

## Пересмотр рекомендаций по компаниям нефтегазового сектора РФ

### ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мы провели пересмотр финансовых моделей компаний российского нефтегазового сектора с учетом их результатов по итогам 2016 г., важных прошедших корпоративных событий и планов развития компаний. Мы обновили прогноз цен на нефть, чтобы отразить изменившиеся рыночные условия после соглашения добывающих стран о сокращении добычи нефти. Согласно нашим расчетам, наиболее привлекательными акциями являются акции Роснефти, Газпрома, Новатэка и Газпром нефти. Рекомендация «держать» присвоена акциям Лукойла и Сургутнефтегаза, «продавать» - обоим видам акций Татнефти.

#### Прогнозные цены акций российских металлургических компаний, руб.

	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал	Рекомендация
Газпром	131	156	19%	Покупать
Роснефть	312	452	45%	Покупать
Лукойл	2 840	2 912	3%	Держать
Новатэк	683	767	12%	Покупать
Татнефть (об.)	372	302	-19%	Продавать
Татнефть (пр.)	262	169	-35%	Продавать
Газпром нефть	197	233	18%	Покупать
Сургутнефтегаз (об.)	29	64	123%	Держать
Сургутнефтегаз (пр.)	31	45	43%	Держать

Источник: Московская биржа, прогнозы АК БАРС Финанс

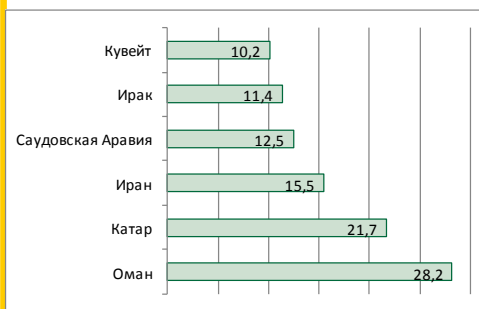
#### Обзор рынка

Развитие технологий горизонтального бурения и гидроразрыва пласта, что принято именовать «сланцевой революцией», привело к существенному снижению себестоимости добычи нефти в США и, как следствие, ее росту из сланцевых залежей, что изменило расстановку сил на мировом рынке нефти. Резкий рост предложения нефти создал ее избыток на мировом рынке, за чем последовало падение цен на нефть с более чем \$100 за баррель – уровня, который держался в течение многих лет, до \$28 – минимума, достигнутого в I квартале 2016 г. Экспортные доходы ОПЕК сократились с рекордных \$920 млрд в 2012 г. до \$341 млрд в 2016 г., что привело к ценовой войне экспортеров, пытающихся удержать долю рынка.

Первоначально стратегия ОПЕК была нацелена на устранение с рынка конкурентов за счет своего сильного конкурентного преимущества – низкой себестоимости. Картель планировал, что игроки уйдут с рынка, не выдержав низких цен, однако, этого не произошло. В результате «сланцевой революции» точка безубыточности американских компаний сократилась с \$80 /баррель в 2013 г. до \$35 за баррель в 2016 г. Эта ситуация заставила лидеров добывающих стран отказаться от предыдущего подхода к регулированию рынка и сесть за стол переговоров с целью повлиять на падение доходов от экспорта нефти.

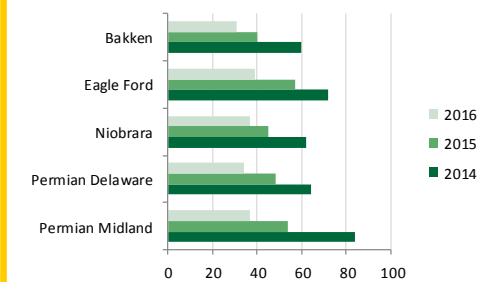
Итогом переговоров в ноябре 2016 г. стало достижение странами соглашения о снижении добычи нефти в течение I полугодия 2017 г., начиная с 1-го января, при этом точкой отсчета был принят октябрь 2016 г. Согласно договоренностям, ОПЕК должен был снизить добычу на 1.2 млн б/с до 32.5 млн б/с, страны, не входящие в ОПЕК страны – на 0.6 млн б/с, в частности Россия – на 0.3 млн б/с. Рынок позитивно воспринял событие: котировки эталонных сортов выросли на 10% в день выхода новости, однако, главными вопросами оставались – смогут ли страны выполнить взятые на себя обязательства, и смогут ли американские добывающие

#### Точка безубыточности добычи нефти стран Ближнего Востока, \$/баррель



Источник: Rystad Energy

#### Точка безубыточности добычи сланцевой нефти в США, \$/баррель



Источник: Rystad Energy

компания воспользоваться ростом цен и свести усилия переговоров на нет. По итогам апреля 2017 г. ОПЕК выполнил квоту на 90%, большая часть которой пришлось на Саудовскую Аравию: страна сократила добычу на 0.574 млн б/с к уровню октября, перевыполнив норму на 18%. Россия, по оценке министра энергетики Александра Новака, выполнила квоту на 100% по состоянию на конец апреля. Результатом усилий стало сокращение избытка предложения нефти в мире и стабилизация цен на уровне \$50-55 за баррель.

Однако, рост стоимости нефти привел и к усилению роста инвестиций в добычу американских компаний. С ноября 2016 г. количество буровых установок в США – показатель, который является одним из основных индикаторов активности в отрасли, начал неуклонно расти и по сегодняшний день находится в восходящем тренде. Учитывая существенно более короткий инвестиционный цикл добычи сланцевой нефти по сравнению с традиционной, результат роста инвестиций должен отразиться на объеме добычи в среднесрочной перспективе. С конца октября 2016 г. добыча нефти в США выросла с 8.52 млн б/с до текущих 9.29 млн б/с, при этом 80% роста пришлось на сланцевую нефть, и мы ожидаем, что добыча США будет расти как минимум в течение ближайших двух лет. Однако, необходимо отметить, что количество буровых установок сейчас - в два раза меньше уровня на начало 2015 г., когда цены превышали \$100 за баррель, поэтому потенциал роста добычи нефти в США не столь большой, как это было в период высоких цен. Поэтому мы считаем, что если ОПЕК и другие страны пойдут на дальнейшее сокращение объема добычи, компенсировать их американским компаниям будет сложнее и сложнее.

Главным риском для цен из-за роста добычи нефти в США является сокращение импорта нефти в страну и, как следствие, увеличение предложения на остальных рынках. Однако, несмотря на периоды спада и роста добычи, импорт нефти продолжал увеличиваться наряду с ростом запасов. Экспорт нефти по-прежнему остается на относительно низком уровне, однако, в последние месяцы заметны всплески активности в этом направлении. Запрет на экспорт нефти из США был снят в конце 2015 г., поставки из США уже начали осуществляться на азиатские рынки, которые являются растущими и многими странами рассматриваются как приоритетные с точки зрения удержания рыночной доли.

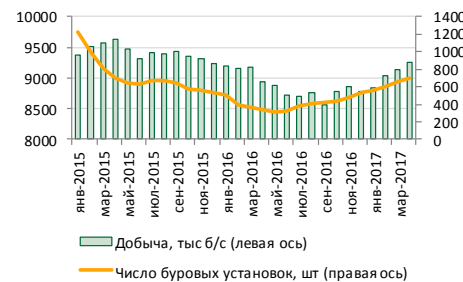
### Резюме

Мы считаем, что в среднесрочной перспективе добывающие компании США будут наращивать добычу и увеличивать свою долю на мировом рынке нефти: текущие цены находятся выше их точки безубыточности.

Мы ожидаем, что страны, которые принимают участие в соглашении по снижению добычи нефти, продлят его действие. Прекращение действия соглашения в текущих условиях приведет к резкому снижению стоимости нефти: сейчас добыча нефти в США (9.3 млн б/с) находится близко к историческому максимуму, который зафиксирован летом 2015 г. - 9.6 млн б/с, что превышает уровень на момент начала действия соглашения (8.5 млн б/с). Возвращение добычи стран, принимающих участие в соглашении, приведет к еще большему избытку нефти, чем до начала его действия, что обрушит цены на нефть.

