

Привлекательная стоимость

Динамика индекса ММВБ и
отраслевого индекса



Лист рекомендаций

Компания	Цена*, \$	Цел. цена, \$	Рек.
GAZP	5.34	7.50	BUY
ROSN	6.67	10.40	BUY
NVTK	11.89	16.20	BUY
LKOH	51.44	65.78	BUY
BANE	44.75	66.10	BUY
BANEP	32.56	49.57	BUY
SNGS	0.78	1.11	BUY
SNGSP	0.49	0.64	BUY
TATN	4.70	5.50	HOLD
TATNP	2.85	3.02	HOLD
SIBN	4.44	5.10	BUY
TNBP	2.61	3.01	BUY
TNBPP	2.26	2.70	BUY

* на 22.12.2011

Мультипликаторы 2012П

Компания	EV/EBITDA	P/E
GAZP	2.72	3.39
ROSN	4.20	6.60
NVTK	11.80	16.20
LKOH	2.90	4.80
BANE	4.00	5.10
SNGS	2.15	6.72
TATN	2.84	3.68
SIBN	3.13	6.25
TNBP	3.40	4.98

Ожидаемые дивиденды

Компания	Див./акцию, \$	Див. дн. дох.
BANE	6.70	15.0%
BANEP	6.70	20.0%
TNBP	0.29	11.0%
TNBPP	0.29	13.0%
SNGS	0.025	3.1%
SNGSP	0.06	12.0%
TATN	0.28	6.0%
TATNP	0.28	9.0%
SIBN	0.26	7.0%
GAZP	0.26	5.0%
LKOH	2.10	4.0%
ROSN	0.097	1.5%

Андрей Полищук
apolischuk@msk.bcs.ru

Мы сохраняем позитивный взгляд на российский нефтегазовый сектор. Хотя долговой кризис в Европе оказывает давление на рынок углеводородов, мы по-прежнему ожидаем роста мирового потребления нефти в 2012 г., при этом геополитическая напряженность в регионе МЕНА будет способствовать сохранению цен на нефть на высоком уровне. Мы видим три фактора, которые делают российские компании нефтегазового сектора привлекательными. Во-первых, среднее значение мультипликатора EV/EBITDA 2012П – 3.2х, что, на наш взгляд, является низким уровнем. Во-вторых, изменения в налоговом режиме позволят российским нефтяным компаниям увеличить операционные денежные потоки г-н-г. В-третьих, дивидендные доходности, по крайней мере, трех компаний по итогам 2011 г. превысят уровень в 10%. Нашими фаворитами на 2012 г. являются Газпром (с точки зрения ценовых уровней), НОВАТЭК (привлекательная история роста) и Роснефть (ввиду высокой эффективности).

Ожидаем роста мирового потребления нефти в 2012 г. Несмотря на долговой кризис в Европе, мировое потребление нефти, как ожидается, вырастет в 2012 г. По оценкам ОПЕК, в 2012 г. потребление нефти увеличится на 1.5% г-н-г до 89.5 млрд барр. в сутки. Основным драйвером роста является Китай, где ожидается увеличение потребления на 5.2% г-н-г в 2012 г. Мы не видим фундаментальных факторов для резкого падения цен на нефть в 2012 г. Кроме того, поддержку нефтяным котировкам продолжит оказывать напряженность на Ближнем Востоке.

Сектор выглядит привлекательно по мультипликаторам. Текущие ценовые уровни акций российского нефтегазового сектора выглядят привлекательно, исходя из среднего значения мультипликатор 2012 EV/EBITDA - 3.2х и 2012 P/E - 5.1х. Низкие мультипликаторы соответствуют существенно более низкому уровню цен на нефть, что указывает на то, что наиболее неблагоприятный сценарий уже учтен рынком. Поскольку вероятность падения цен на нефть, на наш взгляд, крайне невысока, мы считаем текущие уровни хорошей возможностью для покупок акций сектора.

Новый налоговый режим благоприятен для роста выручки. Мы ожидаем, что введение системы «60-66» станет весомым фактором улучшения финансовых результатов российских нефтяных компаний в 2012 г. Наш анализ ситуации в отрасли показывает, что дополнительный доход и экономия на налогах Роснефти, Сургутнефтегаза и ТНК-ВР составит 4.0-5.2% от показателя EBITDA компаний в 2012 г.

Дивиденды вырастут. На фоне сохранения высоких цен на нефть – среднее значение на уровне \$111 за баррель в 2011 г., размер дивидендов российских нефтегазовых компаний, как ожидается, увеличится. На данный момент, дивидендная доходность **Башнефть ап.** составляет 20%, а **Сургутнефтегаза ап.** – 12%. Обе компании являются нашими TOP PICKS на 2012 г.

Наша DCF-оценка целевой цены основана на консервативных прогнозах. Наши модели основаны на прогнозе средней цены на нефть (Brent) на 2012 г. на уровне \$95 за баррель и долгосрочном прогнозе \$103 за баррель, что ниже текущих уровней. С точки зрения привлекательности ценовых уровней, наши TOP PICKS – Газпром, НОВАТЭК и Роснефть.

Содержание

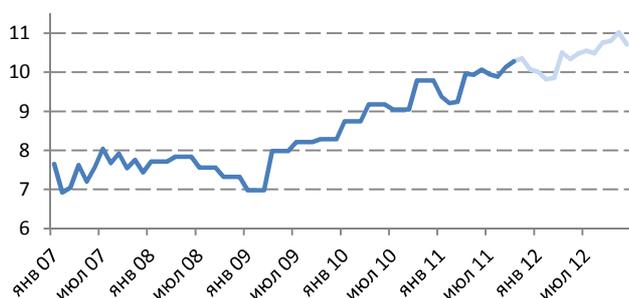
Обзор сектора	3
Лист рекомендаций и оценки	6
Результаты торгов	6
Оценка международных аналогов	6
Газпром	7
Роснефть	11
Лукойл	15
Новатэк	19
ТНК-ВР	23
Сургутнефтегаз	27
Газпром нефть	31
Татнефть	35
Башнефть	39

Рост производства и дивидендов

Китай и геополитическая напряженность поддержат цены на нефть. Благодаря высоким ценам на нефть (+40% г-н-г), 2011 год стал благоприятным для финансовых и операционных результатов российских компаний нефтегазового сектора. Сохранению нефтяных котировок на высоком уровне, в том числе, способствовала геополитическая напряженность в регионе MENA. В ноябре ОПЕК повысила краткосрочный прогноз номинальной цены на нефть до \$85-95/баррель с \$75-85/ баррель, указав геополитические риски в качестве обоснования для премии в \$15-20. Картель считает нефтяной рынок сбалансированным, и его члены, в первую очередь Саудовская Аравия, полностью компенсировали снижение добычи в Ливии.

