

Газпром нефть

Риски нивелируют высокие денежные потоки

- **Газпром нефть по итогам минувшего года является самой рентабельной нефтяной компанией, способной генерировать высокие денежные потоки.** Судя по опубликованным промежуточным результатам, благодаря позитивной конъюнктуре рынка и сбалансированной производственной структуре компании удается демонстрировать лучшие результаты в отрасли.
- **Последние приобретения должны повысить стоимость.** Несмотря на то что мы считаем сумму, уплаченную компанией за 50 % Томскнефти слишком высокой мы полагаем, что данное приобретение увеличит денежные потоки компании. Достижение договоренностей о совместном управлении Московским НПЗ с Sibir Energy увеличат размеры бизнеса Газпром нефти
- **Мощное ралли в конце минувшего года свело потенциал к минимуму.** В 4-м квартале минувшего года когда капитализация компании взлетела более чем на 50 %, в то время как индекс РТС прибавил лишь 11 %. Мы полагаем, что это связано с сочетанием ряда факторов: слухами о приобретении новых запасов, позитивными результатами за полугодие, привлекательной оценкой компании и невысокой ликвидностью вторичного рынка.
- **Риски мажоритарного акционера нивелируют высокие денежные потоки.** Будущее компании в свете возможной передачи Газпромом лицензий на нефтяные месторождения выглядит туманным: не исключен вариант, при котором Газпром сначала сделает компанию непубличной и только после этого передаст ей лицензии на месторождения, что несет в себе риски принудительного выкупа миноритарных долей.
- **Мы пересмотрели нашу модель оценки Газпром нефти. Новая рекомендация – «держать».** Несмотря на то что Газпром нефть в данный момент торгуется с весьма привлекательным коэффициентом Стоимость бизнеса/ЕБИТДА 08, мы полагаем, что в значительной степени потенциал роста котировок уже исчерпан. Мы повышаем оценку целевой стоимости акций Газпром нефти с \$ 5.41 до \$ 5.99.
- **Новые приобретения зарубежом должны быть позитивно восприняты рынком.** Мы полагаем, что готовящаяся в данный момент сделка по приобретению Газпром нефтью контрольного пакета в сербской NIS может стать поводом для пересмотра наших оценок, поскольку она откроет для компании розничный рынок Европы и даст доступ к новым мощностям по нефтепереработке.

Акции

Нефть и газ

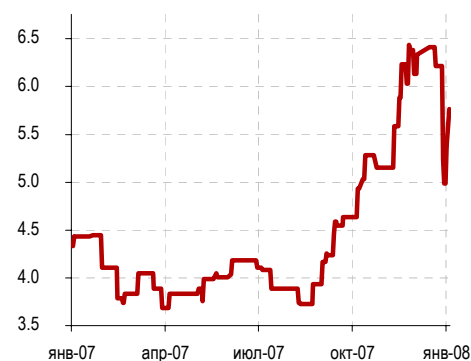
Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	SIBN
Цена акции \$	5.78
Капитализация млн. \$	27 405
EV млн. \$	29 951
Целевая цена \$	5.99
Потенциал %	4%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2006	2007 О	2008 П
Выручка	20 172	21 031	23 554
ЕБИТДА	5 168	6 073	5 596
Прибыль	3 661	4 311	3 872
EV/ЕБИТДА	5.79	4.93	5.35
EV/S	1.48	1.42	1.27
P/E	7.49	6.36	7.08
Рентабельность			
По ЕБИТДА	25.6%	28.9%	23.8%
Чистая	18.1%	20.5%	16.4%

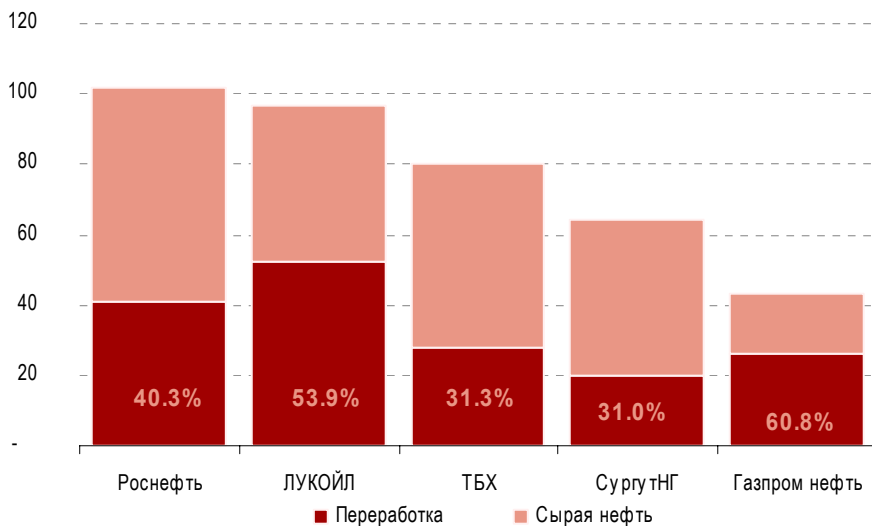
Акционеры

	Доля%
Газпром	75.7%
Eni и Enel	20.0%
Прочие	4.3%

Последние результаты и пересмотр прогнозов

В последние несколько месяцев Газпром нефть находилась в центре событий, которые отразились на оценке компании рынком. Во-первых, на фоне довольно слабых результатов, которые продемонстрировали большинство нефтяных компаний по итогам 1-го полугодия и 3-го квартала минувшего года, «дочке» Газпрома удалось вновь показать высокие денежные потоки. Мы полагаем, что это во многом связано с весьма сбалансированной производственной структурой – по доле переработки нефти в добыче Газпром нефть является абсолютным лидером в России:

Производственная структура российских НК в 2007 г., млн т.