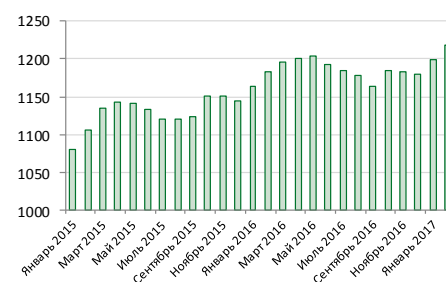
Наш прогноз средней цены на нефть в 2017 г. составляет \$45 за баррель и \$50 за баррель в следующем.

### Добыча нефти и число буровых установок в США



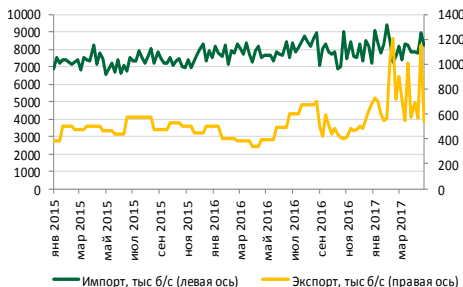
Источник: U.S Energy Information Administration, Baker Hughes

### Запасы нефти в США, млн баррелей



Источник: U.S Energy Information Administration

### Импорт и экспорт нефти США, млн б/с



Источник: Bloomberg

## ПЕРЕСМОТР МОДЕЛЕЙ ПО КОМПАНИЯМ

### Газпром

Газпром слабо отчитался по итогам 2016 г.: EBITDA концерна снизилась на 29% до 1 322 млрд руб. в результате снижения цен на газ на внешних рынках, что было компенсировано ростом объема реализации. Свободный денежный поток сократился вдвое до 202 млрд руб.

Мы считаем, что 2017 г. будет более прибыльным для Газпрома. Начиная с IV квартала 2016 г. рыночная конъюнктура начала улучшаться на внешних рынках: цена на нефть восстановила потери предыдущих кварталов и превысила отметку в \$50 за баррель, что сигнализировало о более высоких ожидаемых доходов Газпрома в будущих периодах, т.к. контрактные цены на газ отстают от нефтяных котировок на 6-9 месяцев. Низкие температуры осенне-зимнего периода и снижение добычи в Европе привели к повышенному спросу на газ из РФ, при этом СПГ не смог составить значимую конкуренцию ввиду дешевизны российского газа. В 2017 г. объем экспорта российского газа продолжил движение вверх: в январе рост составил 26% г./г., в феврале—16% г./г., в марте—3% г./г., несколько раз обновив исторический рекорд. Таким образом, мы ожидаем в 2017 г. более высоких результатов от Газпрома на рынках дальнего зарубежья.

Менеджмент концерна прогнозирует, что объем экспорта в дальнее зарубежье превысит уровень 2016 г.—180 млрд м<sup>3</sup>, при этом прогноз средней цены реализации составляет \$180-190 за тыс м<sup>3</sup>, что на 8-14% выше показателя 2016 г.

Динамика экспорта в страны бывшего Советского союза будет определяться геополитическими факторами, т.к. основными потребителями в этом направлении являются Украина и Беларусь, с которыми зачастую не удается найти консенсус.

Несмотря на ожидаемый рост доходов Газпрома, мы прогнозируем, что свободный денежный поток группы в среднесрочном периоде будет слабым ввиду ряда крупнейших газотранспортных строек: Сила Сибири, Северный поток-2 и Турецкий поток. Рост капитальных затрат из-за масштабных проектов также является ограничительным фактором при определении дивидендов концерна.

Правление Газпрома предложило совету директоров компании сохранить дивиденды за 2016 г. на уровне 2015 г.—7.89 руб. на акцию (доходность—6.5%), что существенно меньше дивидендов, заложенных Минфином РФ в проекте бюджета на 2017 г.—18.86 руб. на акцию (доходность—15.5%). Мы не беремся прогнозировать дивиденды Газпрома по итогам 2016 г., т.к. считаем, что цифра не зависит от финансовых результатов компании, а устанавливается в ходе переговоров ее руководства и основного акционера.

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	6 111	5 735	5 808	5 902
EBITDA	1 322	1 469	1 468	1 498
Рентабельность EBITDA	22%	26%	25%	25%
Чистая прибыль	952	687	653	642
Чистая рентабельность	16%	12%	11%	11%

### Оценка стоимости, млрд руб.

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	875	831	816	807
Налог на прибыль	175	166	163	161
Амортизация	595	638	682	722
Сарех	1 469	1 468	1 498	1 345
Изменение чистого оборотного капитала	-450	-450	-450	-450
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>275</b>	<b>284</b>	<b>287</b>	<b>472</b>

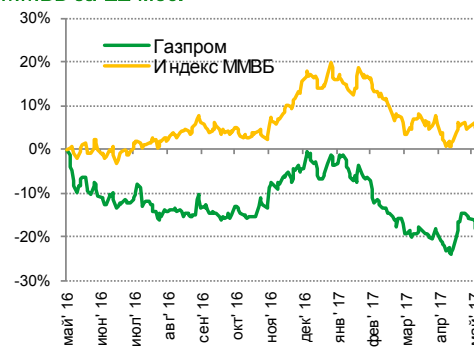
### Анализ чувствительности

		TGR				
		1%	2%	3%	4%	5%
10.0%	10.0%	149	162	179	201	232
	10.5%	138	149	163	181	206
WACC 10.9%	10.9%	130	139	152	168	189
	12.0%	109	116	125	136	150
13.0%	13.0%	94	100	107	115	125

### Справедливая стоимость, млрд руб.

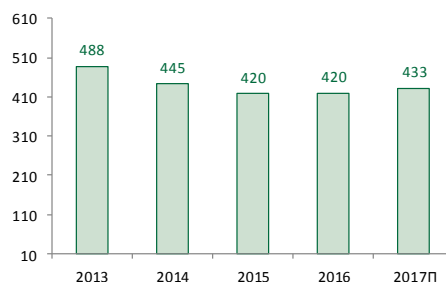
Темп роста	3.0%
WACC	10.9%
Терминальная стоимость	6 590
Дисконт. терминальная стоимость	2 344
Дисконтированные потоки	2 831
Справедливая стоимость компании	5 176
Чистый долг	2 180
Минус: миноритарии	325
Справедливая капитализация	3 479
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>152</b>

### Прирост цены акций Газпрома и индекса ММВБ за 12 мес.

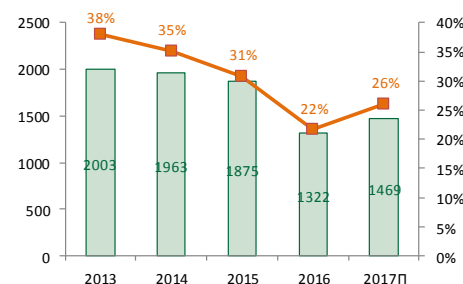


Источник: Bloomberg

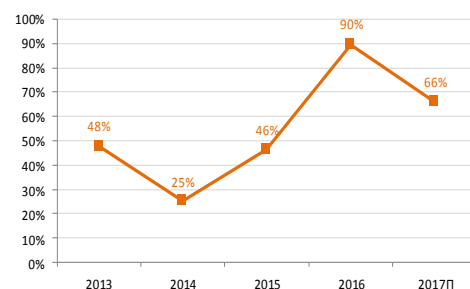
### Добыча газа, млрд м<sup>3</sup>



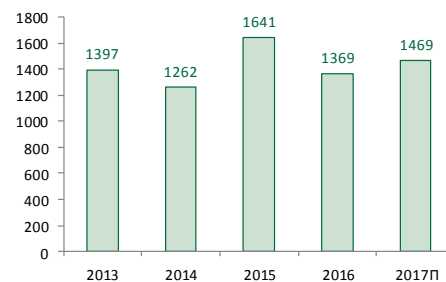
### EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



### Дивиденды/FCFF



### Сарех, млрд руб.



Источник: Газпром, прогноз АК БАРС Финанс

## Роснефть

Роснефть слабо отчиталась за 2016 г.: EBITDA выросла на 3% до 1278 млрд руб., что ниже среднеотраслевых показателей. Компания сократила свободный денежный поток на 60% до 302 млрд руб., чистый долг вырос на 12% до 1890 млрд руб. (на конец I квартала 2017 г.—2 трлн руб.) Добыча жидких углеводородов увеличилась на 3% до 4252 тыс б/с благодаря консолидации Башнефти.