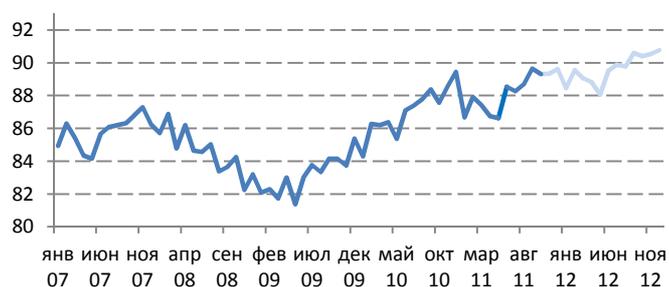
Высокий уровень цен на нефть частично связан со спекулятивными факторами, в частности - геополитической напряженностью; при этом, мы считаем, что поддержку нефтяным котировкам оказывает рост мирового потребления, главным образом, в Китае. В ноябре 2011 г. импорт нефти Китаем увеличился на 8.5% г-н-г до 5.5 млн барр. в сутки, а потребление жидких УВ повысилось на 5.8% до 10.38 млн барр. в сутки. Исходя из прогнозов ОПЕК, спрос на нефть в Китае повысится более чем на 5.2% в 2012 г., а развивающиеся страны будут основными, если не единственными, драйверами роста мирового потребления жидких углеводородов, что окажет поддержку ценам на нефть в 2012-2015 гг.

Потребление Китаем нефти и жидких УВ, млн барр./сутки



Источник: EIA

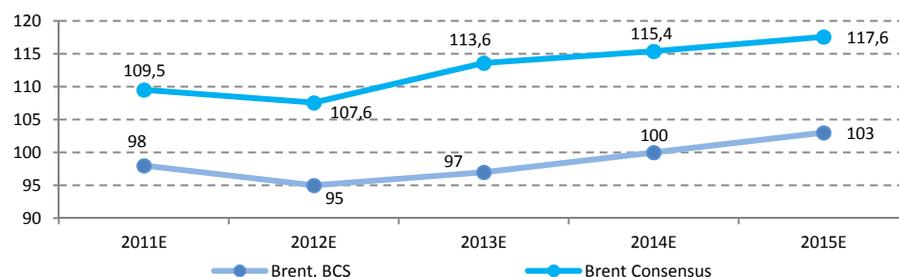
Мировое потребление нефти и жидких УВ, млн барр./сутки



Источник: EIA

Средняя цена на нефть сорта Brent (\$111/барр.) в 2011 г. превзошла наши ожидания (\$98/барр.). Тем не менее, мы сохраняем краткосрочный прогноз на 2012 г. на уровне \$95/барр., исключая премию за геополитическую напряженность, которая может как неожиданно исчезнуть, так и проявиться с новой силой. Наши ожидания по цене на нефть на 2012-2015 гг. более консервативны, чем консенсус-прогноз, что делает наши оценки более устойчивыми к возможному ухудшению рыночной конъюнктуры.

Прогнозы БКС и консенсус-прогнозы по цене на нефть, \$/барр.

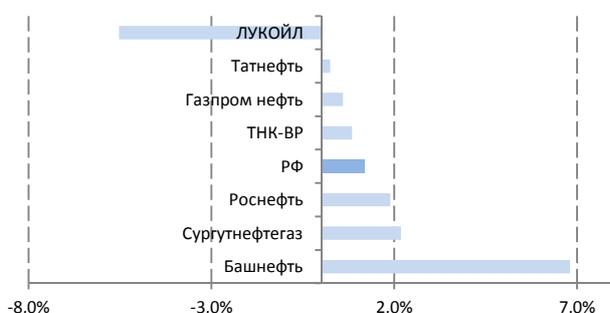


Источник: EIA, оценки БКС

Добыча нефти в России увеличивается. Объемы добычи в 2011 г. увеличились. Российские компании нефтегазового сектора, в первую очередь, Башнефть, Роснефть и Сургутнефтегаз, продолжили наращивать объемы добычи. Башнефть планирует достичь пика добычи нефти на уровне 15 млн тонн в 2011 г. и сохранить показатель на этом уровне в течение ближайших нескольких лет до запуска месторождений им. Третьякова и им. Титова. Роснефть продолжит увеличивать объемы добычи в ближайшие несколько лет, благодаря разработке Ванкорского месторождения в Восточной Сибири, которое является основным активом компании, обеспечивающим рост производства. Сургутнефтегаз также покажет значительное увеличение добычи, благодаря Талаканскому месторождению в Восточной Сибири.

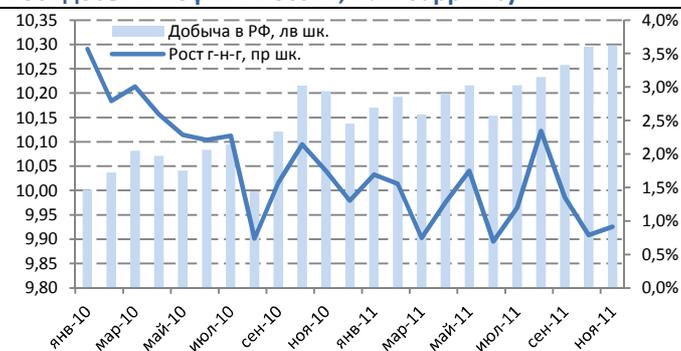
Объемы добычи ЛУКОЙЛа, напротив, снизились за 11М11 в результате сокращения резервов и повышения обводненности Южно-Хыльчуйского месторождения. На этом фоне финансовые показатели компании за 3К11 ухудшились. Однако ЛУКОЙЛ принял долгосрочную стратегию инвестиций в upstream-сегмент, что, на наш взгляд, развернет понижающийся тренд в добыче в долгосрочной перспективе. Тем не менее, в 2012 г. показатель, по нашим прогнозам, вновь снизится – на 1.5-1.7%.

