

Сибнефть

Рекомендация:
ПОКУПАТЬ
Справедливая цена:
\$3.38

Компания	Сибнефть	Текущая цена акции, \$	2.6
Тикер	SIBN	Потенциал роста	30%
Количество акций, млн. шт.	4 741.3	Максималь-ная/минимальная цена за 52 недели, \$	2.1/3.7
Рыночная капитализация, \$ млн	12 327	EV/S 2003P	2.1
Чистый долг, \$ млн	2 374	EV/EBITDA 2003P	6.8
EV, \$ млн	14 702	P/E 2003P	7.5

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Сибнефти, а справедливую стоимость, базирующуюся на модели дисконтированных денежных потоков, оцениваем на уровне \$3.38. Мы основываем наши расчеты на следующих ценах на нефть (urals): \$29.5 в 2004 году, \$26.5 – в 2005 году, 23.5 – в 2006-2010 годах. Мы прогнозируем средний ежегодный темп роста добычи в течении 5 следующих лет на уровне 9.7%.

Краткое описание

Сибнефть – вертикально-интегрированная компания, ведущая свою деятельность, в основном, в Западной Сибири. По итогам 2003 года Сибнефть - 5-ая российская нефтяная компания по добыче нефти. Запасы компании на конец 2002 года по оценкам Miller & Lents составили 4 575 млн. баррелей нефти и 860 куб. футов натурального газа, общие запасы составляют 4 718 млн. баррелей нефтяного эквивалента (без учета запасов Славнефти).

Сибнефти принадлежит крупнейший в России нефтеперерабатывающий завод – Омский НПЗ мощностью 145 млн. баррелей в год. Сибнефти также принадлежат крупные пакеты акций Московского НПЗ и Мозырского НПЗ в Белоруссии.

Сибнефть доминирует на рынке нефтепродуктов Западной Сибири, где компания контролирует в зависимости от видов продукции и региона от 40 до 80% рынка. В 2003 году Сибнефть вышла на розничный рынок Санкт-Петербурга и Нижнего Новгорода и продолжила расширять свое присутствие в Московском регионе.

Сильные стороны компании.

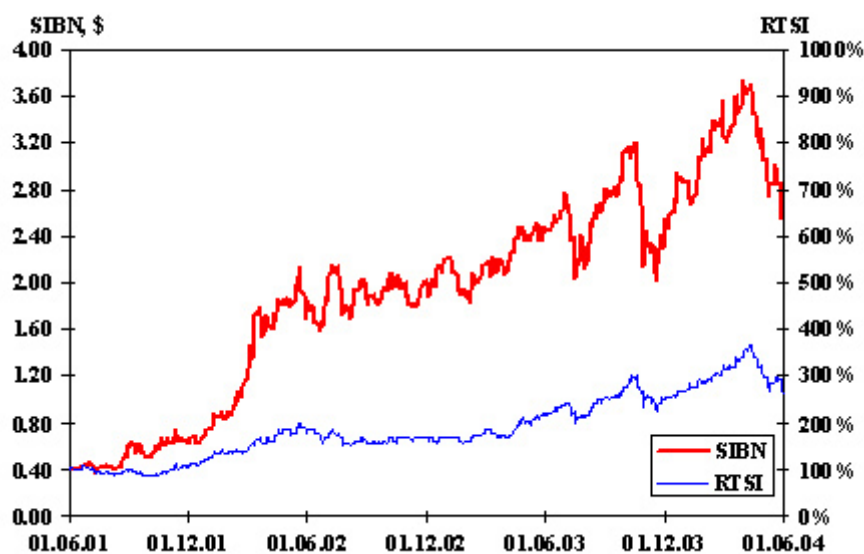
* Высокий темп роста добычи нефти в течение последних лет (27.4% в 2002 году, 19.4% в 2003 году, планируемый в 2004 году прирост - 17.6%). По нашему мнению, благодаря высокому качеству запасов Сибнефть сохранит самый высокий темп роста добычи нефти в отрасли в течение ближайших 5 лет (средний прогнозируемый ежегодный темп роста – 9.7%).

* Высокий уровень выплаты дивидендов. В 2002 году компания выплатила дивиденды в размере 100% от чистой прибыли по стандартам US GAAP. Промежуточные дивиденды за 9 месяцев 2003 года составили \$1.2 млрд., что соответствует 75% от расчетной чистой прибыли по стандартам US GAAP за 2003 год.