Мы считаем, что в 2017 г. основным драйвером роста котировок Роснефти будет эффект синергии с Башнефтью. Башнефть обладает одними из самых современных НПЗ в стране, в то время как заводы Роснефти были одними из аутсайдеров, и на рынке появились слухи о планах компании продать 5 заводов ввиду их убыточности.

После приобретения Башнефти Роснефть сообщала о том, что благодаря программам оптимизации товарных потоков, административных расходов и доступу к перерабатывающим мощностям компания получит синергию в размере 160 млрд руб. Мы считаем, что этот фактор вкпе с консолидацией показателей Башнефти станет основным источником роста финансовых показателей Роснефти в текущем году. Согласно нашим оценкам, EBITDA компании в 2017 г. вырастет на 11% до 1420 млрд руб.

Глава Роснефти Игорь Сечин сообщил, что инвестиции Роснефти в 2017 г. составят 1.1 трлн руб., в 2018 г.—1.3 трлн руб. Компания ранее завышала прогноз капитальных затрат: так, в 2016 г. компания прогнозировала инвестиции в размере 1 трлн руб., но по факту было лишь 709 млрд руб. Мы полагаем, что в официальных цифрах присутствует НДС. Однако, мы считаем, что несмотря на завышение прогнозов Роснефть действительно столкнется с ростом сарех в текущем году. По итогам I квартала их рост составил 25% г./г. до 192 млрд. Отчасти высокий темп роста объясняется консолидацией Башнефти, инвестиции которой в 2016 г. составили около 100 млрд руб., увеличившись на треть относительно 2015 г., при этом Роснефть сообщила о планах сохранить большинство проектов Башнефти. Мы ожидаем, что сарех Роснефти в текущем году составит 900 млрд руб, что нивелирует положительный эффект от роста операционной прибыли после, и свободный денежный поток Роснефти будет низким: 385 млрд руб.

Дивидендная политика Роснефти предполагает выплату не менее 35% чистой прибыли по МСФО. Мы ожидаем более высокую чистую прибыль Роснефти по итогам 2017 г., однако, отмечаем, что показателен очень чувствителен к колебанию курса рубля из-за высокого долга Роснефти. Согласно нашим расчетам, чистая прибыль Роснефти в 2017 г. составит 279 млрд руб. против 181 млрд руб. в 2016 г. Мы ожидаем, что дивиденды на акцию составят 5.98 руб. в 2016 г. и 9.22 руб. в 2017 г. Также необходимо отметить, что Роснефть сообщила о намерении платить дивиденды дважды начиная с текущего года.

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	4 988	5 370	5 428	5 458
EBITDA	1 278	1 418	1 467	1 500
Рентабельность EBITDA	26%	26%	27%	27%
Чистая прибыль	181	279	265	249
Чистая рентабельность	4%	5%	5%	5%

### Справедливая стоимость, млрд руб.

Темп роста	3.0%
WACC	11.2%
Терминальная стоимость	9 219
Дисконт. терминальная стоимость	3 180
Дисконтированные потоки	3 506
Справедливая стоимость компании	6 680
Чистый долг	1 890
Минус: миноритарии	417
Справедливая капитализация	4 790
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>452</b>

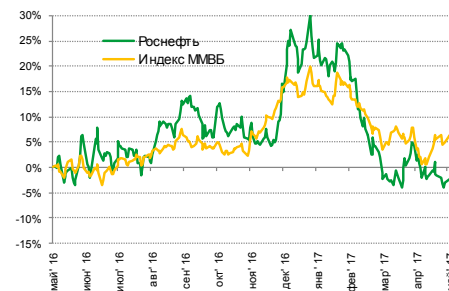
### Оценка стоимости, млрд руб.

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	881	860	836	824
Налог на прибыль	176	172	167	165
Амортизация	538	606	664	714
Изменение оборотного капитала	-100	-100	-100	-100
Сарех	957	1 184	997	862
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>385</b>	<b>210</b>	<b>436</b>	<b>611</b>

### Анализ чувствительности

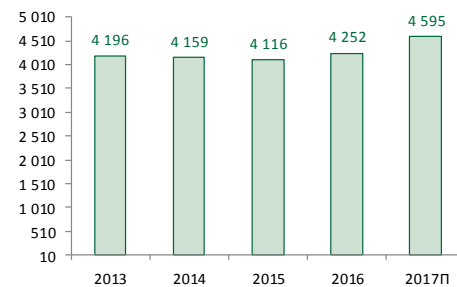
	TGR					
	1%	2%	3%	4%	5%	
9.0%	558	615	690	796	955	
10.0%	472	512	565	634	732	
<b>WACC</b>	<b>11.2%</b>	<b>389</b>	<b>417</b>	<b>452</b>	<b>496</b>	<b>555</b>
	12.0%	347	370	397	432	476
	13.0%	301	318	339	365	396

## Прирост цены акций Роснефти и индекса ММВБ за 12 мес.

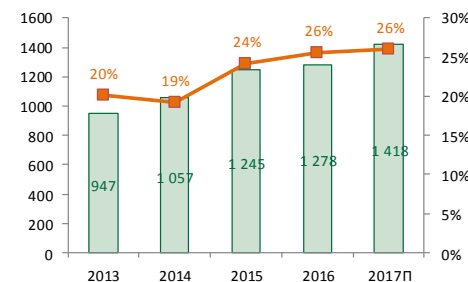


Источник: Bloomberg

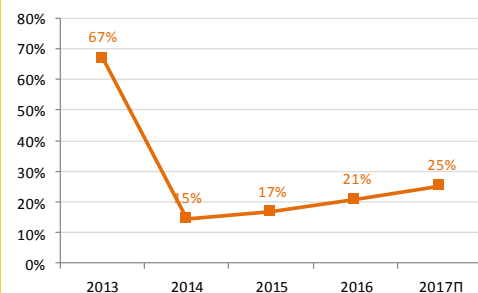
## Добыча нефти, тыс б/с



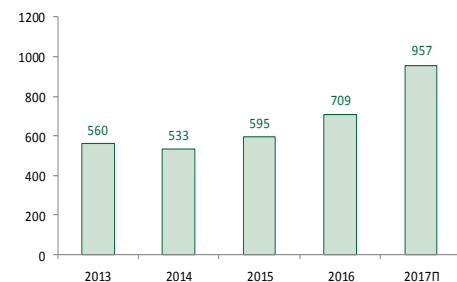
## EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



## Дивиденды/FCFF



## Сарех, млрд руб.



Источник: Роснефть, прогноз АК БАРС Финанс

## Лукойл

Лукойл слабо завершил 2016 г.: динамика EBITDA была ниже среднеотраслевой – снижение на 11% до 731 млрд, добыча углеводородов снизилась на 7% до 2.2 млн б/с, свободный денежный поток вырос на 3% от уровня прошлого года до 255 млрд руб. из-за сокращения капитальных затрат почти на 100 млрд руб. до 512 млрд руб.

Снижение добычи нефти объясняется высокой степенью истощения запасов месторождений Западной Сибири, на которую приходится 46% всей добычи группы, и сокращением доли участия в Западной Курне-2 в связи с возмещением основной части затрат по проекту. На территории РФ компания планирует компенсировать добычу за счет перспективных месторождений Корчагина и Пякяхинского, однако, мы полагаем, что этих объемов будет недостаточно, чтобы добиться стабилизации. За пределами РФ потенциалом роста обладает иракский проект «Блок-10», геологические запасы которого составляют 3 млрд баррелей, но в среднесрочной перспективе он не окажет влияния на результаты группы, т.к. проект находится на ранней стадии.