Рост добычи нефти, г-н-г, 11М11



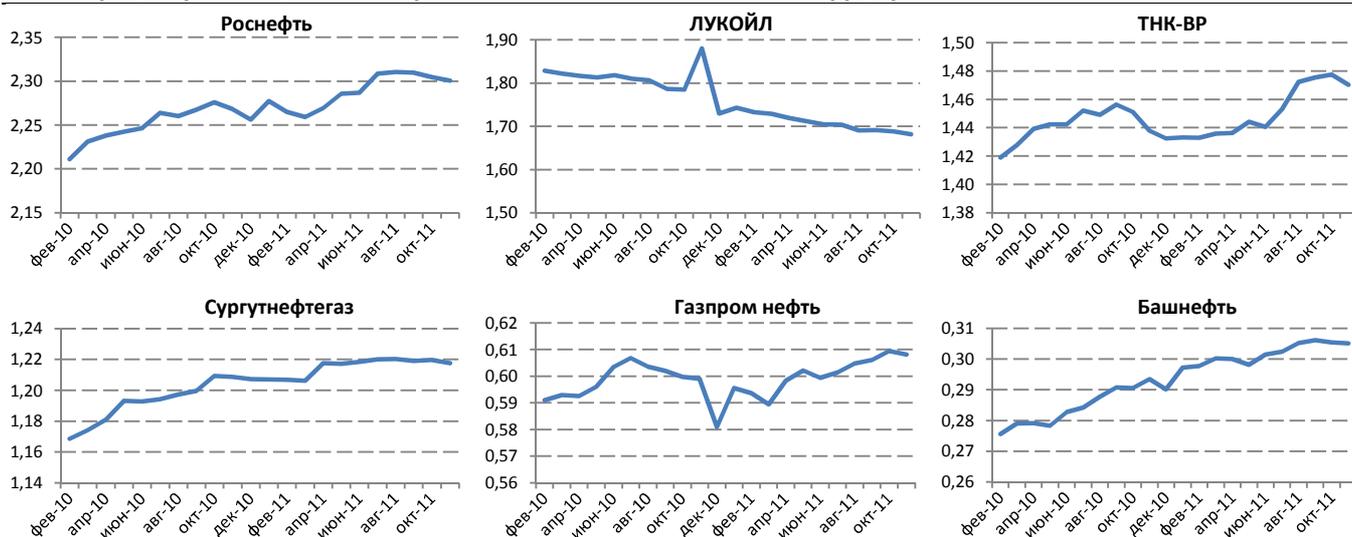
Источник: Минэнерго, оценки БКС

Рост добычи нефти в России, млн барр. в сутки



Источник: Минэнерго, оценки БКС

Объем среднесуточной добычи нефти в России по компаниям, млн барр./сутки



Источник: Минэнерго, оценки БКС

Российские компании увеличивают добычу газа. Объемы добычи газа в России увеличились на 3.6% г-н-г до 608.2 млрд куб. м за 11М11, в первую очередь благодаря результатам независимых производителей – НОВАТЭК увеличил показатель на 44% г-н-г до 48.4 млрд куб. м. Объемы добычи Газпрома увеличились всего на 0.6% за 11М11 ввиду замедления экономического роста и, как следствие, более медленного, чем ожидалось, восстановления спроса в Европе, а также превышения контрактными ценами котировок на спотовом рынке Европы. Тем не менее, мы ожидаем роста объемов добычи и объемов экспорта природного газа в дальнейшем зарубежье на 10-15 млрд куб. м в 2012 г. Одним из позитивных факторов для компании является повышение спроса на СПГ со стороны Японии из-за аварии на АЭС.

Объемы добычи газа, млрд куб. м

	Нояб. 11	Нояб.10	м-н-м, %	Янв-нояб. 11	Янв-нояб. 10	г-н-г, %
Газпром	45.497	46.498	-2.2%	461.433	458.719	0.6%
НОВАТЭК	4.647	3.689	26.0%	48.415	33.672	43.8%
Российские НК	6.673	5.021	32.9%	58.95	52.797	11.7%
Прочие	1.657	1.958	-15.4%	16.95	19.39	-12.6%
СРП-операторы	2.262	2.105	7.5%	22.411	21.627	3.6%
Итого	60.736	59.271	2.5%	608.159	586.745	3.6%

Источник: БКС

Российские компании покажут сильные результаты за 4К11. Мы ожидаем, что российские нефтегазовые компании покажут сильные результаты по итогам 4К11. В 3К11 Роснефть, Газпром нефть, ТНК-ВР и Сургут представили сильные финансовые результаты, превзошедшие ожидания рынка. Мы прогнозируем дальнейший рост рентабельности в 4К11 благодаря введению налогового режима «60-66» в октябре 2011 г. Мы считаем, что нефтегазовый сектор обеспечит наиболее высокую дивидендную доходность по итогам 2011 г. благодаря росту чистой прибыли и процента отчислений на дивиденды.

По нашим оценкам, наиболее высокую дивидендную доходность по итогам 2011 г. получат держатели привилегированных акций Башнефти – около 20%. Тем не менее, наиболее надежной дивидендной историей мы считаем «префы» Сургутнефтегаза – коэффициент выплат дивидендов (более 7% чистой прибыли по РСБУ) закреплен в уставе компании. Кроме того, акции Сургутнефтегаза дают защиту от рыночной волатильности и валютного риска, так как ослабление российского рубля приводит к росту дивидендных отчислений из-за дополнительной прибыли по курсовым разницам.

Ожидаемый размер дивидендов по акциям компаний нефтегазового сектора

	Период	Див. на акцию, \$	Див. доходность	Закрытие реестра
Башнефть ао	2011	6.7	15.0%	May 2012
Башнефть ап	2011	6.7	20.0%	May 2012
ТНК-ВР ао	2Н11	0.29	11.0%	May 2012
ТНК-ВР ап	2Н11	0.29	13.0%	May 2012
Сургутнефтегаз ао	2011	0.025	3.1%	May 2012
Сургутнефтегаз ап	2011	0.06	12.0%	May 2012
Татнефть ао	2011	0.28	6.0%	May 2012
Татнефть ап	2011	0.28	9.0%	May 2012
Газпром нефть ао	2011	0.26	7.0%	May 2012
Газпром ао	2011	0.26	5.0%	May 2012
ЛУКОЙЛ ао	2011	2.1	4.0%	May 2012
Роснефть ао	2011	0.097	1.5%	May 2012

Источник: БКС

Мы ожидаем, что Газпром увеличит дивиденды более чем в два раза до RUR8.4 (\$0.26) на акцию, дивидендная доходность составит около 5%. В декабре 2011 г. совет директоров Газпрома одобрил инвестиционную программу, предполагающую снижение CAPEX на 40% г-н-г в 2012 г. В результате, компания сможет направить средства на сокращение долга и увеличение дивидендов. Низкие мультипликаторы в сочетании с резким ростом денежных потоков и повышением дивидендов делают акции Газпрома одной из наиболее привлекательных инвестиций в секторе.

Лист рекомендаций и оценки

Компания	Цена, \$	Цел. цена, \$	Пот. роста	Рек.	Р. кап., \$ млн	EV, \$ млн	EV/SALES			EV/EBITDA			P/E		
							2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Нефтегазовый сектор															
Газпром	5.35	7.50	40%	BUY	126 550	150 969	1.3	1.0	1.0	3.3	2.6	2.7	4.0	3.2	3.4
НОВАТЭК	11.9	16.2	36%	BUY	36 104	37 369	9.7	5.7	5.5	20.4	11.7	11.8	27.1	16.0	16.2
Роснефть	6.7	10.4	56%	BUY	70 738	86 974	1.4	1.0	1.0	4.5	3.5	4.2	6.8	5.1	6.7
ЛУКОЙЛ	51.4	65.78	28%	BUY	43 751	49 290	0.5	0.3	0.4	3.1	2.1	2.6	4.9	3.0	4.2
Сургутнефтегаз	0.78	1.11	42%	BUY	31 856	19 740	1.0	0.7	0.9	2.4	1.8	2.2	6.6	4.9	6.7
Сургут. прив.	0.50	0.64	29%	BUY	3 832	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТНК-ВР Холд.	2.61	3.01	15%	BUY	40 132	43 024	1.0	0.8	0.9	4.3	2.6	3.4	6.0	3.6	5.0
ТНК-ВР Холд. прив.	2.28	2.71	19%	BUY	1 028	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Татнефть	4.70	5.50	17%	HOLD	10 670	13 711	0.9	0.6	0.7	5.5	3.2	3.1	6.7	3.8	3.7
Татнефть прив.	2.87	3.03	5%	HOLD	424	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Газпром нефть	4.44	5.10	15%	BUY	21 058	22 187	0.7	0.5	0.5	3.5	2.3	3.2	6.7	3.9	6.3
Башнефть	44.8	66.10	48%	BUY	8 749	12 287	0.9	0.7	0.7	4.9	4.2	4.0	5.3	5.0	5.1
Башнефть прив.	34.4	49.58	44%	BUY	1 189	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Медиана							1.0	0.7	0.9	4.3	2.6	3.2	6.6	3.9	5.1

