

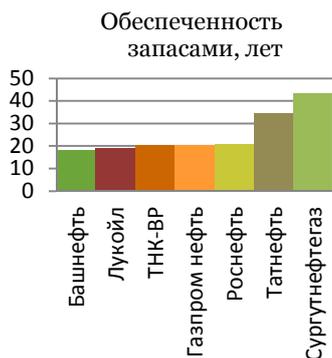
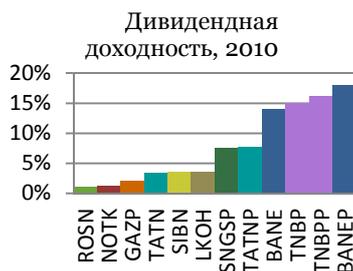
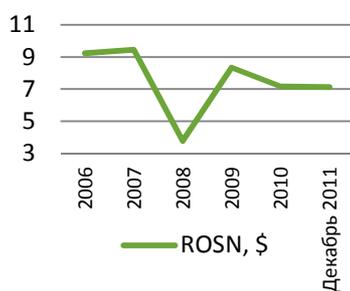


Аналитики – Нефть и Газ

Дмитрий Адамидов, 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



Мы инициируем покрытие Роснефти — крупнейшей российской нефтяной компании, контролируемой государством. Ее перспективы, в отличие от перспектив многих других российских нефтяных компаний, наиболее радужны. Текущая цена акций компании практически в полной мере отражает этот факт. Рекомендация Инвесткафе по акциям Роснефти — «держат», цель - \$8.75, потенциал – 15%.

Сильнейший административный ресурс. Роснефть, как госкомпания, имеет доступ к шельфовым месторождениям России из нераспределенного фонда недр на внеконкурентной основе. Возможные запасы нефти лишь на трех участках Карского моря, которые будут разрабатываться с ExxonMobil, соответствуют доказанным, вероятным и возможным запасам Роснефти на 2010 год в 36 млрд барр. Неопределенность относительно объема конечных работ, затрат и запасов, а также длительный период времени до начала добычи не позволяют адекватно учитывать арктические проекты в оценке справедливой стоимости акций компании.

Рост добычи. Основные месторождения Роснефти, расположенные в Западной Сибири (2010: 67% добычи), вступили в стадию падающей добычи, но компании удастся стабилизировать добычу в регионе, а также компенсировать падение за счет увеличения добычи в Восточной Сибири. Именно там находятся наиболее перспективные новые проекты в России: Ванкор (PRMS: 1,6 млрд бнэ), Верхняя Чона (доля Роснефти — 26%, PRMS — 1,1 млрд бнэ).

Новые рынки сбыта. Разработка месторождений Восточной Сибири позволяет Роснефти существенно расширить рынки сбыта в Азии. Роснефть уже имеет 20-летний контракт с CNPC на поставку нефти в Китай в объеме 15 млн тонн в год. К 2020 году в Азию будет продаваться треть добытой нефти (2010: 27%) и пятая часть произведенных нефтепродуктов (2010: 21%).

Дальнейшая вертикальная интеграция. Нефтеперерабатывающие мощности Роснефти в России (2010: 51 млн т) позволяют перерабатывать почти половину добываемой нефти. С учетом недавнего приобретения Ruhr Oel этот коэффициент увеличился до 57%. Роснефть владеет наливными терминалами в Черном море, на Дальнем Востоке, северо-западе России и долей в Каспийском трубопроводном консорциуме. Все это позволяет компании оптимизировать расходы на экспорт. Роснефть является одним из главных бенефициаров введения системы «60-66-90», чистая прибыль компании в 2012 году увеличится на 12%.

Рост дивидендов. Дивидендная доходность акций Роснефти — самая низкая по отрасли (2010: 1%), но это изменится. Сумма чистой прибыли, направляемая на дивиденды, будет расти более чем на 20% в год. А payout по US GAAP к 2015 году увеличится и составит 17%.

Самая эффективная НК. Роснефть продолжит является одной из самых эффективных компаний в российском нефтегазовом секторе.

Справедливая стоимость. С целью расчета справедливой стоимости акций Роснефти мы построили модель дисконтированных денежных потоков до 2020 года. По нашим расчетам, стоимость обыкновенной акции Роснефти должна составлять \$8,75. С учетом текущих котировок мы присваиваем акциям рекомендацию «держат», потенциал роста – 15%.

Акции компании, ROSN

Целевая цена, ао	\$	8.75
Текущая цена, ао	\$	7.58
Потенциал, ао	%	15%
Кол-во ао	млн.	10,558
Free Float, ао	%	15.3%
Рыночная капитализация	млн. \$	80,072
Enterprise Value	млн. \$	102,017

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (\$ млн)	63,047	77,744	87,236	94,819
ЕБИТДА (\$ млн)	18,946	24,941	25,736	28,794
Чистая прибыль (\$ млн)	10,402	18,907	13,828	15,451
Рентабельность ЕБИТДА (%)	30%	37%	30%	30%
Чистая рентабельность (%)	16%	21%	16%	16%
EPS (\$)	0.99	1.79	1.31	1.46
DPS (\$)	2.76	3.45	4.49	6.05
P/E (x)	7.70	4.24	5.79	5.18
EV/S (x)	1.51	1.15	1.14	0.99
EV/ЕБИТДА (x)	5.01	3.09	3.85	3.28
ROE (%)	19%	26%	16%	16%
Цена Urals (\$/bbl)	81	110	105	110
Free Cash Flow (\$)	6,720	9,639	4,237	4,965

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