Мы не считаем снижение добычи резко негативным фактором, т.к. удержание добычи в ущерб рентабельности привело бы к ухудшению финансовых показателей. Так, по итогам 2016 г. Лукойл снизил инвестиции на 15% г./г., что позволило увеличить свободный денежный поток. Компания сообщает, что перенаправляет средства из нерентабельных старых проектов в месторождения с потенциалом роста.

Несмотря на негативное влияние налогового маневра на нефтепереработку, Лукойл сохранил выпуск нефтепродуктов на уровне 2016 г. (39.6 млн тонн), улучшив продуктовую корзину: выпуск мазута снизился на 2 млн тонн, выпуск бензина вырос на 1 млн тонн, прочей продукции на 0.9 млн тонн. Увеличение доли выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью позволит сгладить обременительные последствия налоговых преобразований в особенности с учетом снижения ставки экспортной пошлины на светлые нефтепродукты. Также компания увеличила выпуск нефтепродуктов за рубежом на 1.5 млн тонн до 22.7 млн тонн за счет дизельного топлива, что укрепило показатели «downstream».

Лукойл выгодно выделяется среди прочих представителей сектора постепенным увеличением дивидендных выплат при этом доходность находится на уровне 6-7%. Мы полагаем, в следующем году компания продолжит практику прошлых лет, и дивиденды по итогам 2017 г. вырастут на 10% до 215 руб. на акцию.

	2013	2014	2015	2016	2017П
Дивиденд на акцию, руб.	110	154	177	195	215

### Финансовые показатели, \$ млн

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	78 014	75 928	76 697	77 127
EBITDA	10 895	11 232	11 637	11 813
Рентабельность EBITDA	14%	15%	15%	15%
Чистая прибыль	3 089	4 522	4 836	4 990
Чистая рентабельность	4%	6%	6%	6%

### Справедливая стоимость, \$ млн

Темп роста	3.0%
WACC	11.5%
Терминальная стоимость	54 755
Дисконт. терминальная стоимость	18 406
Дисконтированные потоки	23 361
Справедливая стоимость компании	44 320
Чистый долг	6 924
Справедливая капитализация	37 396
<b>Справедливая цена, \$</b>	<b>52</b>
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>2 912</b>

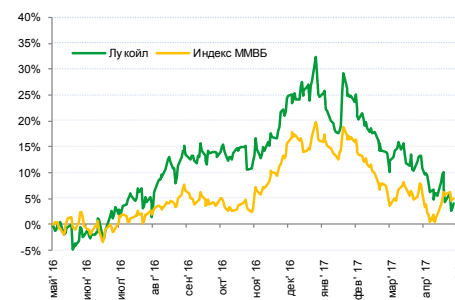
### Оценка стоимости компании, \$ млн

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	5 917	6 268	6 415	6 652
Налог на прибыль	1 302	1 379	1 411	1 463
Амортизация	5 315	5 369	5 399	5 433
Изменение чистого оборотного капитала	-1 009	-1 009	-1 010	-1 010
Сарех	7 593	7 670	8 484	8 537
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>3 346</b>	<b>3 597</b>	<b>2 928</b>	<b>3 094</b>

### Анализ чувствительности

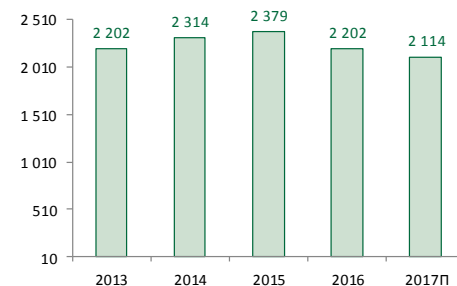
	TGR				
	1%	2%	3%	4%	5%
9.5%	60	64	70	78	89
10.0%	56	60	65	71	80
<b>WACC 11.5%</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>61</b>
11.0%	50	53	56	60	66
12.0%	45	47	49	53	57

## Прирост цены акций Лукойла и индекса ММВБ за 12 мес.

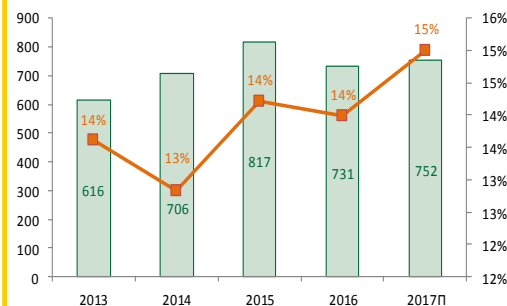


Источник: Bloomberg

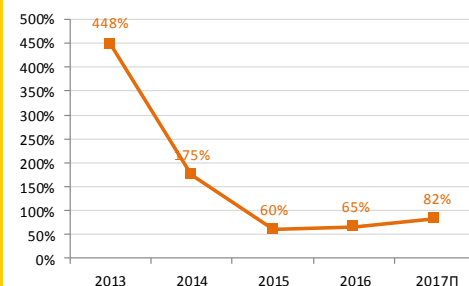
## Добыча нефти, тыс б.н.э.



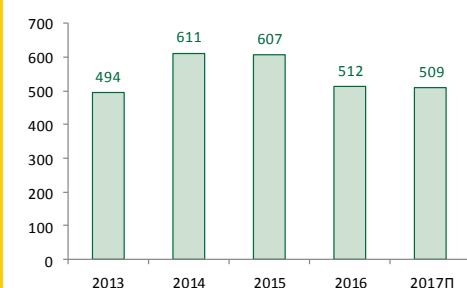
## EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



## Дивиденды/FCFF



## Сарех, млрд руб.



Источник: Лукойл, прогноз АК БАРС Финанс

## Сургутнефтегаз

Сургутнефтегаз в 2016 г. впервые за много лет получил убыток: 105 млрд руб. по РСБУ и 62 млрд руб. по МСФО. Убыток компании обусловлен переоценкой ликвидных средств на балансе из-за укрепления рубля к доллару. EBITDA по МСФО составила 338 млрд руб., что на 7% выше, чем годом ранее. Динамика EBITDA была лучше среднеотраслевой. Свободный денежный поток вырос в 3 раза до 82 млрд руб.

В 2016 г. операционные показатели, как и ранее, оставались стабильными, и мы не ожидаем перемен в будущем, поэтому основным фактором, отвечающий за привлекательность инвестирования в Сургутнефтегаз, будет курс рубля к доллару. Этот параметр определяет величину дивидендов.

Согласно дивидендной политике компании, общая сумма дивидендов на привилегированные акции должна составлять 10% от чистой прибыли компании по РСБУ, разделенной на 25% от уставного капитала, при этом они не должны быть меньше дивидендов на обыкновенные акции. В противном случае привилегированные акции становятся голосующими. Мы ожидаем, что дивиденды на привилегированные акции будут равны дивидендам на обыкновенные, которые мы прогнозируем в размере 0.55 руб. на акцию: на протяжении последних лет дивиденды на обыкновенные акции находились в диапазоне 0.5-0.6 руб. на акцию. Исходя из текущих котировок, дивидендная доходность составила бы 1.9% и 1.8% для обыкновенных и привилегированных акций соответственно.

Мы считаем, что с фундаментальной точки зрения привилегированные и обыкновенные акции Сургутнефтегаза недооценены рынком: капитализация компании (1.2 трлн руб.) даже меньше, чем стоимость ликвидных средств на балансе (2.1 трлн руб. по РСБУ). Мы полагаем, что это происходит из-за того, что рынок воспринимает акции Сургутнефтегаза только как источник дивидендов, что может быть связано с отсутствием видимых перспектив роста компании (добыча и переработка стагнирует в течение многих лет) и низкой информационной прозрачностью.

С технической точки зрения акции компании обладают потенциалом роста, т.к. компания генерирует больший свободный денежный поток, чем его оценивает рынок исходя из рыночной стоимости акций. Однако, отношение инвестиционного сообщества к бумагам Сургутнефтегаза не позволяет нам присвоить им рекомендацию «покупать».