- * Хорошая обеспеченность компании перерабатывающими мощностями.
- * Относительно низкие операционные расходы - \$1.68/баррель в 1 полугодии 2003 года (для сравнения: Лукойл – \$2.6/баррель, ЮКОС – \$1.54/баррель за 9 месяцев 2003 года).
- * В последнее время в прессе широко обсуждается возможная продажа крупного пакета акций Сибнефти одной из крупных западных компаний. Среди возможных покупателей называют Royal Dutch/Shell, ChevronTexaco и Total.
- * Покупка 50% Славнефти - нефтяной компании с высоким качеством запасов.

Риски компании

- * В апреле 2003 года Сибнефть и Юкос начали сделку по слиянию компаний. Но позже сделка была отменена из-за политического давления на основных акционеров ЮКОСа. Акционеры Юкоса и Сибнефти все еще не завершили сделку, обратную слиянию.
- * В марте 2004 года МНС предъявило Сибнефти налоговые претензии на сумму \$1 млрд. После чего агентство S&P понизило рейтинг Сибнефти с «В+» до «В» и поставило долгосрочный рейтинг в список Credit Watch с негативным прогнозом.
- * Слишком быстрая разработка запасов может привести к быстрому истощению месторождений.
- * Все риски присущие российской нефтяной отрасли: изменение в налогообложении нефтяных компаний, продолжающееся реальное укрепление рубля.
- * Малое количество акций в свободном обращении. Миноритариям принадлежит только 8% уставного капитала компании.



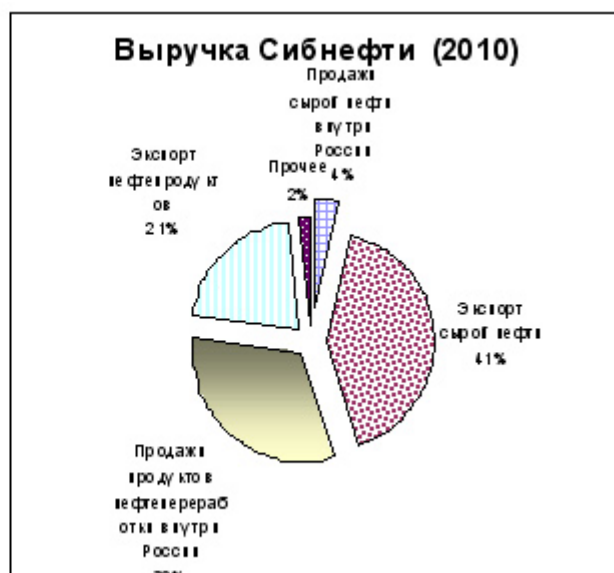
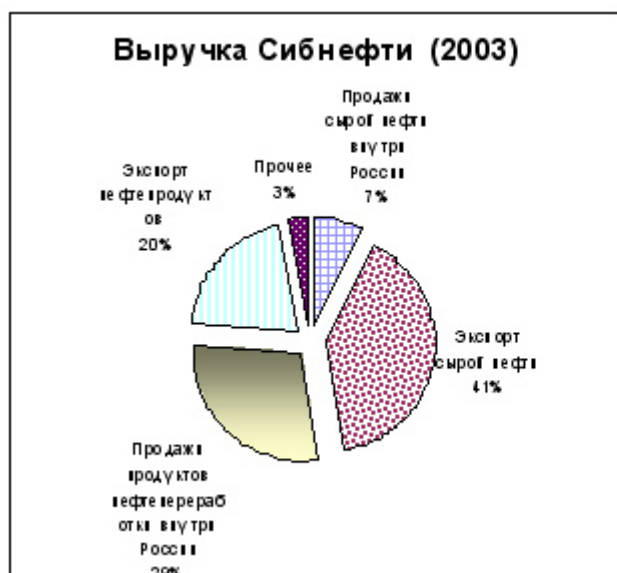
Источники: РТС

Таблица 1. Основные показатели Сибнефти

	2002	2003	2004П*	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Добыча нефти, млн. барр.	195.9	233.8	364.3	398.9	430.8	465.3	502.5	517.6	528.0
Продажи, \$ млн.	4 777	6 982	11 185	11 197	10 962	11 781	12 666	13 024	13 270
ЕВITDA, \$ млн.	1 803	2 148	3 373	3 285	3 487	3 604	4 022	4 193	4 311
Чистая прибыль, \$ млн.	1 161	1 650	1 900	1 733	1 855	1 916	2 210	2 318	2 388
EV/S	3.08	2.11	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/ЕВITDA	8.15	6.84	4.4	4.5	4.2	4.1	3.7	3.5	3.4
P/E	10.61	7.47	6.5	7.1	6.6	6.4	5.6	5.3	5.2

* Включая половину прогнозируемого объема добычи Славнефти.

Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА



Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Операционная деятельность

Сибнефть ведет деятельность по добыче нефти, в основном, в Западной Сибири. Запасы нефти компании на конец 2002 года по оценкам Miller & Lents составили 4 575 млн. баррелей и 860 куб. футов натурального газа, общие запасы составляют 4 718 млн. баррелей нефтяного эквивалента (не включая запасов Славнефти). По итогам 2003 года Сибнефть - 5-ая российская нефтяная компания по добыче нефти (233.8 млн. баррелей, это на 19.4% больше, чем в 2002 году).

Основное добывающее дочернее предприятие Сибнефти – Ноябрьскнефтегаз. Сибнефть ведет добычу на собственных месторождениях в районе Ноябрьска, на Южном Приобском и Пальяновском месторождениях, принадлежащих Сибнефть-Югра (совместное предприятие с Югранефтью), на Крапивнинском

месторождении в Омской области и на Меретояхинском месторождении, принадлежащем Меретояханефтегазу (дочернее предприятие Сибнефти). В 2003 года Сибнефть начала разработку Еты-Пуровского месторождения. На сегодняшний день общее число месторождений компании составляет 25.

Кроме того, Сибнефть имеет лицензии на месторождения Чукотки, включая месторождения на шельфе Берингова моря. Компания ведет разведку в регионе с 2001 года. В апреле 2004 года Сибнефть объявила о значительных запасах нефти, обнаруженных на Верхне-Телекайском нефтегазоконденсатном месторождении Чукотки. Доказанные извлекаемые запасы данного месторождения составляют 16.4 млн. баррелей нефтяного эквивалента.

Сибнефть экспортирует около 40% добываемой нефти и около 38% производимых нефтепродуктов в натуральном выражении. В течение последних лет Сибнефть демонстрирует высокие темпы роста добычи нефти, что объясняется высоким качеством запасов. Обратной стороной слишком быстрой разработки запасов является возможность быстрого истощения месторождений.

В течение 2002 года произошло незначительное уменьшение запасов на 71 млн. баррелей. Возможно это результат слишком быстрой разработки запасов, а возможно, готовясь к слиянию с Юкосом, компания уделяла мало внимания геологоразведке.

Сибнефти принадлежит крупнейший и самый современный в России нефтеперерабатывающий завод – Омский НПЗ мощностью 145 млн. баррелей нефти в год, который является единственным НПЗ в Западной Сибири. Сибнефть доминирует на рынке нефтепродуктов Западной Сибири, где ее продукты представлены в 9 регионах. В зависимости от типа продукции и региона Сибнефть контролирует от 40 до 80% розничного рынка нефтепродуктов. В 2003 году Сибнефть начала розничную продажу нефтепродуктов в Санкт-Петербурге и Нижнем Новгороде и продолжила расширять свое присутствие в Московском регионе.

В декабре 2001 года Сибнефть купила 37% пакет акций Московского НПЗ, и в феврале 2002 года начала отгрузку своей нефти. Благодаря покупке доли в МНПЗ Сибнефть укрепила на Московском рынке нефтепродуктов – самом прибыльном региональном рынке России.

В декабре 2002 года путем ряда сделок Сибнефть совместно с ТНК купили 98.97% акций Славнефти. Славнефть – восьмая нефтяная российская компания по объему добычи в 2003 году (132 млн. баррелей). Ее доказанные запасы составляют 2 540 млн. баррелей нефти. Основное добывающее предприятие Славнефти – Мегионнефтегаз – владеет 13 лицензиями на месторождениях Западной Сибири с достаточно высоким качеством запасов. Славнефть контролирует Ярославнефтеоргсинтез и Менделеевский НПЗ в России и владеет 42,58%-ым пакетом Мозырского НПЗ в Белоруссии.

Активы Славнефти еще не поделены между Сибнефтью и ТНК. Мы полагаем, что добывающие активы будут поделены поровну между акционерами согласно неоднократным заявлениям представителей компаний.



— *С 2004 года включая половину добычи Славнефти.

— Источник: данные компании, расчеты ОЛМА

Корпоративное управление

Сибнефть отличается одним из лучших среди российских нефтяных компаний корпоративным управлением. С 2001 года в Совет Директоров компании входят 3 независимых директора.