Источник: данные компаний, оценки Банка Москвы

Как можно видеть из приведенного выше графика, в настоящий момент структура Газпром нефти в значительной степени смещена в сторону более маржинального сегмента нефтепереработки: при среднем уровне обеспеченности перерабатывающими мощностями по пяти вертикально интегрированным холдингам в 43 %, «дочка» Газпрома перерабатывает свыше 60 % (с учетом доли в добыче Славнефти).

Оценивая последние опубликованные финансовые результаты нефтяных компаний по итогам 3-го квартала, можно констатировать тот факт, что Газпром нефть сохранила за собой лидерство по уровню рентабельности: по нашим оценкам, если «дочка» Газпрома в январе-сентябре прошлого года с барреля добычи получала около \$ 23.2, то показатель ЛУКОЙЛа за аналогичный период составил лишь \$ 18.2, а у Роснефти – \$ 15.1. Кроме того, стоит отметить высокое качество денежных потоков, поскольку показатель чистого операционного денежного потока у Газпром нефти вновь оказался самым высоким в отрасли, в то время как лидеры – ЛУКОЙЛ и Роснефть – по разным причинам продемонстрировали гораздо более низкие удельные потоки от операций.

Мы полагаем, что во многом опережающая динамика котировок Газпром нефти в 4-м квартале минувшего года, когда капитализация компании взлетела более чем на 50 %, при том что индекс РТС прибавил лишь 11 %, объясняется именно переоценкой инвесторами финансового положения компании на основе результатов за 1-е полугодие. В то же время, рынок практически никак не отреагировал на весьма сильные результаты за 3-й квартал. Соответственно, можно предполагать, что столь выдающаяся динамика котировок стала возможной не только благодаря денежным потокам, но и слухам: рынок ожидал передачи Газпром нефтью лицензий на свои месторождения, однако ресурсная база Газпром нефти была увеличена за счет приобретения 50 % Томскнефти. Событие, безусловно, позитивное, однако, в нашем представлении, цена, которая была заплачена за половину компании, в полной мере отражает возможные выигрыши Газпром нефти от данной инвестиции.

Среди других событий последних месяцев, связанных с Газпром нефтью, стоит отметить достижение мирового соглашения с Sibir Energy относительно управления Московским НПЗ, а также заметное продвижение в переговорах с Сербией о приобретении нефтеперерабатывающего комплекса NIS.

С учетом последних финансовых результатов и приобретений, мы скорректировали нашу модель оценки стоимости Газпром нефти. В результате целевая цена была повышена на 11 % до \$ 5.99 за акцию. Впрочем, с учитывая недавний взлет котировок, мы сохраняем рекомендацию по бумагам Газпром нефти на уровне «держать».

Компания

Газпром нефть является пятой по величине российской нефтяной компанией с годовым объемом добычи на уровне около 33 млн т нефти.

Доказанные запасы по методике SPE оцениваются в 3.83 млрд бар. нефти. Крупнейшее добывающее подразделение Газпром нефти – Ноябрьскнефтегаз – располагает крупнейшими месторождениями компании и добывает более 60 % нефти. В 2000-2003 гг. темпы роста добычи Газпром нефти измерялись двухзначными цифрами, однако в последние годы из-за агрессивных методов наращивания добычи и недоинвестирования добыча компании начала сокращаться.

Основным нефтеперерабатывающим активом Газпром нефти является Омский НПЗ текущей мощностью 19.5 млн т в год. Завод является одним из самых современных в России – глубина переработки нефти составляет 84.5 % при среднем уровне в России около 70 %. Компания также владеет 38.83 % акций Московского НПЗ и имеет доступ к НПЗ Славнефти – Ярославнефтеоргсинтезу. Компания обладает крупной сетью АЗС в России, которая насчитывает около 841 собственных станций, из которых более 780 активны, а также порядка 30 джобберских АЗС и 110 нефтебаз. В дальнейшем компания рассчитывает заметно расширить собственную сеть АЗС за счет разделения сети Славнефти, в частности Ярославнефтепродукта.

В 2002 г. компания совместно с ТНК стала владельцем Славнефти, которая добывает около 22 млн т нефти. По нашим оценкам, в 2003-2006 гг. Газпром нефть получила от Славнефти в виде дивидендов и распределения прибыли около \$ 2.5 млрд.

Прежние владельцы Газпром нефти неоднократно пытались продать компанию – в 2003 г. из-за ареста Михаила Ходорковского была сорвана сделка по слиянию с ЮКОСом. С тех пор у ЮКОСа осталось 20 % акций Сибнефти, за которые он в свое время заплатил \$ 3 млрд.

В конце сентября 2005 г. Газпром подписал соглашение с Millhouse Capital о покупке 72.6 % акций Сибнефти за \$ 13.09 млрд. С учетом купленных ранее 3 % акций у дочернего Газпромбанка газовая монополия получила более 75 % акций Сибнефти.

В начале 2006 г. после перехода компании к Газпрому прежнее название «Сибнефть» было заменено на «Газпром нефть». В начале 2007 г. в рамках аукционов по продаже активов ЮКОСа обладателем 20 % акций Газпром нефти стал консорциум итальянских компаний Eni и Enel. На открытом рынке обращается менее 5 % акций Газпром нефти.