### Финансовые показатели, \$ млн

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	15 224	15 106	15 902	16 042
EBITDA	5 045	4 990	5 196	5 178
Рентабельность EBITDA	33%	33%	33%	32%
Чистая прибыль	-925	2 436	2 498	2 380
Чистая рентабельность	-6%	16%	16%	15%

### Справедливая стоимость, \$ млн

Темп роста	3.0%
WACC	16.3%
Терминальная стоимость	14 944
Дисконт. терминальная стоимость	3 311
Дисконтированные потоки	7 772
Справедливая стоимость компании	11 082
Чистый долг	-35 714
Справедливая капитализация	46 797
<b>Справедливая цена (об.), \$</b>	<b>1.14</b>
<b>Справедливая цена (прив.), \$</b>	<b>0.80</b>
<b>Справедливая цена (об.), руб.</b>	<b>64</b>
<b>Справедливая цена (прив.), руб.</b>	<b>45</b>

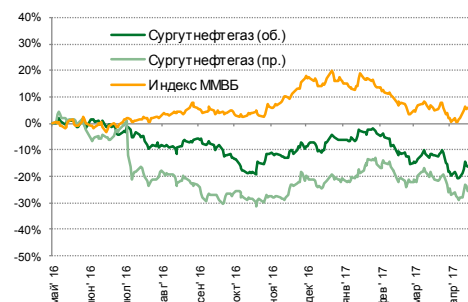
### Оценка стоимости компании, \$ млн

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	3 122	2 975	2 846	2 774
Налог на прибыль	624	595	569	555
Сарех	2 862	2 888	2 914	2 942
Изменение чистого оборотного капитала	468	446	427	416
Амортизация	2 073	2 203	2 334	2 467
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>1 240</b>	<b>1 249</b>	<b>1 270</b>	<b>1 328</b>

### Анализ чувствительности

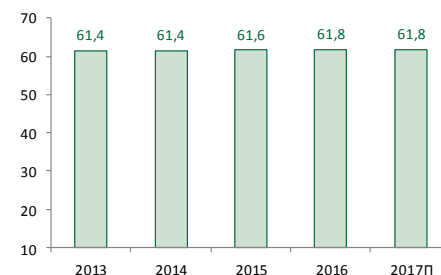
	TGR				
	1%	2%	3%	4%	5%
14.0%	1.17	1.18	1.19	1.20	1.22
15.0%	1.15	1.16	1.17	1.18	1.19
<b>WACC 16.3%</b>	<b>1.13</b>	<b>1.13</b>	<b>1.14</b>	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>
17.0%	1.11	1.12	1.12	1.13	1.14
18.0%	1.10	1.10	1.11	1.11	1.12

### Прирост цены акций Сургутнефтегаза и индекса ММВБ за 12 мес.

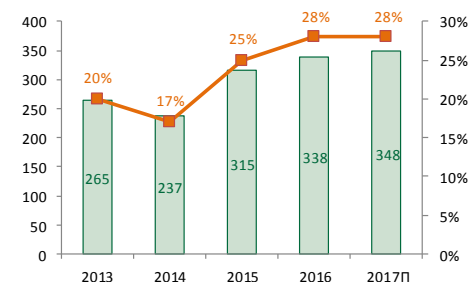


Источник: Bloomberg

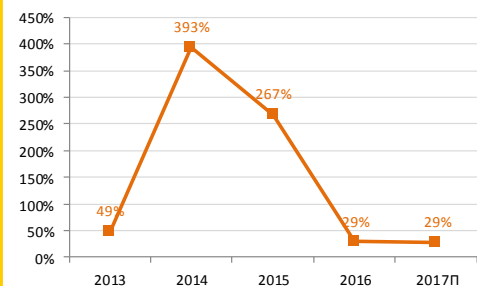
### Добыча нефти, млн тонн



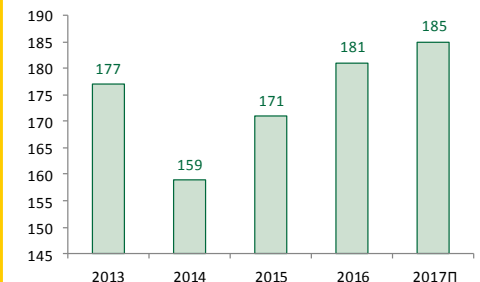
### EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



### Дивиденды/FCFF



### Сарех, млрд руб.



Источник: Сургутнефтегаз, прогноз АК BARC Финанс

## Новатэк

Новатэк уверенно завершил 2016 г. и занял второе место по темпу роста EBITDA (+13%) после Газпром нефти благодаря росту добычи жидких углеводородов на 37% до 12.4 млн тонн за счет запуска в конце 2015 г. Ярудейского месторождения и роста добычи СеверЭнергии. Свободный денежный поток компании увеличился на 69% до 139 млрд руб., как благодаря росту доходов группы, так и за счет сокращения капитальных затрат. Чистый долг сократился в два раза до 168 млрд руб.

В 2016 г. Новатэк отразил снижение добычи газа на 3% до 66.1 млрд м3, и усилил темпы по итогам I квартала 2017 г.—снижение составило 9% г./г. Основными причинами стали истощенность традиционных месторождений и ранний ввод на полку добычи новых, что создало эффект высокой базы. Компания отмечает, что стремится компенсировать снижение добычи ростом закупок с целью удержания рыночной доли.

Выпадающую добычу старых месторождений Новатэк планирует компенсировать за счет Северо-русского блока месторождений, добыча на полке которых составит 12-14 млрд кубометров в год, и сделок M&A. Мы считаем, что в среднесрочной перспективе добыча Новатэка будет снижаться, т.к. добыча на Северо-русском блоке должна начаться в 2019-2020 гг. с выходом на полку в 2023 г., на Яро-Яхинском месторождении — в 2019 г., на ряде других участков Уренгойского месторождения — после 2020 г.

Негатив от снижения добычи на традиционных месторождениях скрасит запуск крупнейшего проекта компании—Ямал СПГ, первая очередь которого должна быть запущена в конце текущего года. Гигантский проект стоимостью \$27 млрд будет производить СПГ в объеме 16.5 млн тонн в год на базе Южно-Тамбейского месторождения с запасами газа 491 млрд кубометров. Проект окажет значительное влияние на финансовые показатели Новатэка, и мы считаем, что первые финансовые данные после его запуска позволят по-новому смотреть на компанию: на текущий момент сложно рассчитать его влияние на консолидированные показатели группы.

Крупнейшим проектом Новатэка является Арктик СПГ-2, первые мощности которого компания планирует запустить в 2022-2023 гг. Проект будет использовать в качестве ресурсной базы Утреннее месторождение, на котором компания прирастила запасы в 2016 г. с 308 до 389 млрд кубометров. По оценке главы компании Леонида Михельсона, запасы месторождения позволяют реализовать проект мощностью на 10-15% больше, чем Ямал-СПГ. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе основным внутренним драйвером роста компании будет Ямал СПГ, в долгосрочной—Арктик СПГ-2.

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2016	2017п	2018п	2019п
Выручка	537	575	632	676
EBITDA	189	190	231	250
Рентабельность EBITDA	35%	33%	37%	37%
Чистая прибыль	200	132	163	176
Чистая рентабельность	37%	23%	26%	26%

### Справедливая стоимость, млрд руб.

Темп роста	3.0%
WACC	11.5%
Терминальная стоимость	1975
Дисконт. терминальная стоимость	662
Дисконтированные потоки	989
Зависимые компании	303
NPV Ямал СПГ	475
Справедливая стоимость компании	2 430
Чистый долг	114
Справедливая капитализация	2 316
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>767</b>

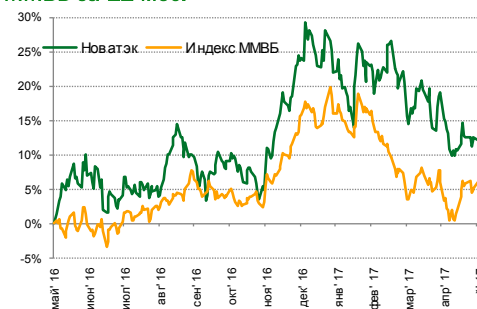
### Оценка стоимости, млрд руб.

