



ИНВЕСТКАФЕ -
НЕЗАВИСИМОЕ
АНАЛИТИЧЕСКОЕ
АГЕНТСТВО

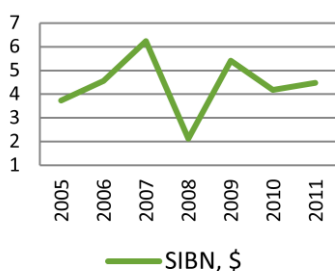
ОАО ГАЗПРОМ НЕФТЬ

Аналитики – Нефть и Газ

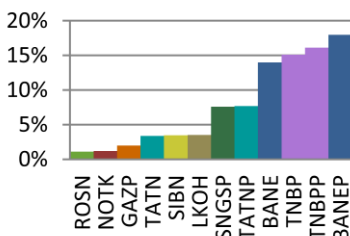
Дмитрий Адамович, к.э.н.
+7 985 766 05 74
da@investcafe.co.uk

Григорий Бирг, АСА, MiF
+7 903 720 03 65
gb@investcafe.co.uk

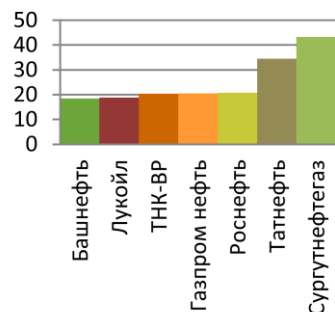
Виталий Михальчук
+7 916 060 03 92
vm@investcafe.co.uk



Дивидендная доходность, 2010



Обеспеченность запасами, лет



Акции компании, SIBN

Целевая цена – ао	\$	4,88
Текущая цена – ао (конец 2011)	\$	4.62
Потенциал – ао (конец 2011)	%	6%
Кол-во обыкн. акций	млн.	4,741
Free Float – ао	%	4.32
Рыночная капитализация	\$ млн	21,927
Enterprise Value	\$ млн	27,417

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

Мы начинаем покрытие Газпром нефти, основы нефтяного бизнеса группы Газпром. Текущие котировки акций компании говорят о справедливой оценке акций компании рынком. Рекомендация Инвесткафе по обыкновенным бумагам Газпром нефти - «**ДЕРЖАТЬ**». Целевой уровень на конец 2012 года **\$4,88** и подразумевает ограниченный потенциал роста в **6%**.

Принадлежность группе Газпром, контролируемой государством, определяет большой потенциал Газпром нефти по части наращивания ресурсной базы в России. Кроме того, многие месторождения компании считаются перспективными и находятся в ранней стадии освоения, в связи с чем планы Газпром нефти по увеличению добычи углеводородов практически вдвое к 2020 году (до 100 млн тонн н.э.) мы считаем вполне реалистичными. Добыча газа к 2020 году составит 24 млрд куб м, добыча нефти – 71.4 млн т.

В 2010 году Газпром нефть добыла 49,9 млн. тонн, в том числе в России – 48,9 млн тонн нефти. Из них 36,3% было добыто в Ямало-Ненецком автономном округе Западной Сибири. Доказанные запасы нефти Газпром нефти по состоянию на 31 декабря 2010 года по российской классификации составили 6,441 млн. баррелей нефти. Обеспеченность запасами – 20 лет, что немного ниже среднего по отрасли.

В 2010 году НПЗ Газпром нефти переработали 37,9 млн. тонн. Отношение собственной добычи к переработке у компании один из самых высоких среди российских нефтяных компаний – 76% в 2010 году. Мы ожидаем роста перерабатывающих мощностей компании до 50 млн. т нефти в год к 2020 году, и сокращения коэффициента нефтепереработки до 70%. В структуре выпуска нефтепродуктов Газпром нефти 25% на выходе занимают бензины, 32% - дизельное топливо и лишь 22%- мазут. Внедрение системы «60-66-90» будет изначально выгодно компании, в 2011 году EBITDA вырастет на 5%, чистая прибыль на 8%, но только за счет беспрецедентного роста цен на нефть. В прогнозируемом будущем, компания лишь пострадает от этого из-за высокого коэффициента нефтепереработки. Если в 2010 году на оплату отраслевых налогов и пошлин уходило 37% от выручки, то к 2020 году на это будет уходить 40% от выручки.

В 2010 году рентабельность по EBITDA Газпром нефти снизилась с 25% до 22%, рентабельность по чистой прибыли – с 12% до 10%. В прогнозном периоде, рентабельность продолжит снижаться. Газпром – не эффективный управленец; расходы и налоговое бремя будут расти быстрее выручки за счет прогнозируемых роста добычи и цен на добываемые нефть и газ, что приведет к сокращению свободных денежных потоков.

В 2010 году ретроспективная дивидендная доходность обыкновенных акций компании составила около 3.5%. Это ниже среднего показателя по отрасли. В дальнейшем дивидендная доходность акций должна расти по мере того как коэффициент выплаты вырастет до 31% к 2020 году.

Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (\$ млн)	32,772	42,086	48,178	52,873
ЕБИТДА (\$ млн)	6,184	8,824	9,877	10,212
Чистая прибыль (\$ млн)	3,148	5,204	5,676	5,853
Рентабельность EBITDA (%)	19%	21%	21%	19%
Чистая рентабельность (%)	10%	12%	12%	11%
EPS (\$)	0.66	1.10	1.20	1.23
DPS (\$)	4.44	7.07	7.82	8.27
P/E (x)	6.97	4.21	3.86	3.75
EV/S (x)	0.79	0.63	0.55	0.50
EV/EBITDA (x)	4.10	2.96	2.65	2.52
ROE (%)	17%	22%	20%	17%
Цена Urals (\$/bbl)	78	97	107	113
Free Cash Flow	912	286	2,568	2,081

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