Результаты торгов

Компания	Тикер	Валюта	Значение	1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD	52WL	52WH	
Нефтегазовый сектор													
Газпром	GAZP RX	RUB	170	-1.6%	▼	-1%	0%	11%	-16%	-14%	-12%	139	247
НОВАТЭК	NVTK RX	RUB	378	-1.6%	▼	-2%	-5%	3%	11%	20%	12%	272	428
Роснефть	ROSN RX	RUB	212	-1.1%	▼	1%	3%	9%	-10%	-5%	-3%	171	276
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	RUB	1 633	-1.0%	▼	1%	-1%	2%	-7%	-7%	-5%	1 500	2 090
Сургутнефтегаз	SNGS RX	RUB	25	-2.7%	▼	-4%	-8%	1%	-9%	-20%	-23%	20	36
Сургут. прив.	SNGSP RX	RUB	16	-0.9%	▼	-2%	0%	10%	14%	1%	1%	11	18
ТНК-ВР Холд.	TNBP RX	RUB	83	0.0%	▲	0%	2%	7%	-5%	0%	2%	70	98
ТНК-ВР Холд. прив.	TNBPP RX	RUB	73	0.3%	▲	0%	0%	3%	-5%	-5%	-3%	64	83
Татнефть	TATN RX	RUB	149	-2.8%	▼	0%	2%	9%	-10%	1%	3%	120	200
Татнефть прив.	TATNP RX	RUB	91	-0.7%	▼	-1%	-6%	14%	6%	9%	6%	71	134
Газпром нефть	SIBN RX	RUB	141	0.0%	▲	4%	6%	20%	16%	10%	11%	106	158
Башнефть	BANE RU	USD	45	2.9%	▲	-3%	-9%	-3%	-20%	-3%	-2%	40	62
Башнефть прив.	BANEP RU	USD	34	4.9%	▲	-5%	-21%	-7%	-25%	-8%	-6%	31	52

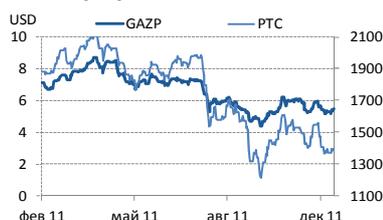
Оценка международных аналогов

Компания	Страна	Тикер	Р. кап., \$ млн	EV, \$ млн	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Нефть и газ - развивающиеся рынки													
SASOL LTD	SOUTH AFRICA	SOLSJ	29 172	29 802	1.8	1.5	1.5	7.1	5.6	5.2	13.9	10.3	9.0
CNOOC LTD	CHINA	883 HK	76 607	69 226	2.6	1.9	1.9	4.7	3.6	3.6	9.5	7.1	7.5
PETROCHINA CO-H	CHINA	857 HK	274 406	315 740	1.5	1.1	1.1	7.0	6.0	5.5	13.3	12.3	11.2
RELIANCE INDS	INDIA	RIL IN	46 018	56 148	1.3	1.0	1.0	8.8	6.7	7.5	8.9	10.9	10.8
PETROBRAS	BRAZIL	PETR3 BZ	159 791	210 663	1.8	1.6	1.5	6.4	5.7	5.3	8.3	7.7	7.8
OIL & NATURAL GA	INDIA	ONGC IN	42 244	39 394	1.8	1.5	1.5	5.3	4.3	3.5	10.3	8.6	8.3
Медиана					1.8	1.5	1.5	6.7	5.6	5.3	9.9	9.4	8.7
Нефть и газ - развитые рынки													
ROYAL DUTCH SH-A	NETHERLANDS	RDSA LN	232 106	253 812	0.7	0.5	0.6	6.1	3.9	3.9	11.5	8.6	8.2
EXXON MOBIL CORP	UNITED STATES	XOM US	398 411	410 424	1.2	0.9	0.9	7.5	4.6	4.7	13.1	9.6	10.3
CHEVRON CORP	UNITED STATES	CVX US	209 962	206 013	1.1	0.8	0.8	5.4	3.4	3.5	11.0	7.5	8.2
BP PLC	BRITAIN	BP/ LN	132 794	160 570	0.5	0.4	0.4	4.2	3.4	3.5	-	5.9	6.0
TOTAL SA	FRANCE	FP FP	117 273	136 567	0.7	0.6	0.6	3.7	3.3	3.2	8.4	7.7	7.6
ENI SPA	ITALY	ENI IM	81 548	125 593	1.0	0.8	0.8	3.8	3.5	3.2	9.7	8.3	7.7
CONOCOPHILLIPS	UNITED STATES	COP US	93 765	111 409	0.6	0.5	0.5	4.9	3.6	3.8	8.3	7.8	8.7
STATOIL ASA	NORWAY	STL NO	80 751	85 918	1.0	0.8	0.8	2.8	2.1	2.0	12.8	9.6	8.5
REPSOL YPF SA	SPAIN	REP SM	36 885	63 081	0.9	0.7	0.7	4.0	5.5	4.8	5.9	12.6	10.4
OCCIDENTAL PETE	UNITED STATES	OXY US	75 586	77 417	4.1	3.4	3.3	7.2	5.3	5.1	16.7	11.2	10.9
BG GROUP PLC	BRITAIN	BG/ LN	70 491	81 985	4.8	4.0	3.5	9.5	7.5	6.6	21.0	16.3	14.0
MARATHON OIL	UNITED STATES	MRO US	19 803	20 213	0.3	0.8	1.7	2.7	2.5	2.6	7.7	7.3	7.7
SUNCOR ENERGY	CANADA	SU CN	43 172	50 556	1.5	1.3	1.2	6.8	4.7	4.7	12.4	8.9	8.6
HESS CORP	UNITED STATES	HES US	18 973	23 819	0.7	0.6	0.6	4.1	3.5	3.1	8.9	8.7	7.9
ENCANA CORP	CANADA	ECA CN	13 875	22 216	2.5	3.0	3.0	4.0	4.9	4.8	9.3	31.0	26.0
DEVON ENERGY CO	UNITED STATES	DVN US	25 224	27 632	2.8	2.8	2.6	4.7	4.3	4.0	5.5	9.2	9.0
APACHE CORP	UNITED STATES	APA US	34 423	42 266	3.5	2.5	2.3	4.7	3.4	3.2	11.4	7.4	7.0
Медиана					1.0	0.8	0.8	4.7	3.6	3.8	10.4	8.7	8.5

