	1	2	2	2
Чистая прибыль	143	99	100	103

Баланс, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Внеоборотные активы	465	504	556	605
Основные средства и НМА	458	496	547	597
Прочие внеоборотные активы	8	8	8	8
Оборотные активы	140	167	173	185
Дебиторская задолженность	69	80	83	87
Денежные средства и эквиваленты	9	17	18	21
Прочие оборотные активы	62	69	72	76
Итого активы	605	671	729	790
Средства акционеров	308	357	407	458
Нераспределенная прибыль	235	284	334	385
Прочее	73	73	73	73
Долгосрочные обязательства	191	197	201	205
Кредиты и займы	95	95	98	100
Прочие обязательства	96	102	103	105
Краткосрочные обязательства	106	118	122	127
Краткосрочные займы	19	19	19	19
Прочие обязательства	87	99	103	109
Итого пассивы	605	672	730	791

Движение денежных средств, млрд	2017	2018	2019	2020
Основная деятельность	164	138	152	161
Чистая прибыль	143	99	100	103
Амортизация	49	47	54	61
Изменение оборотного капитала	(28)	(8)	(2)	(3)
Прочее	0	0	0	0
Инвестиционная деятельность	(56)	(81)	(104)	(109)
Приобретение ВА активов	(55)	(86)	(106)	(111)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	0	0	0	0
Прочее	(1)	5	1	2
Финансовая деятельность	(156)	(49)	(47)	(49)
Изменение долга	(11)	0	3	2
Выплата дивидендов	(144)	(49)	(50)	(51)
Прочее	0	0	0	0
Изменение денежных средств	(48)	8	0	3

Рыночные мультипликаторы, х	2017	2018	2019	2020
EV/Sales	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,0	2,4	2,3	2,2
EV/EBIT	4,5	3,2	3,2	3,1
P/E	2,3	3,4	3,3	3,2
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,7
FCF Yield	9%	19%	17%	19%
EPS (per share), RUB	843	582	587	606

Коэффициенты	2017	2018	2019	2020
Рентабельность по EBITDA	22%	24%	24%	24%
Рентабельность по чистой прибыли	21%	13%	12%	12%
Кап. затраты / выручка	10%	11%	13%	13%
ROE	50%	30%	26%	24%
ROIC	34%	21%	19%	18%
Долг/EBITDA, х	0,77	0,61	0,60	0,57
Чистый долг/EBITDA, х	0,71	0,51	0,50	0,47
Долг/собственный капитал	0,37	0,32	0,29	0,26

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	16,1
Beta leveraged	0,87
Стоимость долга (до налогов)	9,6
Доля СК	74
Доля долга	26

WACC	13,9
------	------

Свободный денежный поток, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
EBIT	98	137	138	142
Налог на прибыль	20	27	28	28
Изменение ОК	(34)	(8)	(2)	(3)
Амортизация ОС	49	47	54	61
Кап. затраты	64	86	106	111
Свободный денежный поток	30	63	57	62

Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	420
Терминальная стоимость (+)	307
Стоимость бизнеса компании	727
Стоимость чистого долга (-)	91
Доля миноритарных акционеров (-)	2
Общая стоимость привилегированных акций (-)	48
Стоимость акционерного капитала	585
Число обыкновенных акций, млн	140
Число привилегированных акций, млн	30
Справедливая стоимость обыкновенных акций, RUB (12м)	3 640
Дисконт	30,0%
Справедливая стоимость привилегированных акций, RUB (12м)	2 548

Сравнение с аналогами, млрд руб.	EV/EBITDA	P/E	DCF
Медиана 2018	4,3	5,7	
EBITDA 2018	188		
Чистая прибыль 2018		99	
Стоимость компании	807		727
Чистый долг + миноритарии + прив. акции	141		141
Капитализация	666	563	585
Вес	25%	25%	50%

Средневзвешенная капитализация	600
Обыкновенная акция, руб.	3 730
Потенциал роста	29%
Привилегированная акция, руб.	2 611
Потенциал роста	27%

Источник: данные компании, прогноз Велес Капитал

Анализ чувствительности

Обыкновенные акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
12,0%	4 027	4 263	4 552	4 913	5 378
13,0%	3 626	3 812	4 034	4 305	4 645
13,9%	3 313	3 463	3 730	3 853	4 114
15,0%	3 000	3 118	3 257	3 421	3 617
16,0%	2 750	2 847	2 958	3 089	3 243

Привилегированные акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
12,0%	2 819	2 984	3 186	3 439	3 764
13,0%	2 539	2 668	2 824	3 014	3 251
13,9%	2 319	2 424	2 611	2 697	2 880
15,0%	2 100	2 183	2 280	2 394	2 532
16,0%	1 925	1 993	2 071	2 162	2 270

Источник: прогноз 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 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 Шиленков
Директор департамента
EShilencov@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

Иван Малина
Транспорт
IMalina@veles-capital.ru