Для Сибнефти характерен высокий уровень выплаты дивидендов. За 2002 год дивиденды компании составили около 100% от чистой прибыли по стандартам US GAAP, промежуточные дивиденды за 9 месяцев 2003 года составили \$1.2 млрд., или 75% от расчетной чистой прибыли по US GAAP что, скорее всего, связано с планируемым тогда слиянием с Юкосом. Тем не менее, мы полагаем, что Сибнефть в течение ближайших 5-ти лет сохранит достаточно высокий уровень дивидендных выплат (примерно 25% от чистой прибыли).

Сибнефть и Юкос

В апреле 2003 года Сибнефть и Юкос объявили о слиянии своих компаний. Акционеры компаний договорились, что Юкос за \$3 млрд. приобретет у основных акционеров «Сибнефти» 20% минус одна акция (\$3.2 за акцию) и обменяет 26.01% своих акций на 72% бумаг «Сибнефти». В начале сентября эти сделки были завершены.

Компании планировали завершить слияние к концу 2003 года, но в октябре глава Юкоса Михаил Ходорковский был арестован по обвинению в экономических преступлениях. В это же время Министерство по налогам и сборам (МНС) начало налоговые проверки Юкоса и в конце ноября акционеры Сибнефти объявили о приостановке слияния. Тогда стало очевидным, что «развод» компаний неизбежен. В начале февраля 2004 года основные акционеры Юкоса и Сибнефти подписали протокол о сделке, обратной слиянию. Но владельцы компаний до сих пор не завершили зеркальную сделку.

В марте 2004 года МНС предъявило Сибнефти налоговые претензии на сумму \$1 млрд. Налоговые нарушения Сибнефти аналогичны нарушениям Юкоса, который ранее был обвинен МНС в неуплате налогов на сумму \$3.4 млрд. В апреле этого года агентство S&P понизило рейтинги Юкоса и Сибнефти с “BB”- до “CCC” и с “B+” до “B” соответственно, а долгосрочный рейтинг Сибнефти поставило в список Credit Watch с негативным прогнозом.

Мы полагаем, что основной причиной, побудившей акционеров Сибнефти к слиянию с Юкосом, было желание Романа Абрамовича – основного акционера Сибнефти – продать с максимальной доходностью свои российские промышленные активы. Политическое давление на Ходорковского и Юкос, как минимум, отсрочило такую возможность. К концу прошлого года стало очевидным, что Сибнефть отдельно от Юкоса является более привлекательным активом, чем в составе объединенной ЮкосСибнефти.

Акционерная структура

Сибнефть была сформирована в середине 90-х годов в результате нескольких залоговых аукционов подобно Юкосу. Официальная структура акционерного капитала представлена в таблице 2. Но, реально 92% акций компании принадлежит Роману Абрамовичу и его партнерам. С одной стороны, такой собственник, как Абрамович, дает компании хороший административный ресурс, но, с другой стороны, существует вероятность того, что Абрамович может вступить в конфликт с властями и его ждет такая же судьба, как Ходорковского.

В настоящее время доля Абрамовича и его партнеров принадлежит Юкосу, но компании подписали протокол об обратной сделке.

В России акции компании котируются на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) и в РТС. В апреле 1999 года Сибнефть выпустила Американские депозитарные расписки (АДР) первого уровня, программа АДР позволяла разместить в виде АДР до 8.4% акций (соотношение 1:10). По состоянию на 1 января 2003 года в виде АДР было размещено 4.628%. АДР компании торгуются на биржах Нью-Йорка, Лондона, Франкфурта и Берлина.

В течение прошлого года средний дневной объем торгов акциями Сибнефти на всех биржах составил около \$7 млн. (около 2.8 млн. акций).

Таблица 2. Акционерная структура

% уставного капитала	
Deutsche Bank (номинальный держатель)	92.5
Прочие	7.5
Итого	100.0%

___Источник: данные компании, АК&М

Возможная покупка крупного пакета акций Сибнефти западными нефтяными компаниями

В последнее время в прессе постоянно обсуждается возможная продажа основным акционером Сибнефти крупного пакета компании одной из крупных западных нефтяных компаний.

Среди основных кандидатов на покупку называют Royal Dutch/Shell, ShevronTexaco и Total. Каждая из перечисленных нефтяных компаний имеет свои причины для покупки пакета акций Сибнефти. Но, по нашему мнению, наиболее вероятным покупателем является Total. Представители Total неоднократно заявляли о своем намерении купить долю в Сибнефти после завершения развода Сибнефти и Юкоса и снижения нефтяных цен. Согласно публикациям в западной прессе, Total получил предварительное согласие российских властей на покупку доли в Сибнефти.