Производство

Как уже было сказано выше, основным добывающим подразделением компании является Ноябрьскнефтегаз, который выступал флагманом роста добычи Газпром нефти (тогда еще Сибнефти) в 2001-2004 гг. Однако, как можно видеть на приведенном ниже графике, применение агрессивных методов увеличения добычи имело весьма краткосрочный эффект, и уже к середине 2004 г. среднесуточный дебит скважин Газпром нефти достиг максимума, после чего началось снижение, продолжающееся и сейчас:

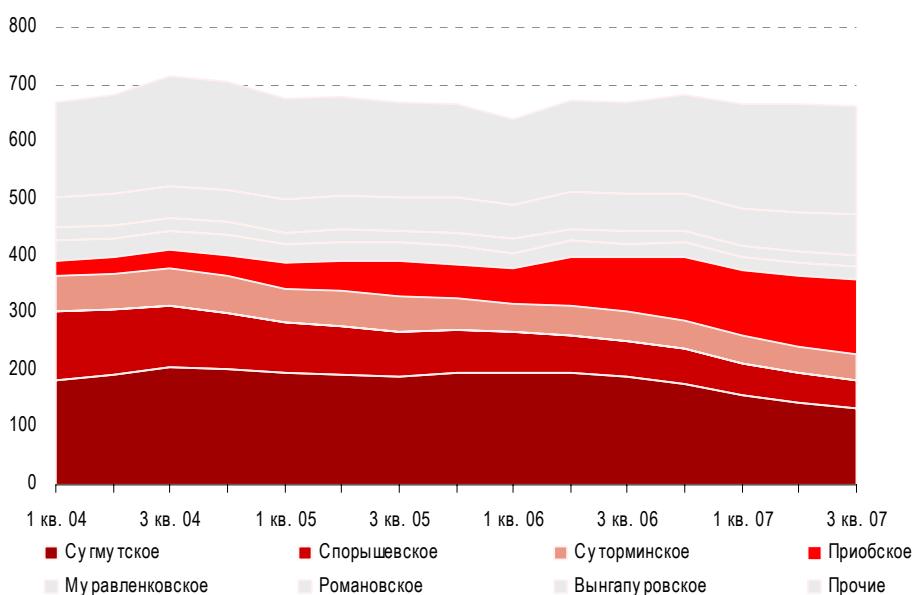
Дебит скважин Газпром нефти, т/сут



Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Причиной снижения среднего дебита скважин стал резкий рост обводненности, что, безусловно, отразилось на себестоимости добычи. Впрочем, стоит отметить, что даже после столь заметного снижения среднесуточного дебита его уровень остается одним из самых высоких в отрасли и гораздо выше среднеотраслевого значения в 10-11 тонн в сутки.

Добыча Газпром нефти по месторождениям, тыс. барр/сут

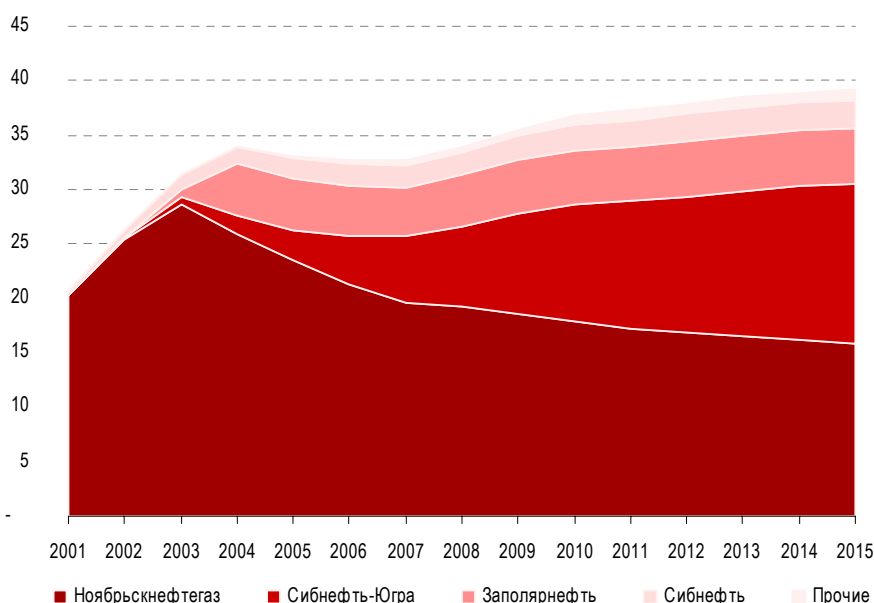


Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Анализ динамики добычи Газпром нефти в разрезе месторождений позволяет заметить, что абсолютное сокращение добычи в целом по компании, которое было отмечено в последние два года, было бы гораздо более существенным, если бы не бурный рост добычи на Приобском месторождении: за четыре года добыча компании на трех крупнейших месторождениях – Сугмутском, Спорышевском и Суторминском – сократилась более чем на 37 % до 230 тыс. бар. в сутки, однако это было практически полностью компенсировано за счет увеличения добычи за период на Приобском месторождении более чем в 5 раз до 130 тыс. бар. в сутки.

В дальнейшем мы ожидаем, что Приобское месторождение (оператором является Газпромнефть-Хантос, которая оказывает Сибнефть-Югре услуги по добыче нефти на этом участке) останется центром роста добычи Газпром нефти, в то время как на месторождениях Ноябрьскнефтегаза компании в лучшем случае удастся существенно замедлить темпы снижения.

Прогноз добычи Газпром нефти (млн тонн)



Источник: ЦДУ-ТЭК, данные компании, оценки Банка Москвы

Таким образом, в целом по компании мы ожидаем весьма умеренных темпов роста добычи и достижения к 2015 г. уровня в 40 млн т (порядка 800 тыс. барр/сутки).

Впрочем, помимо собственных месторождений, Газпром нефть на паритетных началах с ТНК-ВР владеет Славнефтью, что заметно увеличивает ресурсную базу, как по сырой нефти, так и по возможностям ее переработки. Приобретение половины Томскнефти у Роснефти и разделение ее денежных потоков по аналогичному со Славнефтью принципу также расширяет ресурсную базу компании.

Приобретение 50 % Томскнефти

В самом конце минувшего года Газпром нефть закрыла сделку по приобретению у Роснефти половины Томскнефти. По данным источников, близких к сделке, совместное управление компанией и разделение товарных потоков планируется начать с 1 февраля.