BUY

Низкие мультипликаторы и высокие дивиденды

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	GAZP RX
Цена, \$	5.3457
Целевая цена, \$	7.5000
Потенциал, %	40%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	126 550
Free float, %	44%
Free float, \$ mn	55 682
EV, \$ mn	150 969

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-0.8%
Изм. 1M, %	0.5%
Изм. 3M, %	11.1%
Изм. YTD, %	-12.3%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	2.6	2.7
P/E, x	3.2	3.4

Мы сохраняем позитивный взгляд на Газпром. Мы считаем, что сокращение CAPEX на 2012 г. является мощным драйвером роста стоимости компании, поскольку газовый монополист сможет, таким образом, увеличить свободные денежные потоки и повысить дивиденды. Газпром – самая недооцененная бумага в нефтегазовом секторе по мультипликаторам: EV/EBITDA составляет 2.7x, а P/E - 3.4x, при этом компания обладает сильными фундаментальными характеристиками, а дивидендная доходность ее акций – самая высокая среди российских blue chips. Мы повышаем целевую цену акций компании с \$7.12 до \$7.5 и подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Низкие мультипликаторы, стабильная выручка. Акции Газпрома выглядят чрезвычайно привлекательно на текущих ценовых уровнях – мультипликатор 2012 EV/EBITDA составляет 2.7x, P/E - 3.4x при среднем значении мультипликаторов сектора - 3.2x и 5.1x соответственно. Также мы считаем, что поток выручки компании останется стабильным. С нашей точки зрения, принцип «take or pay» в долгосрочных контрактах и высокий уровень средней отпускной цены защищает Газпром от риска падения спроса в Европе. Кроме того, правительство планирует увеличивать цены на газ на внутреннем рынке на 15% в год в ближайшие четыре года.

Сокращение инвестиций увеличит FCF и размер дивидендов. Сокращение инвестпрограммы Газпрома на 2012 г. благоприятно для компании, поскольку такой шаг приведет к значительному росту свободных денежных потоков, а сэкономленные средства могут быть направлены на сокращение долга и увеличение дивидендов. Мы ожидаем снижения инвестпрограммы в 2012 г. с US\$32-39 млрд до US\$26 млрд, что повысит FCF в 10 раз по сравнению с 2011 г.

Газпром выплачивает самые высокие дивиденды среди российских «голубых фишек». Мы ожидаем, что приблизительно около половины средств, сэкономленных в результате сокращения инвестпрограммы, будет направлена на выплату дивидендов. По итогам 2011 г., по нашим оценкам, Газпром удвоит размер дивидендов до RUR8.4 на акцию (US\$0.26), что предполагает дивидендную доходность на уровне 5%. В ближайшие три года Газпром планирует сохранить размер дивидендов на высоком уровне.

Транзитный риск существенно снизился. Запуск трубопровода «Северный поток» и заключение нового соглашения с Белоруссией, на наш взгляд, значительно снижает риски транзита природного газа в Европу. Через «Северный поток» Газпром планирует поставлять более 27 млрд куб. м газа в год (более 16% совокупного объема поставок в Европу).

Повышаем целевую цену и сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Акции Газпрома выглядят чрезвычайно привлекательно на текущих низких ценовых уровнях, принимая во внимание прогноз высоких свободных денежных потоков в 2012 г. Мы повышаем целевую цену по акциям Газпрома с \$7.12 до \$7.5 ввиду сокращения инвестиционной программы и подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	79 151	94 732	132 329	94 425	118 647	144 367	147 063	156 959	171 652	186 892
Cost of sales	15 508	20 190	21 815	16 754	21 555	25 586	26 640	31 419	36 683	42 570
Gross profit	63 643	74 542	110 515	77 671	97 092	118 782	120 423	125 541	134 970	144 322
Operating expenses	33 261	45 432	53 888	47 431	56 794	67 638	72 760	76 719	82 043	87 122
General and Administrative exp	1 394	1 676	1 950	1 793	2 020	2 672	2 805	3 188	3 676	4 215
EBIT	28 988	27 435	54 677	28 447	38 279	48 472	44 859	45 634	49 251	52 985
DD&A	6 158	7 177	7 845	6 973	8 022	9 000	10 666	11 561	12 932	14 126
EBITDA	35 147	34 611	62 522	35 420	46 301	57 472	55 525	57 195	62 183	67 111
Other costs/income	-2 496	-8 695	13 179	-2 430	-3 661	-3 532	-3 772	-4 079	-4 505	-5 033
PBT	31 485	36 130	41 498	30 878	41 940	52 004	48 631	49 712	53 756	58 018
Income tax expense	8 077	8 961	10 469	5 853	9 078	10 921	10 213	10 440	11 289	12 184
Non-cont. int and forex	850	1 444	1 144	448	969	1 128	1 055	1 079	1 167	1 259
Net income	22 558	25 725	29 884	24 577	31 892	39 954	37 363	38 194	41 301	44 575
Adj. EBITDA	35 147	34 611	62 522	35 420	46 301	57 472	55 525	57 195	62 183	67 111
Adj net income	22 558	25 725	29 884	24 577	31 892	39 954	37 363	38 194	41 301	44 575
EPS	0.9529	1.0866	1.2624	1.0382	1.3472	1.6877	1.5783	1.6134	1.7446	1.8829

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	115 267	142 178	136 846	162 011	180 001	213 322	231 227	258 643	282 519	303 047
Other long-term assets	30 105	70 699	53 641	58 940	61 800	64 396	66 972	69 316	71 395	72 823
Total long-term assets	145 371	212 877	190 486	220 951	241 801	277 717	298 199	327 959	353 914	375 869
Inventory	7 879	9 996	9 427	9 481	10 687	12 267	12 773	15 064	17 588	20 410
Accounts receivable	-25 144	-28 410	-23 007	-28 000	-24 865	-29 665	-30 219	-32 252	-35 271	-38 402
Cash, investments and equiv.	14 742	16 499	12 629	10 144	14 826	7 235	14 063	17 285	25 812	42 421
Other	8 532	8 900	8 447	8 160	10 839	12 271	12 500	12 871	13 904	14 951
Total short-term assets	56 297	63 805	53 508	55 786	61 217	61 438	69 555	77 471	92 574	116 184
Total assets	201 668	276 683	243 995	276 737	303 018	339 156	367 753	405 430	446 488	492 054
Short-term debt	14 947	21 406	15 000	14 438	6 268	4 094	2 225	2 185	2 813	2 790
Payables	15 121	19 775	15 887	16 603	23 052	26 287	26 275	30 988	36 180	41 986
Other	2 597	2 996	1 954	3 611	3 857	4 331	4 412	4 709	5 150	5 607
Total short-term liabilities	74 444	100 996	76 769	89 921	88 571	89 670	86 118	90 182	94 551	100 530
Long-term debt	26 036	40 121	31 482	39 320	36 890	34 747	34 088	33 465	31 527	29 589
Other	15 743	16 698	12 446	15 948	18 503	20 211	19 118	18 835	18 882	20 558
Total long-term liabilities	74 444	100 996	76 769	89 921	88 571	89 670	86 118	90 182	94 551	100 530
Shareholders equity	121 096	160 928	156 743	176 141	205 044	241 888	273 058	305 648	341 220	379 600
Minorities	6 128	14 758	10 483	10 675	9 403	7 598	8 577	9 600	10 718	11 923
Total assets and shareholders equity	201 668	276 683	243 995	276 737	303 018	339 156	367 753	405 430	446 488	492 054