В настоящий момент нет точной информации о размере пакета, который может быть продан. Мы полагаем, что речь может идти о пакете от 25 до 50%. Мы ожидаем, что цена акций Сибнефти в случае такой покупки будет выше, чем цена, определенная по модели дисконтированных денежных потоков (с премией не менее 15% в зависимости от размера пакета).

Сравнение с зарубежными нефтяными компаниями

Коэффициент P/E у Сибнефти ниже по сравнению с зарубежными нефтяными компаниями, коэффициент EV/EBITDA близок по значению, коэффициент EV/S в два раза выше, чем у зарубежных нефтяных компаний. Но с учетом темпов роста добычи нефти, можно сделать вывод, что компания недооценена по финансовым коэффициентам.

Коэффициенты EV/Запасы and EV/Добыча у Сибнефти гораздо ниже, чем аналогичные коэффициенты зарубежных нефтяных компаний. Это объясняется различной структурой продаж. Сибнефть продает в виде сырой нефти около 48% своей добычи, в то время как большинство публичных зарубежных нефтяных компаний имеют развитую нефтепереработку и нефтехимию, и в основном они продают продукцию с более высокой добавленной стоимостью, чем у Сибнефти.

Таким образом, сравнение с зарубежными нефтяными компаниями показывает недооцененность Сибнефти по финансовым и производственным коэффициентам. Но мы базируем нашу целевую цену акций Сибнефти на модели дисконтированных денежных потоков, так как данная модель, на наш взгляд, лучше отражает особенности бизнеса компании, связанные с высокими ежегодными темпами роста добычи нефти.

Таблица 3. Сравнение с зарубежными аналогами

Компания	Цена	Валюта	Капитализация, \$ млн	Доказанные запасы, млн. бар.	Производство, млн. бар.	EV/Резервы	EV/производство	EV/S	EV/EBIT-DA	P/E
02/06/04										
EXXON MOBIL CORP	43.7	USD	286 564	12 856	918	22.5	314.6	1.17	6.9	13.32
BP PLC	485.5	GBp	192 685	9 165	694	23.4	308.9	0.92	8.5	18.77
TOTAL SA	156.3	EUR	121 566	7 323	606	18.1	218.2	1.12	6.6	15.27
CHEVRONTEX-ACO	91.3	USD	97 667	8 599	660	12.4	161.0	0.87	5.7	13.51
CONOCOPHILLIPS	75.21	USD	51 457	5 137	593	13.5	117.4	0.66	5.5	10.87
SINOPEC	4.98	CNY	42 064	3 257	271	17.9	215.4	1.16	7.6	18.32
PETROBRAS	83	BRL	29 663	9 772	621	5.1	79.7	1.61	4.0	4.52
PETRO-CANADA	59.6	CAD	11 803	796	107	16.3	120.4	1.48	12.5	9.87
Среднее значение						15.2	174.4	1.12	7.19	13.02
Сибнефть	2.60	USD	12 327	4 575	234	3.2	62.9	2.11	6.84	7.5

Расчет целевой цены

Мы построили финансовую модель Сибнефти, на основании которой определили целевую цену компании методом дисконтированных денежных потоков. Прогнозы добычи и капвложений основаны на планах компании и наших оценках. Затраты основаны на фактических результатах за 1 полугодие 2003 года. Мы предполагаем стабильный рост производственных показателей согласно планам компании и нашим оценкам, но российские особенности налогового обложения нефтяных компаний, продолжающееся укрепление рубля и прогнозируемое снижение цен на нефть не позволят компании значительно увеличить свою рентабельность.

С 2004 года мы включили в свою модель половину добычи Славнефти. У нас нет возможности ознакомиться с отчетностью Славнефти по стандартам US GAAP, поэтому мы предполагаем, что структура затрат Славнефти такая же, как и у Сибнефти, из-за примерно одинакового качества запасов нефти обеих компаний.

В нашей модели мы заложили следующие цены на нефть (urals): \$29.5 в 2004, \$26.5 в 2005, и \$23.5 в 2005-2013. В качестве безрисковой ставки мы использовали прогнозируемую на конец года доходность российских евробондов со сроком погашения в 2030 году. Сейчас их доходность составляет 8%, но в связи с общим ростом процентных ставок мы полагаем, что к концу года доходность евробондов достигнет 9.5%.

Кроме того, мы повысили коэффициент бета без учета долга с 1.0 до 1.3 в связи с рисками, связанными с претензиями к компании со стороны налоговых органов. В случае, если данные риски снизятся, то мы, соответственно, скорректируем коэффициент бета в меньшую сторону и повысим нашу целевую цену. В настоящее время без учета рисков (коэффициент бета без учета долга равен 1.0) целевая цена составляет \$4 за акцию.