В своей отчетности за 3-й квартал Роснефть раскрыла сумму сделки с Газпром нефтью – 50 % Томскнефти были проданы за 88.181 млрд руб. (\$ 3.6 млрд), таким образом, вся Томскнефть была оценена в \$ 7 млрд. Стоит отметить, что Роснефти удалось неплохо заработать на данной сделке – в мае она приобрела лот № 10 в рамках процедуры банкротства ЮКОСа за \$ 7.6 млрд, куда помимо Томскнефти вошли нефтеперерабатывающие и сбытовые активы, которые можно оценить в \$ 2.5-3 млрд. Таким образом, непосредственно Томскнефть досталась Роснефти за \$ 4.5-5 млрд (спустя полгода этот актив был оценен уже на 40 % дороже).

Согласно данным компании «ДеГольер энд МакНотон», на 31 декабря 2006 г. Томскнефть владела доказанными запасами углеводородов в размере 0.98 млрд бар. нефтяного эквивалента, включая доказанные запасы нефти в размере около 0.89 млрд бар. (121 млн т) и доказанные запасы газа в размере около 14.91 млрд куб. м. Доказанные и вероятные запасы Томскнефти составляют 1.53 млрд бар. нефтяного эквивалента, включая запасы нефти в размере около 1.38 млрд бар. (180 млн т) и запасы газа в размере около 25.29 млрд куб. м.

В 2006 г. году добыча компании составила 11.6 млн т (около 232 тыс. барр/сут), а по итогам этого года ожидается на уровне 11.4 млн т (229 тыс. барр/сут). В ближайшие годы компания рассчитывает увеличить добычу до 13-14 млн т, а в дальнейшем, возможно, вернется к максимальному уровню добычи в 17 млн т, который был достигнут по итогам 2004 г.

Динамика добычи Томскнефти, млн барр/сутки



Источник: ЦДУ-ТЭК, данные компании, оценки Банка Москвы

Исходя из заявленной суммы сделки, стоимость Томскнефти была оценена по мультипликаторам «стоимость бизнеса/доказанные запасы» и «стоимость бизнеса/добыча» на уровне \$ 7.1 и \$ 83 на баррель соответственно, что заметно выше среднеотраслевого уровня по запасам и совпадает с оценкой по добыче.

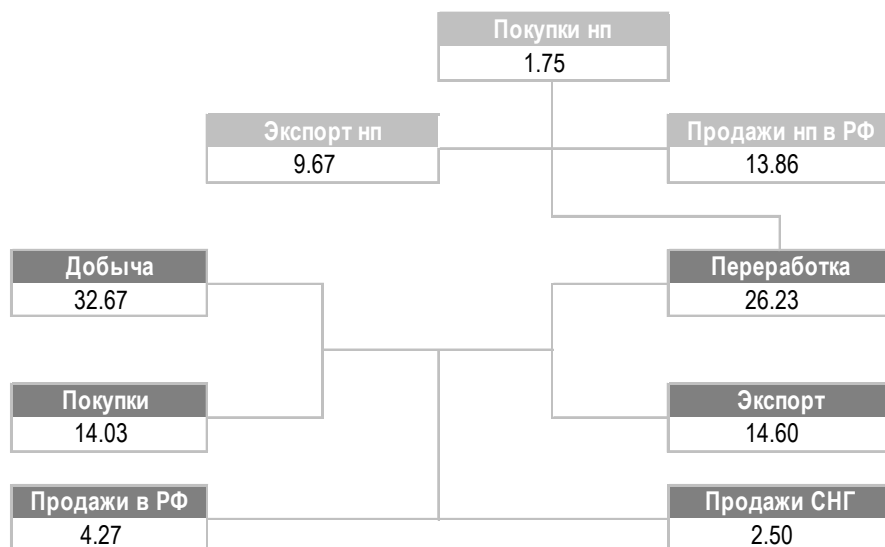
Мы полагаем, что оценка Томскнефти в рамках сделки с Роснефтью является более чем адекватной и, по всей видимости, учитывает возможный потенциал восстановления прежних уровней добычи в ближайшие годы.

Принцип совместного управления Томскнефтью и разделение ее товарных потоков в нашем понимании весьма привлекателен для Газпром нефти, поскольку на существующем примере

Славнефти можно убедиться, что большая часть маржи нефтедобычи изымается в пользу основных владельцев, что, в свою очередь, увеличивает их денежные потоки.

В связи с приобретением компанией доли в Томскнефти мы пересмотрели структуру товарных потоков Газпром нефти, что отразилось на модели оценки ее стоимости.

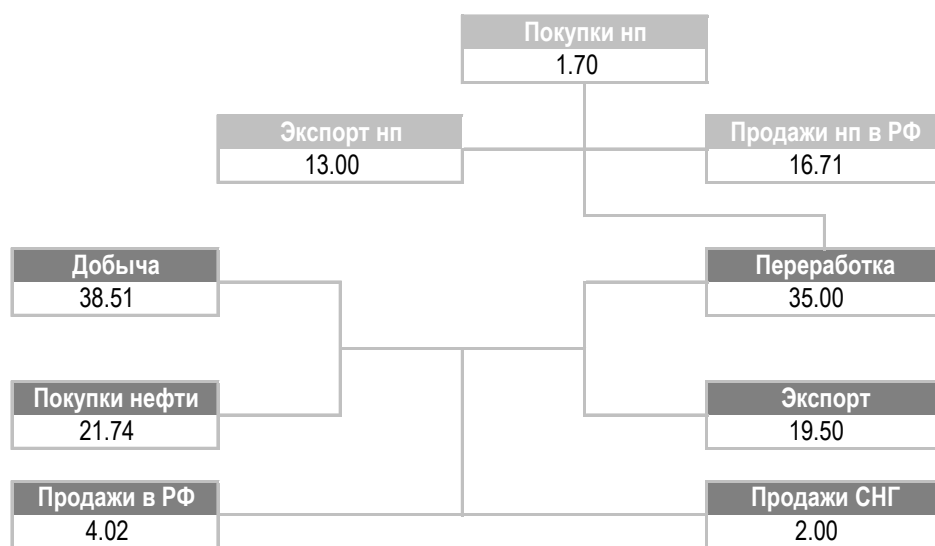
Модель товарных потоков Газпром нефти в 2007 г. (млн тонн)