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	22 558	25 725	29 884	24 577	31 892	39 954	37 363	38 194	41 301	44 575
DD&A	6 158	7 177	7 845	6 973	8 022	9 000	10 666	11 561	12 932	14 126
Other items	76	-8 806	1 666	-879	2 218	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	28 792	24 095	39 395	30 672	42 131	48 955	48 029	49 755	54 233	58 701
Changes in WC	-8 781	-698	1 496	-2 388	5 946	-4 104	-1 219	315	-943	-738
Operating cash flow	20 011	23 397	40 891	28 284	48 078	44 851	46 810	50 070	53 290	57 963
CAPEX	-16 219	-21 244	-28 750	-25 083	-34 331	-42 321	-28 571	-38 978	-36 808	-34 653
Other	-2 620	-13 636	-7 276	-6 225	-252	-2 640	-2 581	-2 364	-2 109	-1 458
Investing cash flow	-18 840	-34 880	-36 026	-31 309	-34 584	-44 961	-31 153	-41 341	-38 917	-36 112
Free cash flow	3 884	2 247	12 234	3 233	13 801	2 530	18 239	11 093	16 482	23 310
Financing cash flow	3 472	12 107	-2 771	-90	-6 993	-7 525	-8 835	-5 527	-5 876	-5 273
Adjustments	-143	-238	509	150	-211	-	-	-	-	-
Net cash flow	4 500	386	2 604	-2 966	6 290	-7 635	6 822	3 202	8 497	16 578
Cash end. per	10 694	11 859	11 830	8 420	14 582	6 946	13 769	16 971	25 469	42 047

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	1.91	1.59	1.14	1.60	1.27	1.05	1.03	0.96	0.88	0.81
EV/EBITDA, (x)	4.30	4.36	2.41	4.26	3.26	2.63	2.72	2.64	2.43	2.25
EV/EBIT, (x)	5.21	5.50	2.76	5.31	3.94	3.11	3.37	3.31	3.07	2.85
EV/FCF, (x)	38.87	67.20	12.34	46.69	10.94	59.67	8.28	13.61	9.16	6.48
P/E, (x)	5.61	4.92	4.23	5.15	3.97	3.17	3.39	3.31	3.06	2.84
P/BV, (x)	1.05	0.79	0.81	0.72	0.62	0.52	0.46	0.41	0.37	0.33

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	80.4%	78.7%	83.5%	82.3%	81.8%	82.3%	81.9%	80.0%	78.6%	77.2%
EBITDA margin, %	44.4%	36.5%	47.2%	37.5%	39.0%	39.8%	37.8%	36.4%	36.2%	35.9%
EBIT margin, %	36.6%	29.0%	41.3%	30.1%	32.3%	33.6%	30.5%	29.1%	28.7%	28.4%
Net margin, %	28.5%	27.2%	22.6%	26.0%	26.9%	27.7%	25.4%	24.3%	24.1%	23.9%
Effective income tax rate, %	-25.7%	-24.8%	-25.2%	-19.0%	-21.6%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	14 947	21 406	15 000	14 438	6 268	4 094	2 225	2 185	2 813	2 790
As % of gross debt	36%	35%	32%	27%	15%	11%	6%	6%	8%	9%
Long-term debt	26 036	40 121	31 482	39 320	36 890	34 747	34 088	33 465	31 527	29 589
Gross debt	40 983	61 527	46 482	53 759	43 158	38 841	36 312	35 650	34 339	32 379
Gross debt to EBITDA, (x)	1.17	1.78	0.74	1.52	0.93	0.68	0.65	0.62	0.55	0.48
Cash, investments and equiv.	14 741.89	16 498.78	12 628.59	10 144.44	14 825.79	7 235.17	14 062.97	17 285.16	25 811.85	42 420.56
Net debt	26 242	45 028	33 853	43 614	28 332	31 605	22 250	18 365	8 527	-10 042
Net debt to MC	0.207	0.356	0.268	0.345	0.224	0.250	0.176	0.145	0.067	-0.079
Net debt to EV	0.174	0.298	0.224	0.289	0.188	0.209	0.147	0.122	0.056	-0.067
Net debt to book equity	0.217	0.280	0.216	0.248	0.138	0.131	0.081	0.060	0.025	-0.026

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	19.7%	39.7%	-28.6%	25.7%	21.7%	1.9%	6.7%	9.4%	8.9%
EBITDA	-	-1.5%	80.6%	-43.3%	30.7%	24.1%	-3.4%	3.0%	8.7%	7.9%
EBIT	-	-5.4%	99.3%	-48.0%	34.6%	26.6%	-7.5%	1.7%	7.9%	7.6%
Net income	-	14.0%	16.2%	-17.8%	29.8%	25.3%	-6.5%	2.2%	8.1%	7.9%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.057	0.103	0.091	0.012	0.078	0.122	0.262	0.237	0.242	0.262
Div. per pref. share, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total com share dividend payment, \$	1 348.662	2 449.317	2 143.347	281.828	1 856.289	2 893.429	6 192.941	5 604.500	5 729.107	6 195.167
As % of net income	-	11%	8%	1%	8%	9%	16%	15%	15%	15%
Total dividend payments, \$ mn	1 349	2 449	2 143	282	1 856	2 893	6 193	5 604	5 729	6 195
As % of net income	-	11%	8%	1%	8%	9%	16%	15%	15%	15%
As % of free cash flow	-	63%	95%	2%	57%	21%	245%	31%	52%	38%
Closing dates	12/05/06	11/05/07	08/05/08	08/05/09	07/05/10	12/05/11	may 2012	may 2013	may 2014	may 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	1%	2%	2%	0%	1%	2%	5%	4%	5%	5%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	19%	16%	19%	14%	16%	17%	14%	12%	12%	12%
ROA, %	11%	9%	12%	9%	11%	12%	10%	9%	9%	9%
ROCI, %	13%	11%	14%	10%	12%	13%	12%	11%	11%	11%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Sector:			
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	GAZP RX		
Price in trading cur.			
Currency			
Last price, US\$	5.35		
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	7.50		
Valid recommendation	BUY		
From date:	22/12/2012		
Performance since, %			
Current Upside/Downside, %	40%		
Previous Rec	BUY		
Previous TP, \$	7		
Calculated TP, \$			
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	23673.5		
Treasury shares, mn	724.4		
Free float, %	44%		
Free float, MC	55682		
MC&EV			
MC, US\$ mn	126550		
Net debt, US\$ mn	28555		
Non-cont. int, US\$ mn	9764		
Other, US\$ mn	-13900		
EV, US\$ mn	150969		