	2017п	2018п	2019п	2020п
Операционная прибыль	156	194	211	212
Налог на прибыль	31	39	42	42
Сарех	29	38	41	41
Изменение чистого оборотного капитала	11	14	15	15
Амортизация	36	39	42	45
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>121</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>158</b>

### Анализ чувствительности

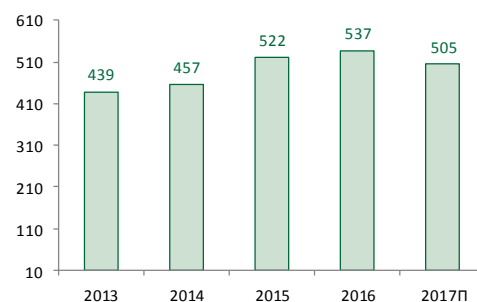
	TGR				
	1%	2%	3%	4%	5%
10.0%	808	838	876	928	999
11.0%	752	774	801	836	883
<b>WACC 11.5%</b>	<b>726</b>	<b>744</b>	<b>767</b>	<b>796</b>	<b>834</b>
13.0%	668	680	695	713	736
14.0%	635	645	656	670	687

### Прирост цены акций Новатэка и индекса ММВБ за 12 мес.

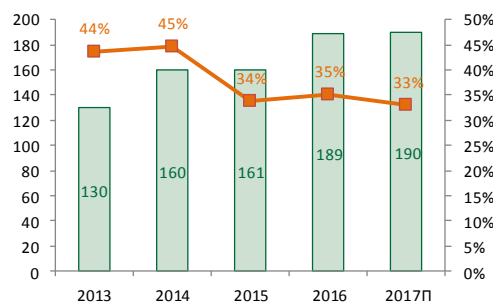


Источник: Bloomberg

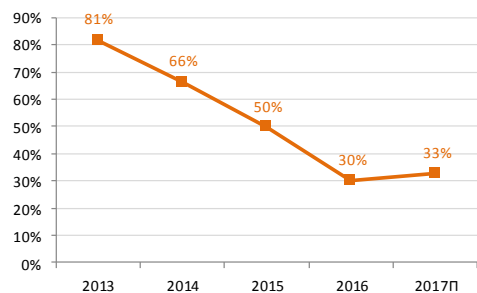
### Добыча нефти, млн б.н.э.



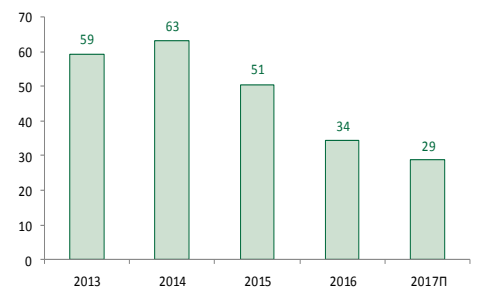
### EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



### Дивиденды/FCFF



### Сарех, млрд руб.



Источник: Новатэк, прогноз АК БАРС Финанс

## Татнефть

Татнефть уверенно завершила 2016 г.: EBITDA компании выросла на 7% г./г. до 166 млрд руб., уступив по темпу роста Газпром нефти (+15% г./г.) и Новатэку (+13% г./г.) Основное влияние на динамику финансовых результатов оказали рост операционных показателей, в том числе, рост объема добычи нефти на 5% до 28.7 млн тонн и производства нефтепродуктов на 3% до 9.3 млн тонн, а также девальвация рубля к доллару, которая компенсировала снижение цен на нефть.

В 2017 г. мы ожидаем роста добычи Татнефти на уровне 3-4%. В сегменте нефтепереработки мы не прогнозируем существенного изменения объемов, т.к. проект увеличения мощности нефтекомплекса Танеко пока находится в стадии реализации и станет сильным внутренним драйвером роста капитализации в последующие годы. В IV квартале 2016 г. Танеко прекратил выпуск мазута и свел до минимума производство вакуумного газойля, увеличив глубину нефтепереработки до 99% и долю выхода светлых нефтепродуктов до 87%.

В августе 2016 г. Татнефть приняла стратегию развития, согласно которой компания планирует увеличить объем добычи нефти до 30 млн тонн к 2020 г., при этом изучит возможность роста добычи до 35 млн тонн к 2025 г. Рост планируется обеспечить за счет имеющейся ресурсной базы, при этом компания видит большой потенциал роста добычи сверхвязкой нефти. Несмотря на то, что доля сверхвязкой нефти в совокупной добыче составляет примерно 2%, она является важным фактором роста добычи компании.

По итогам 2017 г. мы ожидаем снижения EBITDA компании на 4% до 160 млрд руб. Татнефть прогнозирует снижение капитальных затрат в 2017 г. на 6% до 100.3 млрд руб., что позволит ослабить давление на свободный денежный поток, который, по нашим расчетам, составит в 2017 г. 42 млрд руб. против 46 млрд руб. в 2016 г.

Среди прочих представителей сектора Татнефть выгодно выделяется высоким уровнем финансовой устойчивости: на конец 2016 г. чистый долг компании был отрицательным: минус 23 млрд руб. В условиях, когда компания рассматривает существенный рост добычи и нефтепереработки, финансовая устойчивость создаст широкие возможности для привлечения заемного финансирования.

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	580	610	657	665
EBITDA	167	160	152	153
Рентабельность EBITDA	29%	26%	23%	23%
Чистая прибыль	107	113	105	105
Чистая рентабельность	19%	18%	16%	16%

### Справедливая стоимость, млрд руб.

Темп роста	3.0%
WACC	12.1%
Терминальная стоимость	879
Дисконт. терминальная стоимость	281
Дисконтированные потоки	382
Справедливая стоимость компании	659
Чистый долг	-23
Минус: миноритарии	5
Справедливая капитализация	682
<b>Справедливая цена (об.), руб.</b>	<b>302</b>
<b>Справедливая цена (прив.), руб.</b>	<b>169</b>

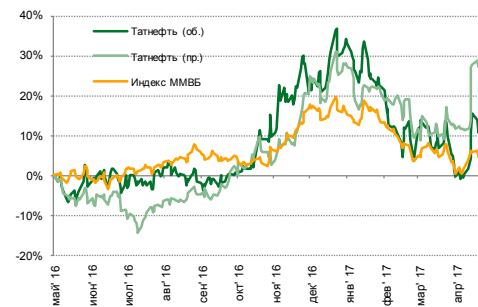
### Оценка стоимости, млрд руб.

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	136	127	126	125
Налог на прибыль	27	25	25	25
Изменение чистого оборотного капитала	1	1	1	1
Сарех	89	89	62	62
Амортизация	24	26	27	28
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>66</b>

### Анализ чувствительности

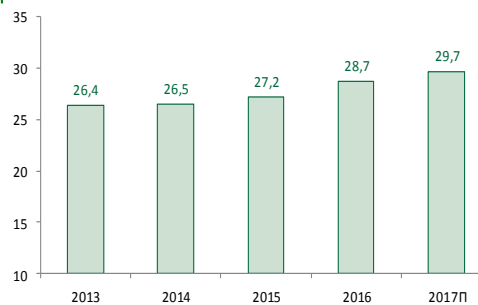
		TGR				
		1%	2%	3%	4%	5%
	10,0%	341	361	387	422	470
	11,0%	307	322	340	364	396
<b>WACC</b>	<b>12,1%</b>	<b>277</b>	<b>288</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>340</b>
	13,0%	256	265	275	288	303
	14,0%	237	243	251	261	273