Мы рекомендуем «Покупать» акции Сибнефти, а наша целевая цена на конец 2004 года составляет \$3.38 за акцию.

Таблица 3. Производственные показатели

Показатели	2002	2003	2004П*	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Добыча, млн. бар.	195.9	233.8	364.3	398.9	430.8	465.3	502.5	517.6	528.0
Экспорт сырой нефти, млн. бар.	79.7	92.7	144.4	158.1	170.7	184.4	199.1	205.1	209.2
Переработка собственными заводами, млн. бар.	117.6	133.5	208.0	227.8	246.0	265.7	287.0	295.6	301.5

___ * Включая половину добычи Славнефти.

___ Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Таблица 4. Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Sales	4 777	6 982	11 185	11 197	10 962	11 781	12 666	13 024	13 270
Продажи сырой нефти внутри России	207	495	495	495	495	495	495	495	495
Экспорт сырой нефти	2 110	2 812	4 763	4 685	4 487	4 846	5 234	5 391	5 498
Продажи продуктов нефтепереработки внутри России	1 566	2 016	3 277	3 406	3 470	3 748	4 048	4 169	4 252
Экспорт нефтепродуктов	828	1 429	2 420	2 381	2 280	2 462	2 659	2 739	2 794
Прочее	66	230	230	230	230	230	230	230	230
Операционные затраты	-460	-682	-1 089	-1 182	-1 252	-1 331	-1 390	-1 409	-1 421
Покупка нефти и нефтепродуктов	-745	-1 105	-1 496	-1 458	-1 417	-1 417	-1 417	-1 417	-1 417
Коммерческие, общехозяйственные и административные	-820	-1 078	-1 727	-1 729	-1 693	-1 819	-1 956	-2 011	-2 049
Налоги (кроме налога на прибыль)	-897	-1 828	-3 355	-3 397	-2 968	-3 465	-3 736	-3 848	-3 927
Затраты на геологоразведочные работы	-15	-15	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Затраты на прочие продажи	-37	-126	-126	-126	-126	-126	-126	-126	-126
Итого затраты	-2 974	-4 834	-7 813	-7 911	-7 476	-8 177	-8 644	-8 831	-8 959
ЕБИТДА	1 803	2 148	3 373	3 285	3 487	3 604	4 022	4 193	4 311
Износ и амортизация	-410	-477	-621	-754	-795	-831	-863	-892	-917
Операционная прибыль (ЕБИТ)	1 393	1 671	2 752	2 532	2 692	2 773	3 159	3 301	3 394
Расходы по процентам	-124	-187	-252	-252	-252	-252	-252	-252	-252
Прибыли по курсовым разницам	4	74	0	0	0	0	0	0	0
Прочие доходы (расходы)	42	612	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налога на прибыль и доли меньшинства	1 315	2 171	2 500	2 280	2 441	2 522	2 907	3 050	3 142
Налог на прибыль	-163	-521	-600	-547	-586	-605	-698	-732	-754
Прибыль до вычета доли меньшинства	1 152	1 650	1 900	1 733	1 855	1 916	2 210	2 318	2 388
Доля меньшинства	9.9	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	1 161	1 650	1 900	1 733	1 855	1 916	2 210	2 318	2 388

___ Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Таблица 5. Отчет о движении денежных средств, \$ млн.

	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	1 161	1 650	1 900	1 733	1 855	1 916	2 210	2 318	2 388
Поправки на неденежные статьи									
Доля меньшинства	-10	0	0	0	0	0	0	0	0
Износ и амортизация	410	477	621	754	795	831	863	892	917
Прочее	0	-443	0	0	0	0	0	0	0
Изменение в рабочем капитале:	-275	-278	-651	73	76	-102	-156	-67	-47
Дебиторская задолженность	-591	-626	-1 194	-3	67	-233	-251	-102	-70
Запасы	-89	-156	-285	-65	-50	-55	-42	-13	-8
Кредиторская задолженность	412	341	624	142	109	120	91	30	18
Налоги к уплате	-6	163	203	-1	-49	65	46	19	13
Операционный денежный поток	1 286	1 406	1 870	2 559	2 726	2 645	2 917	3 142	3 258
Капвложения	-941	-1 025	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126
Включение активов Славнефти			-1 429						
Изменение инвестиций	9	-250	1429	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-932	-1 275	303	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126
Изменение долга	1 314	385	0	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	-1 098	-1 091	-1 235	-475	-433	-464	-479	-552	-579
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Финансовый денежный поток	215	-706	-1 235	-475	-433	-464	-479	-552	-579
Чистое увеличение денежных средств	569	-575	938	958	1 166	1 056	1 312	1 464	1 552
Денежные средства на начало периода	52	621	46	984	1 942	3 109	4 164	5 476	6 940
Денежные средства на конец периода	621	46	984	1 942	3 109	4 164	5 476	6 940	8 492

Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Таблица 6. Баланс, \$ млн

	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
АКТИВЫ									
Текущие активы									
Денежные средства и их эквиваленты	621	248	984	1 942	3 109	4 164	5 476	6 940	8 492
Краткосрочные финансовые вложения	49	0	0	0	0	0	0	0	0
Дебиторская задолженность, чистая	1357	1983	3177	3180	3114	3346	3598	3699	3769
Запасы	322	478	763	828	877	932	974	987	995
Прочие текущие активы	31	36	36	36	36	36	36	36	36
Итого текущие активы	2 380	2 745	4 960	5 986	7 136	8 478	10 083	11 662	13 293
Инвестиции									
Основные средства	3 853	4 401	6 336	6 708	7 040	7 335	7 598	7 832	8 041
Прочие внеоборотные активы	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Итого активы	7 548	9 333	12 054	13 452	14 933	16 571	18 439	20 252	22 091
Обязательства и собственный капитал									
Текущие обязательства									
Краткосрочные кредиты и займы	579	972	972	972	972	972	972	972	972
Кредиторская задолженность	706	1 047	1 672	1 814	1 922	2 042	2 133	2 163	2 181
Обязательства по уплате налогов	134	297	501	499	450	515	561	580	592
Прочие краткосрочные обязательства	22	124	124	124	124	124	124	124	124
Итого текущие обязательства	1 441	2 441	3 268	3 409	3 468	3 653	3 790	3 839	3 869
Долгосрочный займы и кредиты	1 658	1 650	1 650	1 650	1 650	1 650	1 650	1 650	1 650
Прочие долгосрочные обязательства	157	325	325	325	325	325	325	325	325
Итого обязательства	3 257	4 416	5 244	5 384	5 443	5 629	5 766	5 814	5 844
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Собственный капитал									
Акционерный капитал	2 726	2 725	2 725	2 725	2 725	2 725	2 725	2 725	2 725
Нераспределенная прибыль	1 565	2 193	4 086	5 344	6 765	8 218	9 949	11 714	13 522
Итого собственный капитал	4 292	4 918	6 811	8 068	9 490	10 943	12 673	14 439	16 247
Итого обязательства и собственный капитал	7 548	9 333	12 054	13 452	14 933	16 571	18 439	20 252	22 091

Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Таблица 7. Расчет методом дисконтирования денежных потоков, \$млн.

	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
ЕВИТ*(1-налог на прибыль)	1 270	2 092	1 924	2 046	2 108	2 401	2 509	2 579
Износ и амортизация	477	621	754	795	831	863	892	917
Капвложения	-1 025	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126	-1 126
Изменения в рабочем капитале	-278	-651	73	76	-102	-156	-67	-47
Свободный денежный поток (СДП)	444	935	1624	1791	1711	1982	2208	2323
Дисконтированный свободный денежный поток (ДСДП)		935	1411	1352	1122	1129	1093	999
Текущая стоимость СДП	8 040							
Темп роста в постпрогнозном периоде, %	5							
Текущая стоимость постпрогнозного периода	10 378							
Долг	2 622							
Денежные средства и их эквиваленты	248							
Доля меньшинства	0							
Итого стоимость собственного капитала	16 043							
Целевая цена, \$	3.38							

___Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Таблица 7. Средневзвешенная стоимость капитала

Долг, \$ млн	2 622
Текущая цена акции, \$	2.60
Рыночная капитализация, \$ млн.	12 327
Рыночная капитализация плюс долг, \$ млн.	14 949
Долг / Капитал	18%
Посленалоговая стоимость долга	6.0%
Безрисковая ставка (2030 РФ Евро-бонды)	10%
Премия за риск инвестирования в российские акции	5%
Ожидаемая рыночная доходность	15%
Бета, без учета долга	1.3
Бета, с учетом долга	1.5
Премия за риск	7.55%
Стоимость собственного капитала	17.05%
WACC	15.1%