IR contacts	
Name:	Andrey Baranov
Position:	Head of IR
Phone:	+7 (495) 719 34 83
E-mail:	ir@gazprom.ru
Address:	16 Nametkina St., Moscow

Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	GAZP RM		
RTS Ticker	GAZP RU		
LSE Ticker	OGZD LI		1:2
Ger. Ticker	GAZ GR		1:2
US Ticker	OGZPY US		1:2

Underlying reporting	
Standard	IFRS
Frequency	Q/H/Y
Currency	RUB
Lat. rep. date	09/11/2011

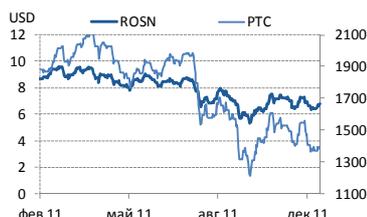
Key people	
CEO:	Alexey Miller
CFO:	Andrey Kruglov
B.Chairman:	Alexey Miller

Source: company, BCS

BUY

Эффективные инвестиции на фоне высоких цен на нефть

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	ROSN RX
Цена, \$	6.67
Целевая цена, \$	10.40
Потенциал, %	56%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	70 738
Free float, %	15%
Free float, \$ mn	10 908
EV, \$ mn	86 974

Результаты торгов

Изм. 1W, %	1.4%
Изм. 1M, %	3.0%
Изм. 3M, %	9.5%
Изм. YTD, %	-3.5%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	3.5	4.2
P/E, x	5.1	6.7

Мы сохраняем позитивный взгляд на Роснефть, крупнейшую российскую нефтяную компанию. Роснефть показывает стабильный рост и самую низкую себестоимость добычи среди российских нефтяных компаний. Роснефть эффективно использует высокие цены на нефть, преобразовывая денежные потоки в инвестиции и повышая добычу нефти. Мы ожидаем стабильного увеличения объемов добычи в 2012-2015 гг., за счет Ванкорского месторождения и возможности наращивать резервы благодаря статусу нефтяной компании №1 в России. Кроме того, Роснефть является основным бенефициаром нового налогового режима «60-66». Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям компании с целевой ценой \$10.4.

Стабильный рост объемов добычи благодаря новым и старым месторождениям. Производственные показатели Роснефти превзошли прогнозы менеджмента и наши ожидания в 2011 г., несмотря на отмену льгот на НДС. За 9M11 компания увеличила объемы добычи нефти на 2.7% г-н-г и, по нашим оценкам, превысит свой же обновленный прогноз по темпам роста на 2011 г. (2% г-н-г). Кроме того, хотя другие российские компании испытывают трудности с поддержанием объемов добычи на старых месторождениях, Роснефти удалось не только стабилизировать добычу, но и увеличить этот показатель на старых месторождениях в Западной Сибири. За 9M11 добыча нефти Юганскнефтегазом (56% суммарной добычи нефти) увеличилась на 1.5% г-н-г за счет увеличения капитальных вложений на 22% г-н-г.

Ванкорское месторождение – новый драйвер роста добычи. Роснефть имеет возможность увеличить объемы добычи на 2.5% г-н-г в 2012 г., в первую очередь, благодаря 20%-ному росту показателя на Ванкорском месторождении. По нашим оценкам, за три года, с 2012 по 2015 гг., объемы добычи увеличатся на 70% – до 185 млн барр. в год, или более 20% совокупной добычи Роснефти за этот период. В 2012 г. Роснефть имеет все шансы выиграть тендер на «Лодочное» месторождение (находящееся недалеко от Ванкорского проекта), доказанные запасы нефти которого оцениваются на уровне 340 млн барр., а природного газа - 70 млрд куб. м.

Роснефть – основной бенефициар системы «60-66». В октябре 2011 г. в России был введен новый налоговый режим, снижающий экспортные пошлины на сырую нефть и повышающий пошлины на темные нефтепродукты в целях стимулирования производства светлых нефтепродуктов. Роснефть является основным бенефициаром системы «60-66», поскольку благодаря новому налоговому режиму показатель EBITDA увеличится более чем на \$800 млн в год (более чем на 3.8% ожидаемого показателя EBITDA в 2012 г.).

Стабильный рост объемов добычи, международная экспансия. Компания занимает лидирующие позиции на российском рынке нефти благодаря эффективному менеджменту, поддержке правительства, стабильному росту и низкой себестоимости добычи. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Роснефти с целевой ценой \$10.4 за бумагу.

Андрей Полищук
apolischuk@msk.bcs.ru

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	33 099	49 216	68 991	46 826	63 047	91 076	83 273	88 867	96 408	101 699
Cost of sales	13 337	16 902	26 578	16 155	21 535	34 957	31 446	33 313	35 962	37 127
Gross profit	19 762	32 314	42 413	30 671	41 512	56 119	51 827	55 554	60 447	64 572
Operating expenses	13 367	20 174	27 656	20 040	26 322	35 223	35 825	39 849	43 179	45 998
General and Administrative exp	757	1 341	1 632	1 416	1 584	2 186	1 832	1 911	2 025	2 136
EBIT	5 638	10 799	13 125	9 215	13 606	18 710	14 170	13 794	15 243	16 438
DD&A	1 638	3 286	3 983	4 350	5 597	6 058	6 504	6 950	7 178	7 515
EBITDA	7 276	14 085	17 108	13 565	19 203	24 768	20 674	20 744	22 421	23 952
Other costs/income	1 473	-6 990	6	696	290	588	432	379	299	161
PBT	4 165	17 789	13 119	8 519	13 316	18 122	13 739	13 415	14 945	16 276
Income tax expense	540	4 906	1 904	2 000	2 644	3 806	2 885	2 817	3 138	3 418
Non-cont. int and forex	92	21	95	5	272	362	275	268	299	326
Net income	3 533	12 862	11 120	6 514	10 400	13 954	10 579	10 330	11 507	12 533
Adj. EBITDA	7 276	14 085	17 108	13 565	19 203	24 768	20 674	20 744	22 421	23 952
Adj net income	3 533	12 862	11 120	6 514	10 400	13 954	10 579	10 330	11 507	12 533
EPS	0.3	1.2	1.0	0.6	1.0	1.3	1.0	1.0	1.1	1.2