Источник: ЦДУ-ТЭК, данные компании, оценки Банка Москвы

Мы полагаем, что с приобретением половины Томскнефти и достижением мирового соглашения с МНГК, Газпром нефть постарается максимально увеличить нефтепереработку на собственных и сторонних заводах, однако в любом случае у компании заметно вырастет объем реализации сырой нефти, а доля нефтепереработки в производственной структуре незначительно сократится:

Модель товарных потоков Газпром нефти в 2013 г., млн тонн



Источник: ЦДУ-ТЭК, данные компании, оценки Банка Москвы

Объем закупок сырой нефти в ближайшие годы заметно увеличится, в основном за счет получения товарных потоков Томскнефти. В то же время, текущий уровень загрузки мощностей по нефтепереработке позволит увеличить ее объемы не столь существенно. Вполне возможно, что ситуация улучшится в случае приобретения сербской NIS, однако поскольку в данный момент сделка еще не завершена, мы не стали включать NIS в нашу модель оценки Газпром нефти.

NIS занимается переработкой нефти и сбытом нефтепродуктов. Компании принадлежат два НПЗ в городах Панчево и Нови-Сад общей мощностью 160 тыс. бар. нефти в сутки (около 7.5 млн т в год). NIS также владеет более 500 автозаправочными станциями, что составляет около 70 % розничного топливного рынка Сербии. Кроме того, у холдинга есть добывающее подразделение NIS-Naftogas с годовым объемом добычи в 0.7 млн т, а также подразделение, занимающееся транспортировкой и маркетингом сжиженного нефтяного газа.

Мы полагаем, что данное приобретение может улучшить производственную структуру Газпром

нефти и даст компании доступ на новые рынки, что должно позитивно отразиться на стоимости ее бизнеса.

Отношения с Газпромом

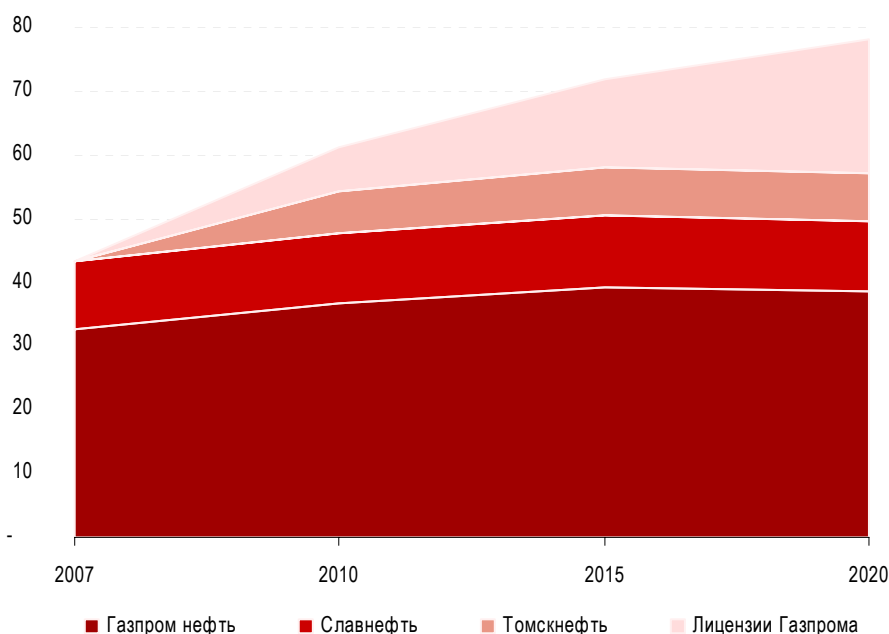
Несмотря на то что многие инвесторы уже закладывают в модель оценки Газпром нефти будущую передачу нефтяных месторождений Газпрома, мы полагаем, что этот вопрос не является решенным, прежде всего, по форме. Судя по последним заявлениям высшего менеджмента Газпром нефти, ясности в механизмах передачи ресурсной базы нет.

Мы предполагаем, что в ближайшие годы лицензии на нефтяные месторождения останутся на балансе Газпрома, а Газпром нефть выступит оператором по их разработке, т. е. будет зарабатывать на предоставлении услуг по добыче углеводородов, а не распределять товарные потоки. В перспективе двух-трех лет руководство Газпром нефти рассчитывает на передачу лицензий на свой баланс.

В нашем понимании, именно передача лицензий на баланс Газпром нефти может нести наибольшие риски для миноритарных акционеров: во-первых, перед внесением лицензий Газпром может провести принудительный выкуп акций у миноритариев после приобретения 20 % акций, которые на данный момент принадлежат СП Eni и Enel; во-вторых, вполне возможно, что в рамках передачи лицензий на баланс их оценка будет завышена, что приведет к размытию долей миноритариев.

В связи с сохранением неопределенности вокруг судьбы нефтяных лицензий Газпрома мы не учитываем их в нашей модели оценки Газпром нефти, однако отмечаем, что доведение совокупной добычи Газпром нефтью (с учетом долей в Славнефти, Томскнефти и лицензий Газпрома) к 2020 г. до 80 млн т в год выглядит вполне реалистичным сценарием:

Прогноз консолидированной добычи Газпром нефти (млн тонн)



Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

При этом стоит отметить, что менеджмент Газпром нефти оценивает возможный объем капвложений до 2020 г. в увеличение добычи в размере \$ 3-4 млрд ежегодно, что в совокупности предполагает инвестиции в \$ 40-50 млрд, или в среднем на уровне \$ 7-8 на баррель добычи в год, что заметно скромнее нашей оценки, заложенной в модели – мы оцениваем совокупный объем инвестиций в ближайшие пять лет в размере \$ 15 млрд, или в среднем около \$ 9.5 на баррель добычи ежегодно.