### Прирост цены акций Татнефти и индекса ММВБ за 12 мес.

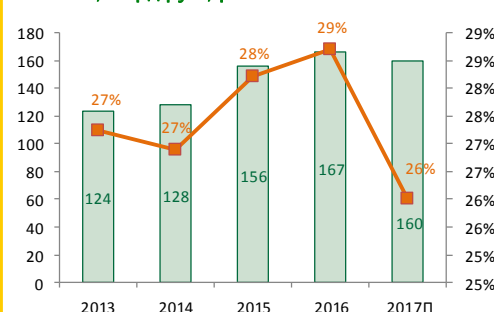


Источник: Bloomberg

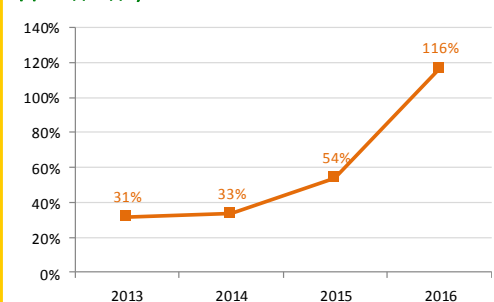
### Добыча нефти. млн тонн



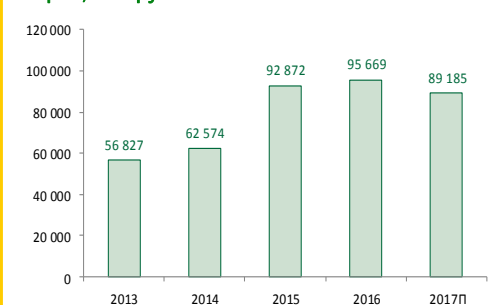
### EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



### Дивиденды/FCFF



### Сарех, тыс руб.



Источник: Татнефть, прогноз АК BARC Финанс



## Газпром нефть

Финансовые результаты Газпром нефти по итогам 2016 г. были лучше среднеотраслевых: EBITDA без учета зависимых выросла на 15% до 368 млрд руб.—самый высокий темп в отрасли по итогам года, чистая прибыль достигла рекордных 200 млрд руб. благодаря росту добычи углеводородов на 8% до 86.2 млн т.н.э. и налоговым льготам.

Газпром нефть является одной из немногих быстрорастущих компаний в отрасли. На протяжении последних лет компания активно инвестировала в новые проекты, которые уже в 2016 г. стали основными драйверами роста добычи. К этим проектам относятся Новый порт, Мессояха и Приразломное месторождение. Согласно планам компании, к 2019 г. добыча на этих активах вырастет с текущих 5.5 млн т.н.э. до 17 млн т.н.э.

В 2017 г. Газпром нефть планирует увеличить добычу углеводородов на 5-6% до 90 млн т.н.э. Инвестиции прогнозируются с ростом в 12% до 404 млрд руб., поэтому мы считаем, что в 2017 г. свободный денежный поток группы будет отрицательным, как и в 2016 г. (минус 81 млрд руб.)

В среднесрочной перспективе мы ожидаем от компании более сильных результатов. Новые проекты будут выступать основным внутренним драйвером роста, при этом необходимо отметить, что эти проекты пользуются налоговыми льготами, из-за чего их рентабельность намного выше, чем у традиционных месторождений. Важнейшим фактором является завершение фазы активного инвестирования с 2019 г., из-за которой свободный денежный поток группы на протяжении последних лет был низким, либо в минусе. В то же время компания не сообщила, каким будет ориентировочный уровень инвестпрограммы.

Одной из сильных сторон компании является нефтепереработка: техническая оснащенность НПЗ Газпром нефть—одна из самых высоких в отрасли. В 2016 г. Газпром нефть сократила объем нефтепереработки на 3% до 42 млн тонн в результате действия налогового маневра, при этом качество продуктовой корзины выросло: доля выпуска светлых нефтепродуктов увеличилась на 3 п.п. до 64.4%, глубина нефтепереработки—на 0.5 п.п. до 81.8%.

Дивидендная политика Газпром нефти предусматривает выплаты исходя из 25% чистой прибыли по МСФО. Согласно нашим расчетам, чистая прибыль компании в 2017 г. составит 183 млрд руб. против 199 млрд руб. в 2016 г., таким образом, наш прогноз дивидендов на текущий год составляет 9.7 руб. на акцию, что на 8% ниже уровня 2016 г. Необходимо отметить, что компания платит дивиденды дважды в год, и наш прогноз включает промежуточные выплаты.

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2016	2017П	2018П	2019П
Выручка	1 696	1 693	1 749	1 809
EBITDA	368	372	393	414
Рентабельность EBITDA	22%	22%	22%	23%
Чистая прибыль	200	183	184	192
Чистая рентабельность	12%	11%	11%	11%

### Справедливая стоимость, млрд руб.

Темп роста	3.0%
WACC	12.6%
Терминальная стоимость	3 160
Дисконт. терминальная стоимость	962
Дисконтированные потоки	694
Справедливая стоимость компании	1 656
Чистый долг	636
Минус: миноритарии	91
Справедливая капитализация	1 099
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>233</b>

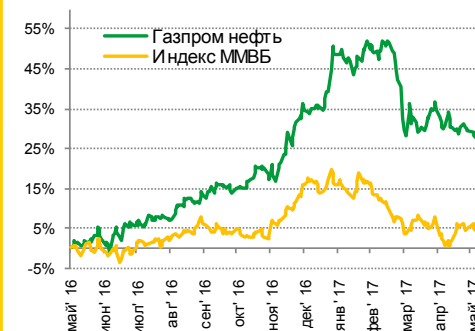
### Оценка стоимости, млрд руб.

	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционная прибыль	226	224	233	242
Налог на прибыль	45	45	47	48
Изменение чистого оборотного капитала	-7	-7	-7	-7
Сарех	390	390	225	226
Амортизация	147	168	181	194
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>-56</b>	<b>-36</b>	<b>150</b>	<b>169</b>

### Анализ чувствительности

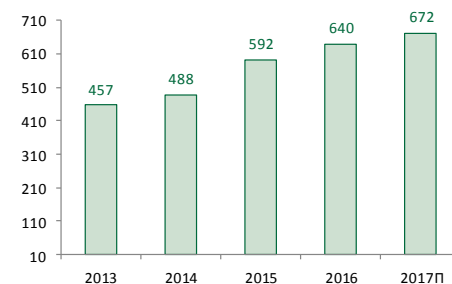
		TGR				
		1%	2%	3%	4%	5%
	11.0%	268	295	329	373	431
	11.5%	243	266	296	332	381
<b>WACC</b>	<b>12.6%</b>	<b>195</b>	<b>212</b>	<b>233</b>	<b>259</b>	<b>291</b>
	13.0%	181	197	216	239	268
	13.5%	164	178	194	214	239

### Прирост цены акций Газпром нефти и индекса ММВБ за 12 мес.

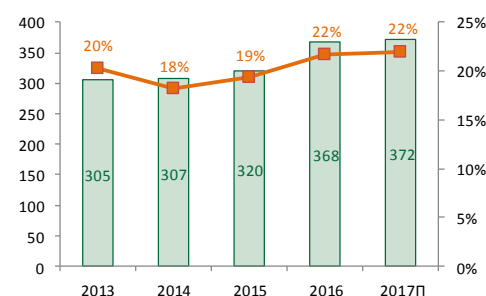


Источник: Bloomberg

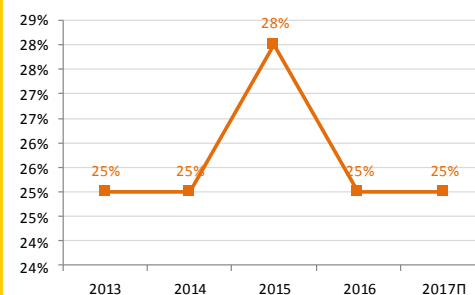
### Добыча нефти, млн б.н.э.



