

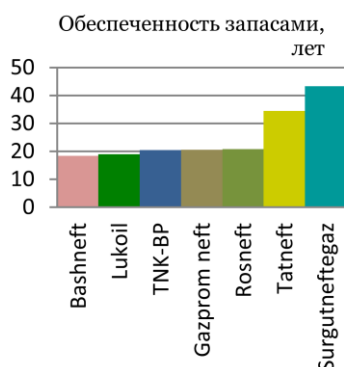
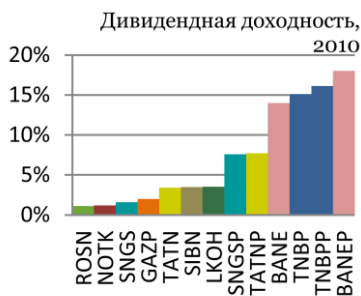
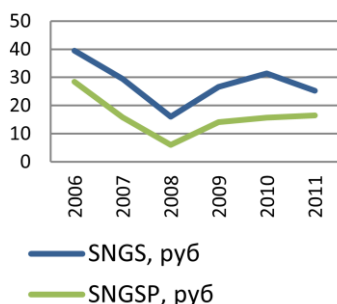


## Аналитики – Нефть и Газ

Дмитрий Адамов, к.э.н.  
+7 985 766 05 74  
[da@investcafe.co.uk](mailto:da@investcafe.co.uk)

Григорий Бирг, АСА, MiF  
+7 903 720 03 65  
[gb@investcafe.co.uk](mailto:gb@investcafe.co.uk)

Виталий Михальчук  
+7 916 060 03 92  
[vm@investcafe.co.uk](mailto:vm@investcafe.co.uk)



Настоящим исследованием мы инициируем покрытие ОАО Сургутнефтегаз, самой непрозрачной российской нефтяной компании. Текущие котировки акций компании свидетельствуют о справедливой оценке акций компании рынком. Рекомендация Инвесткафе по обыкновенным и привилегированным бумагам Сургутнефтегаза «**ДЕРЖАТЬ**». Целевой уровень на конец 2012 года по обыкновенным акциям – **30,63 руб.**, по привилегированным – **18,38 руб.** Обыкновенные акции обладают потенциалом роста в 6%, в то время как привилегированные акции переоценены на 4%.

**Энигма** – Сургутнефтегаз остается самой закрытой компанией российского нефтяного сектора. Компания не выпускает отчетность по международным стандартам или детальный MD&A, инвесторам приходится довольствоваться лишь скудной информацией из отчетности по РСБУ. Структура акционеров достоверно неизвестна. Компания не раскрывает данные по запасам, декларируя лишь прирост запасов категории C1+C2 год-к-году.

**Падающая добыча** - В 2010 году Сургутнефтегаз добыл 59,5 млн тонн нефти. Главным регионом добычи компании по-прежнему остается Западная Сибирь, где на 10 месторождениях с падающей добычей, приходится около 66% всего объема добычи. Тем не менее в 2011 году компания нарастила добычу до 60,8 млн тонн. Добыча Сургутнефтегаза в Восточной Сибири составит 5,4 млн тонн, к 2015 году там планируется добывать 7,5 млн тонн нефти. Это позволит компенсировать падающую добычу в западносибирском регионе – лишь до 2013 года. Затем снижение составит 1-2% в год до 2020 года.

**Слабый downstream** - В 2011 году единственный Киришский НПЗ Сургутнефтегаза переработал 21,1 млн тонн нефти. Коэффициент переработки при этом у Сургутнефтегаза составляет 35% и является самым низким среди российских ВИНК, имеющих собственные нефтеперерабатывающие мощности. В структуре выпуска нефтепродуктов преобладает мазут (54%). В 2013 году запустится установка гидро-крекинга, которая повысит долю светлых нефтепродуктов в выпуске завода с текущих 42% до 65%. Мощность увеличивать не планируется.

**Высокая рентабельность** - В 2010 году рентабельность по EBITDA Сургутнефтегаза составила 42%, рентабельность по чистой прибыли – 22%. Рентабельность Сургутнефтегаза можно назвать одной из самых высоких в отрасли и, несмотря на то, что мы ожидаем сокращение рентабельности в прогнозном периоде, она останется на высочайшем уровне.

**Дивидендная привлекательность** - В 2010 году ретроспективная дивидендная доходность обыкновенных акций компании составила около 2%, что является средним показателем по отрасли, однако, по привилегированным акциям дивидендная доходность составила весомые 7,5%. Этот делает привилегированные акции Сургутнефтегаза одними из самых доходных в секторе. Дивидендная доходность привилегированных акций за 2011 год превысит 10%.

**Целевая цена** – на основе DCF модели составляет **30,63 руб.** за обыкновенную акцию и **18,38 руб.** за привилегированную.

## Акции компании

Целевая цена (SNGS)	руб,	<b>30.63</b>
Текущая цена (SNGS) 21/02/12	руб,	28.86
Потенциал (SNGS)	%	<b>6%</b>
Кол-во обыкн. акций	млн.	35,726
Free Float – обыкн. акции	%	16%
Целевая цена (SNGSP)	руб,	<b>18.38</b>
Текущая цена (SNGSP) 21/02/12	руб,	19.08
Потенциал (SNGSP)	%	<b>- 4%</b>
Кол-во прив. акций	млн.	7,702
Free Float – прив. акции	%	89%
Рыночная капитализация	млрд руб	1,178
Enterprise Value	млрд руб	1,462

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

## Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млн руб)	596,915	695,072	749,443	811,374
EBITDA (млн руб)	230,056	290,250	311,807	337,490
Чистая прибыль (млн руб)	128,392	195,690	208,915	228,764
Рентабельность EBITDA (%)	39%	42%	42%	42%
Чистая рентабельность (%)	22%	28%	28%	28%
EPS (руб)	3.3	5.1	5.4	5.9
DPS - SNGS (руб)	0.50	0.87	0.99	1.15
DPS – SNGSP (руб)	1.18	1.80	1.93	2.11
P/E (x)	9.7	5.0	5.3	4.9
EV/S (x)	1.7	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	4.3	2.6	2.9	2.6
ROE (%)	10%	13%	13%	13%
Цена Brent (\$/bbl)	79	100	109	115
Free Cash Flow (млн руб)	185,187	134,721	117,045	132,495

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