Помимо существования неясности в отношении лицензий, нерешенным остается вопрос статуса Газпром нефти – станет ли компания непубличным подразделением Газпрома и потеряет самостоятельность, или же, напротив, в дальнейшем Газпром сократит свою долю участия в компании в пользу сторонних акционеров, что позволит Газпром нефти привлечь дополнительные ресурсы на развитие.

В нашем понимании, второй вариант все же более вероятен, поскольку Газпром нефти будет не под силу профинансировать столь масштабную инвестпрограмму только за счет собственных средств и долгового финансирования. Очевидно, что подобный вариант более предпочтителен и для фондового рынка, поскольку позволит сохранить еще одного крупного эмитента.

В любом случае, итоговый сценарий развития событий остается за Газпромом, что создает определенные риски для миноритарных акционеров Газпром нефти.

Последние финансовые результаты

В минувшем году Газпром нефть впервые опубликовала квартальную отчетность по US GAAP, что мы расцениваем как весьма позитивное событие, поскольку это заметно повышает прозрачность компании и улучшает качество прогнозов. Базируясь на опубликованных данных за полугодие и 9 месяцев минувшего года, можно проследить ряд тенденций, в том числе и общеотраслевых:

Результаты Газпром нефти по US GAAP

\$ млн	1 пол. 06	3 кв. 06	9 мес. 06	1 пол. 07	3 кв. 07	9 мес. 07
Выручка	10 123	5 408	15 531	9 243	5 434	14 677
Покупки нефти и нп	2 195	927	3 122	1 424	1 127	2 551
Операционные расходы	679	575	1 254	1 012	747	1 759
на баррель добычи, \$	5.74	9.53	7.02	8.45	12.51	9.80
Комм и адм расходы	917	417	1 334	1 064	249	1 313
Амортизация	455	284	739	508	312	820
Экспортные пошлины	2 193	1 283	3 476	1 572	806	2 378
Прочие налоги	1 492	833	2 325	1 395	899	2 293
Прочие расходы	23	22	44	66	158	223
Расходы	7 960	4 334	12 294	7 041	4 297	11 338
Операционная прибыль	2 163	1 074	3 237	2 202	1 137	3 339
Маржа, %	21.4	19.9	20.8	23.8	20.9	22.8
ЕБИТДА	2 618	1 358	3 976	2 710	1 449	4 159
Маржа, %	25.9	25.1	25.6	29.3	26.7	28.3
на баррель добычи, \$	22.2	22.5	22.3	22.6	24.3	23.2
Чистая прибыль	1 793	1 026	2 819	1 862	957	2 819
<u>Справочно</u>						
Добыча, млн т	16.1	8.2	24.4	16.4	8.1	24.5
Экспорт нефти, млн т	9.0	4.3	13.4	7.5	3.4	14.2
Экспорт нефтепрод, млн т	5.4	2.8	8.2	5.3	2.3	9.9
Цена Urals, \$	61.1	65.7	62.6	59.4	72.7	66.8
очищенная цена Urals, \$	36.7	36.9	36.8	32.3	39.5	36.3

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Из представленной выше таблицы следует, что Газпром нефти удается удерживать уровень маржи на баррель добычи стабильно высоким, несмотря на довольно волатильную конъюнктуру рынка нефти и сохраняющуюся высокую отраслевую инфляцию.

Определенную настороженность вызывает тот факт, что операционные расходы Газпром нефти в 3-м квартале минувшего года выросли на 31 % относительно аналогичного периода 2006 г. Впрочем, основной рост расходов пришелся на 1-е полугодие – согласно отчетности, операционные расходы в 1-м полугодии выросли сразу на 47 %. В результате по итогам трех кварталов минувшего года темпы роста оказались скромнее, однако по-прежнему высоки: почти 40 %.

Несмотря на рост расходов на добычу и переработку, Газпром нефти удается успешно контролировать коммерческие и административные издержки, которые, благодаря заметному сокращению в 3-м квартале минувшего года, по итогам девяти месяцев практически не изменились, что позволило в значительной степени компенсировать рост операционных расходов.

Одной из особенностей функционирования компании в минувшем году было разделение экспортных потоков сырой нефти – часть нефти компания поставляла на экспорт через неконсолидируемого посредника, что в итоге отразилось на размерах экспортной выручки и расходов по экспортным пошлинам. В результате средние цены реализации на экспорт оказались ниже средних цен на смесь Urals. Компания рассматривает работу через посредника в минувшем году как одновременное событие и в дальнейшем намерена осуществлять экспортные поставки напрямую:

Структура экспорта Газпром нефти в 2007 г.

	1 пол. 07	3 кв. 07	4 кв. 07	2007
Экспорт нефти млн. т	7.46	3.39	3.75	14.60
напрямую	6.05	2.49	3.12	11.66
через посредника	1.41	0.90	0.62	2.93
Средняя цена реализации нефти на экспорт, \$/барр	55.6	64.5	80.0	64.7
Средняя цена Urals, \$/барр	60.3	72.3	85.9	69.4

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Профильные инвестиции

По нашим оценкам, в настоящий момент профильные инвестиции Газпром нефти составляют не менее 38 % от совокупной стоимости бизнеса компании: в первую очередь речь идет о долях в Славнефти, Томскнефти и Московском НПЗ, чью совокупную стоимость мы оцениваем в более чем \$ 10 млрд.