___Источник: Данные компании, расчеты ОЛМА

Допущения, сделанные в модели

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Комментарий	
Макроэкономические данные														
Средний курс \$, руб.	31.35	30.7	29.7	30.7	32.1	33.0	34.3	36.0	37.8	39.7	41.6	43.7	Курс 2004-2006 основан на CPI и реальном укреплении курса рубля. С 2007 реальное укрепление курса рубля равно 0%.	
Курс \$ на конец года, RUR	31.78	29.45	29.84	31.63	32.58	33.42	35.09	36.85	38.69	40.63	42.66	44.79		
Индекс потребительских цен (CPI), %	15.1%	12.0%	10.0%	8.5%	7.5%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	До 2007 года основан на прогнозе Минэкономразвития, затем на наших предположениях	
Индекс цен производителей (PPI), %	17.1%	13.1%	10.7%	9.1%	7.7%	6.1%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	В 2004-2010 годах PPI основан на CPI, изменении энерготарифов и тарифов на газ. С 2011 PPI равен CPI.	
Средние цены на нефть, \$/бар														
Brent	24.97	28.85	31.0	28.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0		
Urals	23.7	27.1	29.5	26.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5		
Цены на нефтепродукты на внутреннем рынке, \$/тонна	120.0	155.18	161.9	153.7	145.0	145.0	145.0	145.0	145.0	145.0	145.0	145.0		
Тарифы Транснефти, темпы роста, %	23.5%	5.4%	8.62%	9.08%	7.68%	6.07%	5.19%	5.19%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	С 2005 года изменяется вместе с PPI	
Прогноз отчета о прибылях и убытках														
Продажи нефти и нефтепродуктов	Изменяются вместе с изменением цен на нефть и нефтепродукты													
Операционные затраты	80% операционных затрат (материалы, услуги, энергозатраты) зависят от PPI и 20% (зарплата) зависят от CPI. 70% операционных затрат – постоянные и 30% - переменные в зависимости от объемов производства.													
Покупка нефти и нефтепродуктов	Изменяется вместе со средними ценами на Urals													
Транспортные расходы	Изменяется вместе с темпом роста добычи и тарифами Транснефти													
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	Изменяются вместе с выручкой													
Налоги														
НДПИ, \$/тонна	347*(Urals \$/бар.-8)/252 ¹			400*(Urals \$/бар.-8)/252 ²			16.5% от стоимости сырой нефти						Расчет основан на существующем законодательстве и на новой формуле расчета, предложенной Минфином	

Экспортные пошлины на сырую нефть, \$/тонна	22.12	31.77	38.67 ³ / 50.55 ⁴	36.32	24.28	24.28	24.28	24.28	24.28	24.28	24.28	24.28	До 01.07.04 экспортные пошлины основаны на существующей шкале расчета пошлин. С 01.07.04 экспортные пошлины основаны на новой шкале, предложенной Минфином.
Акцизы	Предполагаем, что акцизы в прогнозный период составляют такую же долю от выручки от продажи нефтепродуктов на внутреннем рынке, как и в последнем году, по которому имеется отчетность.												
Налог на имущество	2% среднегодовой остаточной стоимости основных средств, нематериальных активов и запасов.		2.2% от среднегодовой остаточной стоимости основных средств										
Налог на прибыль	24%												

¹ - Основано на существующей формуле расчета налога.

² - Основано на новой формуле расчета налога, предложенной Минфином.

³ - Основано на существующей шкале экспортных пошлин.

⁴ - Основано на новой шкале пошлин, предложенной Минфином.

Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-095-960-3121
www.olma.ru

Зам. ген. директора:

Боб Сахаров, 7-095-960-3121, bob@olma.ru

Нач. управления торговых операций:

Алексей Быстров, 7-095-960-3121, alex@olma.ru

Нач. отдела продаж:

Дмитрий Лобанов, 7-095-299-4273, lobanov@olma.ru

Нач. управления клиентских отношений:

Виктор Моисеенко, 7-095-299-9756, viktorM@olma.ru

Информационно-аналитическое управление

Нач. информационно-аналитического управления:

Владимир Детинич, 7-095-960-3121, dva@olma.ru

Экономика, Электроэнергетика:

Ольга Беленькая, 7-095-960-3121, boi@olma.ru

Нефть и газ:

Татьяна Кобрина, 7-095-960-3121, ktg@olma.ru

Химия:

Мария Братчикова, 7-095-960-3121, mariaB@olma.ru

Металлы:

Павел Полухин, 7-095-960-3121, pavelP@olma.ru

© 2004 Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Настоящая информация предназначается исключительно для сведения клиентов ИФ “ОЛМА”. Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ “ОЛМА” ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ “ОЛМА” не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ “ОЛМА”, ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ “ОЛМА”, ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ “ОЛМА”.