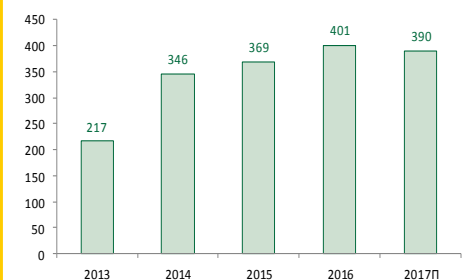
### EBITDA, млрд руб., рентабельность EBITDA



### Дивиденды/Чистая прибыль по МСФО



### Сарех, млрд руб.



Источник: Газпром нефть, прогноз АК BARC Финанс

**ПРИЛОЖЕНИЕ: СРАВНЕНИЕ С АНАЛОГАМИ**

	EV / EBITDA			P / E		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Россия</b>						
Газпром	3.9	3.6	3.2	3.3	4.5	3.8
Новатэк	8.5	10.7	9.5	7.9	11.2	9.9
Роснефть	5.2	4.4	3.8	18.0	8.5	5.8
Лукойл	3.9	3.5	3.0	11.7	5.9	5.4
Сургутнефтегаз	2.7	3.0	2.8	-16.3	4.0	3.8
Газпром нефть	4.3	3.9	3.4	4.7	4.2	3.3
Татнефть	6.2	5.5	5.0	7.9	6.7	6.0
Башнефть	4.7	4.3	4.0	9.4	7.2	7.0
<b>Медиана</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>
<b>Развитые рынки</b>						
Exxon Mobil	16.7	8.4	7.8	44.6	21.6	17.5
Chevron	18.1	7.0	6.2	-403.1	23.2	18.3
Conoco Phillips	18.3	8.2	6.8	-16.0	76.8	29.2
BP	13.0	5.5	4.9	1008.5	17.3	14.0
Royal Dutch Shell	11.0	6.3	5.6	49.8	15.3	12.4
Total	9.3	5.6	5.0	21.1	11.5	10.2
Statoil	44.1	23.3	21.2	-168.1	143.4	115.0
Repsol	7.6	5.4	5.1	12.5	11.2	9.8
ENI	7.8	4.9	4.1	-36.8	23.3	15.7
<b>Медиана</b>	<b>13.0</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>	<b>12.5</b>	<b>21.6</b>	<b>15.7</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>						
Petrobras	7.9	5.4	4.9	-13.8	12.8	11.0
Petrochina	6.3	5.5	5.2	169.3	31.5	24.6
Sinopec	4.1	3.9	3.6	15.0	12.9	11.9
CNOOC	7.5	4.5	4.0	562.3	14.2	10.7
ONGC	6.8	5.6	4.7	16.8	12.0	9.4
PTTEP	3.8	3.5	3.2	28.9	16.0	12.9
MedcoEnergi	8.5	5.3	5.1	3.1	3.2	2.6
<b>Медиана</b>	<b>6.8</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>16.8</b>	<b>12.9</b>	<b>11.0</b>

Источник: Bloomberg

**АК БАРС Банк (Казань)**

**Айдар Мухаметзянов**  
Директор департамента  
инвестиционного бизнеса  
т. +7 (843) 519-38-32  
[mai@akbars.ru](mailto:mai@akbars.ru)

**Дамир Вафин**  
Торговые операции  
т. +7 (843) 519-38-32  
[dvafin@akbars.ru](mailto:dvafin@akbars.ru)

**Инвестиционная компания  
АК БАРС Финанс (Москва)****ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ****Отдел срочного рынка**

**Степан Богданов**  
Зам. начальника отдела  
доб. 206; [sbogdanov@akbf.ru](mailto:sbogdanov@akbf.ru)

**ДЕПАРТАМЕНТ КАЗНАЧЕЙСТВО**

**Максим Барышников**  
Начальник департамента  
доб. 225; [mbaryshnikov@akbf.ru](mailto:mbaryshnikov@akbf.ru)

**ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ**

**Наталья Кондратьева**  
Начальник департамента  
доб. 165, 166; [nkondrateva@akbf.ru](mailto:nkondrateva@akbf.ru)

**Станислав Шумилов**  
Начальник отдела продаж и  
управления ценными бумагами  
доб. 229; [SShumilov@akbf.ru](mailto:SShumilov@akbf.ru)

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ**

**Елена Василева-Корзюк**  
доб. 221; [evasileva@akbf.ru](mailto:evasileva@akbf.ru)

**Полина Лазич**  
доб. 155; [plazich@akbf.ru](mailto:plazich@akbf.ru)

**Рустам Аскаргов**  
Брокерское обслуживание  
т. +7 (843) 519-39-58  
[askarovrr@akbars.ru](mailto:askarovrr@akbars.ru)

**тел. +7 (495) 644-29-95  
факс +7 (495) 644-29-96**

**Отдел управления ликвидностью**

**Армен Хонджарян**  
Начальник отдела  
доб. 222; [AKh@akbf.ru](mailto:AKh@akbf.ru)

**Отдел брокерского обслуживания**

**Ирина Князева**  
Начальник отдела  
доб. 120; [iknyazeva@akbf.ru](mailto:iknyazeva@akbf.ru)

**Ирина Буравцева**  
Главный специалист отдела  
доб. 136; [iburavtseva@akbf.ru](mailto:iburavtseva@akbf.ru)

**Максим Зеленева**  
Ведущий специалист  
доб. 134; [mzeleneva@akbf.ru](mailto:mzeleneva@akbf.ru)

**Александр Сидоров**  
доб. 192; [asidorov@akbf.ru](mailto:asidorov@akbf.ru)

**ОГРАНИЧЕНИЕ ПРИМЕНЕНИЯ, ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ И ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ О РИСКАХ**

Настоящий обзор АО ИК «АК БАРС Финанс» (далее – Компания) носит исключительно информационный характер и не является предложением и / или рекомендацией к совершению операций на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов по покупке, продаже ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов.

Оценки и мнения, отраженные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении рассматриваемых в обзоре ценных бумаг и эмитентов. Компания не утверждает, что все приведенные в обзоре сведения и выводы являются абсолютно достоверными и исчерпывающими. При подготовке настоящего обзора были использованы данные, которые известны Компании на момент составления обзора, и которые Компания считает достоверными, однако Компания, ее руководство и сотрудники не гарантируют точность, полноту и достоверность использованных данных, а также подготовленного на основе этих данных настоящего обзора. Любые сведения относительно будущих действий лиц или будущих событий (действий и событий, о которых на момент выпуска настоящего обзора Компания не располагает информацией, что они произошли), являются предположениями, а указанные действия / события могут не произойти. Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, актуальны только на даты, приближенные к дате его публикации. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения, исправления и / или дополнения в настоящий обзор в связи с утратой актуальности сведениями, содержащимися в нем, также в случае выявления несоответствия сведений, содержащихся в настоящем обзоре, действительности. Компания оставляет за собой право удалять или изменять любую информацию, содержащуюся в настоящем обзоре и на Сайте Компании, а также сам обзор без предварительного уведомления.

Компания обращает внимание, что операции на рынке ценных бумаг / финансовых инструментов связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Компания не несет ответственности за использование представленной в обзоре информации, а также Компания не несет ответственности за любые убытки, которые могут быть получены от любых операций с ценными бумагами и / или иными финансовыми инструментами, совершенных с учетом информации, содержащейся в настоящем обзоре.

Скачивание, копирование, печать настоящего обзора или его части возможно только для личного пользования, любое иное воспроизведение, использование либо распространение настоящего обзора или его части возможно только с согласия АО ИК «АК БАРС Финанс».

Настоящий обзор не предназначен для использования лицами, на которых распространяется действие законодательства тех государств, где подобное использование, публикация, доступ или применение противоречили бы действующему законодательству (в том числе подзаконным нормативным актам) либо требовали бы от Компании регистрации или приобретения лицензии на территории соответствующего государства. Выпуск и распространение настоящего обзора и иной информации в отношении ценных бумаг и / или иных финансовых инструментов в ряде государств могут ограничиваться законом и лица, в распоряжении которых оказывается обзор, обязаны самостоятельно ознакомиться и соблюдать все ограничения и запреты, содержащиеся в законодательстве соответствующего государства.