Стоимость профильных инвестиций Газпром нефти

Добыча	Доля, %	Добыча, млн барр/сут	Запасы, млн барр	Оценка, млн \$		Сводная оценка, млн \$	Доля Газпром нефти, млн \$
				Добыча	Запасы		
<u>Славнефть</u>	<u>49.90</u>					<u>13 665</u>	<u>6 819</u>
<i>Добыча</i>						<i>11 005</i>	<i>5 491</i>
<i>Переработка</i>						<i>2 660</i>	<i>1 327</i>
<u>Томскнефть</u>	<u>50</u>	<u>0.23</u>	<u>980</u>	<u>8 078</u>	<u>4 283</u>	<u>5 801</u>	<u>2 900</u>
Переработка		Мощность, млн твг	Переработка, млн твг	Оценка, млн \$		Сводная оценка, млн \$	Доля Газпром нефти, млн \$
				Мощность	Переработка		
<u>МНПЗ</u>	<u>38.83</u>	<u>12.0</u>	<u>10.0</u>	<u>2 400</u>	<u>1 992</u>	<u>2 196</u>	<u>1 098</u>
Всего активы							10 817

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Как следует из приведенной выше таблицы, мы оцениваем стоимость Славнефти в \$ 13.7 млрд, из которых более \$ 11 млрд приходится на сегмент добычи и разведки, а еще более \$ 2.6 млрд – на нефтепереработку и сбыт. Стоимость Московского НПЗ, в свою очередь, мы оцениваем с более чем \$ 2 млрд, а долю Газпром нефти – в \$ 1.1 млрд.

Что же касается недавно приобретенной доли в Томскнефти, то мы полагаем, что в рамках данной сделки бывшее подразделение ЮКОСа было оценено более чем справедливо – по нашим оценкам, базирующимся на последних данных аудита запасов и уровня добычи, стоимость Томскнефти составляет около \$ 5.8 млрд, что на 15 % ниже цены сделки.

Сравнение с аналогами

Исходя из наших оценок и консенсус-прогнозов Bloomberg, акции Газпром нефти в настоящий момент торгуются с весьма привлекательными мультипликаторами Стоимость бизнеса/ЕВITDA 08 на уровне 4.7 против 7.7 у Роснефти и 4.9 у ЛУКОЙЛа.

Тем не менее, относительно оценки стоимости запасов бумаги Газпром нефти уже не выглядят дешевыми: с учетом долей в запасах Славнефти и Томскнефти баррель резервов компании оценивается в \$ 4.6 – на 40 % выше аналогичного показателя у ЛУКОЙЛа и лишь на 9 % дешевле стоимости запасов Роснефти.

Феноменальное значение показателя удельной величины ЕВITDA на баррель добычи связано с тем, что около четверти товарных потоков сырой нефти в производственном балансе Газпром нефть закупает у Славнефти по весьма привлекательным ценам. С учетом доли в Славнефти удельная ЕВITDA на баррель у Газпром нефти в 2007 г. составила около \$ 21.2, а в текущем году ожидается на уровне \$ 19, что, впрочем, в любом случае является лучшим результатом в отрасли.

	EV/EBITDA			EV/S			P/E			EBITDA/Prod	EV/Res
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008		
Exxon Mobil Corporation	3.6	6.5	7.1	1.4	1.4	1.3	14.1	13.1	13.1	32.7	23.5
Royal Dutch Shell Plc	4.8	4.1	4.0	0.6	0.7	0.6	10.0	8.3	9.0	44.7	19.5
BP Plc	5.5	5.2	4.6	0.9	0.8	0.6	9.2	10.4	8.6	26.6	12.7
Chevron Corp	4.5	4.6	4.6	0.9	0.9	0.9	10.5	11.8	11.9	39.8	15.5
ConocoPhillips	3.9	3.9	4.0	0.8	0.8	0.9	8.0	8.4	7.5	42.4	15.1
TOTAL S.A.	4.8	4.6	4.6	0.9	0.9	0.9	11.0	10.3	9.0	42.1	17.4
Oil-majors в среднем	3.6	4.1	4.1	0.8	0.8	0.8	9.5	9.3	9.0	39.0	15.8
Petroleo Brasileiro SA	5.0	5.0	4.7	1.7	1.6	1.6	8.7	9.2	7.5	27.3	8.2
PetroChina Co Ltd	7.9	7.4	7.3	3.0	2.6	2.3	14.2	13.1	13.5	34.9	16.2
Sinopec Corp	9.9	7.1	7.3	1.2	1.0	1.0	19.6	12.2	13.1	49.1	30.3
EM в среднем	7.3	6.6	6.5	2.0	1.7	1.6	13.0	11.7	11.3	34.1	14.4
Газпром	9.1	8.3	6.3	4.0	3.4	3.1	13.1	12.8	9.4	10.3	2.9
НОВАТЭК	26.3	17.6	14.0	12.4	9.1	7.0	43.1	31.3	24.9	5.8	4.8
Газовые компании в среднем	9.5	8.6	6.5	4.2	3.6	3.2	13.8	13.4	9.8	10.1	2.9
Роснефть	14.9	8.3	7.7	3.3	2.5	2.0	22.6	13.8	12.9	14.0	5.0
ЛУКОЙЛ	5.3	4.8	4.9	1.0	0.8	0.7	7.6	7.1	7.5	15.5	3.2
ТНК-ВР	3.1	3.2	3.4	0.8	0.7	0.7	4.0	4.9	5.1	15.0	3.0
СургутНГ	3.1	3.3	3.7	1.2	1.2	1.2	11.9	12.3	11.8	11.8	3.2
Газпром нефть	5.0	4.3	4.7	1.4	1.3	1.1	6.6	6.1	7.1	25.0	4.6
Татнефть	5.8	4.5	4.6	0.9	0.8	0.8	9.9	8.4	9.1	12.4	1.8
Башнефть	3.1	2.9	3.1	0.7	0.7	0.7	5.8	5.3	5.8	9.8	1.1
Нефтяные компании в среднем	6.0	5.1	5.2	1.4	1.2	1.1	9.1	8.4	8.7	14.3	3.7

Источник: Bloomberg, данные компании, оценки Банка Москвы

Модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	14 585	20 172	21 031	23 554	22 943	22 727	23 250	23 125	23 506
Темп роста (%)		38%	4%	12%	-3%	-1%	2%	-1%	2%
ЕБИТДА	4 061	5 168	6 073	5 596	5 399	5 059	5 032	4 792	4 764
Рентабельность (%)	27.8%	25.8%	28.9%	23.8%	23.5%	22.3%	21.6%	20.7%	20.3%
ЕБИТ	3 043	4 366	5 127	4 504	4 171	3 695	3 568	3 221	3 080
Рентабельность (%)	20.9%	21.6%	24.4%	19.1%	18.2%	16.3%	15.3%	13.9%	13.1%
-Налоги на прибыль	730	1 048	1 231	1 081	1 001	887	856	773	739
НОРАТ	2 312	3 318	3 897	3 423	3 170	2 808	2 711	2 448	2 341
+ Амортизация	1 018	803	946	1 093	1 229	1 364	1 464	1 571	1 684
- Капвложения	-1 067	-1 525	-1 983	-2 074	-2 128	-2 168	-2 250	-2 265	-2 378
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 147	-970	-351	-187	2	68	-91	26	-57
Чистый денежный поток	1 117	1 626	2 509	2 255	2 272	2 072	1 834	1 780	1 590

Основные предположения

WACC	11.6%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/E	15.0%
Бета*	1.50
Бета с учетом долга	1.73
Безрисковая ставка**	5.8%
Стоимость капитала	12.7%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	11.6%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 341
Конечная стоимость	19 057
Приведенная конечная стоимость	11 012
Стоимость денежных потоков	20 353
Текущий чистый долг (наличность)	2 546
Стоимость инвестиций (Славнефть, Томскнефть, МНПЗ)	10 611
Чистая стоимость компании	28 418
Количество акций (млн.)	4741.3
Стоимость на акцию	5.99

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.6%	9.6%	10.6%	11.6%	12.6%	13.6%	14.6%
Конечный темп роста (%)	4.5%	6.49	7.72	7.03	6.53	6.14	5.83	5.58
	4.0%	5.93	7.35	6.76	6.33	5.98	5.70	5.47
	3.5%	5.48	7.04	6.53	6.15	5.84	5.59	5.38
	3.0%	5.11	6.77	6.34	5.99	5.72	5.49	5.29
	2.5%	4.80	6.54	6.16	5.86	5.60	5.39	5.21
	2.0%	4.54	6.35	6.01	5.73	5.50	5.31	5.14
	1.5%	4.32	6.17	5.87	5.62	5.41	5.23	5.07

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчетность Газпром нефти по US GAAP и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	20 172	21 031	23 554	22 943	22 727	23 250	23 125	23 506
Операционные расходы	15 004	14 958	17 957	17 544	17 668	18 218	18 332	18 742
Амортизация	803	946	1 093	1 229	1 364	1 464	1 571	1 684
Операционная прибыль	4 366	5 127	4 504	4 171	3 695	3 568	3 221	3 080
ЕБИТДА	5 168	6 073	5 596	5 399	5 059	5 032	4 792	4 764
Чистые процентные расходы	87	17	105	148	155	162	169	176
Прочие расходы (доходы)	- 575	- 562	- 697	- 638	- 608	- 606	- 581	- 581
Прибыль до налогов	4 854	5 673	5 095	4 660	4 148	4 011	3 634	3 485
Налоги на прибыль	1 193	1 361	1 223	1 118	996	963	872	837
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	3 661	4 311	3 872	3 542	3 152	3 048	2 761	2 649

Баланс

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	1 435	958	2 146	3 437	4 674	5 722	6 817	7 780
Дебиторская задолженность	2 452	2 888	3 038	3 052	2 976	3 069	3 040	3 096
Запасы	782	505	648	612	627	641	648	661
Прочие оборотные активы	775	4 113	4 467	4 441	4 367	4 496	4 470	4 554
Основные средства	4 569	5 606	6 587	7 487	8 291	9 078	9 772	10 466
Прочие внеоборотные активы	4 090	5 018	5 896	6 702	7 422	8 125	8 747	9 368
Итого активы	14 102	19 089	22 782	25 731	28 358	31 130	33 494	35 925
Кредиторская задолженность	649	458	563	544	551	566	571	583
Краткосрочный долг	695	1 163	1 215	1 258	1 301	1 345	1 388	1 433
Прочие краткосрочные обязательства	1 390	1 960	2 755	3 260	3 679	4 245	4 644	5 131
Долгосрочный долг	977	2 342	2 495	2 623	2 750	2 881	3 009	3 145
Прочие долгосрочные обязательства	461	650	913	1 081	1 220	1 407	1 539	1 701
Капитал и резервы	9 930	12 517	14 840	16 965	18 857	20 686	22 343	23 932
Итого пассивы	14 102	19 089	22 782	25 731	28 358	31 130	33 494	35 925

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	4 711	5 465	4 922	4 553	4 060	3 931	3 570	3 429
Налоги на прибыль	1 193	1 361	1 223	1 118	996	963	872	837
Амортизация	803	946	1 093	1 229	1 364	1 464	1 571	1 684
Изменение оборотного капитала	- 970	- 351	- 187	2	68	- 91	26	- 57
Денежные потоки от операций	3 351	4 698	4 604	4 665	4 496	4 341	4 295	4 220
Капиталовложения	- 1 525	- 1 983	- 2 074	- 2 128	- 2 168	- 2 250	- 2 265	- 2 378
Прочие доходы (инвестиции)	- 339	- 3 300	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 1 864	- 5 283	- 2 074	- 2 128	- 2 168	- 2 250	- 2 265	- 2 378
Свободные денежные потоки	1 487	- 584	2 531	2 537	2 328	2 091	2 030	1 841
Изменение долга	161	1 832	206	171	170	176	171	181
Дивиденды	569	1 724	1 549	1 417	1 261	1 219	1 105	1 060
Чистые денежные потоки	1 080	- 477	1 188	1 291	1 237	1 047	1 096	963

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank of Moscow Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химическая промышленность
Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Строительство/Девелопмент
Попов Андрей
Popov_AY@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Банковский сектор
Хамракулов Дмитрий
Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.