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	36 113	55 777	60 390	63 022	66 464	71 640	76 192	79 269	82 743	86 243
Other long-term assets	1 215	4 060	4 316	5 041	4 322	4 538	4 765	5 003	5 253	5 516
Total long-term assets	37 328	59 837	64 706	68 063	70 786	76 178	80 957	84 272	87 997	91 759
Inventory	905	1 926	1 427	1 886	2 111	3 352	3 015	3 194	3 448	3 560
Accounts receivable	-4 850	-9 785	-6 299	-6 458	-7 512	-9 981	-9 126	-9 739	-10 565	-11 145
Cash, investments and equiv.	983	1 370	3 083	4 525	10 998	14 429	15 398	18 185	22 684	28 288
Other	2 724	1 887	1 998	2 300	2 422	3 188	2 831	2 933	3 085	3 153
Total short-term assets	9 462	14 968	12 807	15 169	23 043	30 949	30 371	34 050	39 783	46 146
Total assets	46 790	74 805	77 513	83 232	93 829	107 127	111 328	118 323	127 780	137 905
Short-term debt	6 427	15 550	14 084	7 838	5 498	4 094	2 225	2 185	2 813	2 790
Payables	1 998	4 022	3 096	3 697	3 861	5 746	5 169	5 476	5 912	6 103
Other	2 509	2 552	1 517	1 908	2 334	2 732	2 498	2 666	2 892	3 051
Total short-term liabilities	24 690	46 088	37 915	37 695	38 325	38 505	33 475	31 180	30 095	28 777
Long-term debt	7 402	11 723	10 081	15 669	18 057	15 914	15 255	14 632	12 694	11 748
Other	6 354	12 241	9 137	8 583	8 575	10 018	8 327	6 221	5 785	5 085
Total long-term liabilities	24 690	46 088	37 915	37 695	38 325	38 505	33 475	31 180	30 095	28 777
Shareholders equity	21 875	28 440	38 943	44 853	54 555	67 510	76 694	85 966	96 440	107 822
Minorities	225	277	655	684	949	1 112	1 160	1 177	1 245	1 306
Total assets and shareholders equity	46 790	74 805	77 513	83 232	93 829	107 127	111 328	118 323	127 780	137 905

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	3 662	13 059	11 298	6 951	10 663	13 954	10 579	10 330	11 507	12 533
DD&A	1 638	3 286	3 983	4 350	5 597	6 058	6 504	6 950	7 178	7 515
Other items	1 262	3 817	-2 801	-1 054	-277	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	6 562	20 162	12 480	10 247	15 983	20 011	17 083	17 280	18 685	20 047
Changes in WC	-3 972	-3 052	1 913	72	-811	-2 192	737	-419	-571	-409
Operating cashflow	2 590	17 110	14 393	10 319	15 172	17 820	17 819	16 861	18 114	19 639
CAPEX	-3 462	-6 240	-8 732	-7 285	-8 931	-11 234	-11 056	-10 027	-10 652	-11 014
Other	-3 051	-13 855	-2 090	-1 503	-3 508	-688	397	-686	-853	-1 703
Investing cash flow	-6 513	-20 095	-10 822	-8 788	-12 439	-11 922	-10 659	-10 713	-11 505	-12 717
Free cash flow	-779	10 963	5 754	3 067	6 296	6 586	6 763	6 834	7 462	8 624
Financing cash flow	3 225	3 440	-3 074	-877	-558	-2 939	-5 567	-3 810	-2 712	-2 758
Adjustments	30	38	-126	-26	-18	-	-	-	-	-
Net cash flow	-668	493	371	628	2 157	2 959	1 594	2 339	3 897	4 163
Cash end. per	523	1 032	1 373	2 017	4 184	7 143	8 737	11 075	14 972	19 135

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	2.63	1.77	1.26	1.86	1.38	0.95	1.04	0.98	0.90	0.86
EV/EBITDA, (x)	11.95	6.17	5.08	6.41	4.53	3.51	4.21	4.19	3.88	3.63
EV/EBIT, (x)	15.43	8.05	6.63	9.44	6.39	4.65	6.14	6.31	5.71	5.29
EV/FCF, (x)	-	7.93	15.12	28.36	13.81	13.21	12.86	12.73	11.66	10.08
P/E, (x)	20.02	5.50	6.36	10.86	6.80	5.07	6.69	6.85	6.15	5.64
P/BV, (x)	3.23	2.49	1.82	1.58	1.30	1.05	0.92	0.82	0.73	0.66

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	59.7%	65.7%	61.5%	65.5%	65.8%	61.6%	62.2%	62.5%	62.7%	63.5%
EBITDA margin, %	22.0%	28.6%	24.8%	29.0%	30.5%	27.2%	24.8%	23.3%	23.3%	23.6%
EBIT margin, %	17.0%	21.9%	19.0%	19.7%	21.6%	20.5%	17.0%	15.5%	15.8%	16.2%
Net margin, %	10.7%	26.1%	16.1%	13.9%	16.5%	15.3%	12.7%	11.6%	11.9%	12.3%
Effective income tax rate, %	-13.0%	-27.6%	-14.5%	-23.5%	-19.9%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	6 427	15 550	14 084	7 838	5 498	4 094	2 225	2 185	2 813	2 790
As % of gross debt	46%	57%	58%	33%	23%	20%	13%	13%	18%	19%
Long-term debt	7 402	11 723	10 081	15 669	18 057	15 914	15 255	14 632	12 694	11 748
Gross debt	13 829	27 273	24 165	23 507	23 555	20 008	17 480	16 817	15 507	14 538
Gross debt to EBITDA, (x)	1.90	1.94	1.41	1.73	1.23	0.81	0.85	0.81	0.69	0.61
Cash, investments and equiv.	983.00	1 370.00	3 083.00	4 525.00	10 998.00	14 428.54	15 398.36	18 184.63	22 684.49	28 288.15
Net debt	12 846	25 903	21 082	18 982	12 557	5 579	2 082	-1 367	-7 178	-13 750
Net debt to MC	0.182	0.366	0.298	0.268	0.178	0.079	0.029	-0.019	-0.101	-0.194
Net debt to EV	0.148	0.298	0.242	0.218	0.144	0.064	0.024	-0.016	-0.083	-0.158
Net debt to book equity	0.587	0.911	0.541	0.423	0.230	0.083	0.027	-0.016	-0.074	-0.128

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	48.7%	40.2%	-32.1%	34.6%	44.5%	-8.6%	6.7%	8.5%	5.5%
EBITDA	-	93.6%	21.5%	-20.7%	41.6%	29.0%	-16.5%	0.3%	8.1%	6.8%
EBIT	-	91.5%	21.5%	-29.8%	47.7%	37.5%	-24.3%	-2.7%	10.5%	7.8%
Net income	-	264.1%	-13.5%	-41.4%	59.7%	34.2%	-24.2%	-2.4%	11.4%	8.9%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.043	0.051	0.065	0.065	0.076	0.091	0.132	0.100	0.097	0.109
Total com share dividend payment, \$	459.106	535.343	690.716	692.597	806.078	959.678	1 395.367	1 057.865	1 032.993	1 150.741
As % of net income	-	15%	5%	6%	12%	9%	10%	10%	10%	10%
Total dividend payments, \$ mn	459	535	691	693	806	960	1 395	1 058	1 033	1 151
As % of net income	-	15%	5%	6%	12%	9%	10%	10%	10%	10%
As % of free cash flow	-	-69%	6%	12%	26%	15%	21%	16%	15%	15%
Closing dates	22/04/06	23/05/07	16/04/08	30/04/09	29/04/10	21/04/11	apr 2012	apr 2013	apr 2014	apr 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	16%	45%	29%	15%	19%	21%	14%	12%	12%	12%
ROA, %	8%	17%	14%	8%	11%	13%	10%	9%	9%	9%
ROCI, %	9%	19%	16%	9%	14%	17%	12%	11%	12%	12%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector				
Industry:	Oil & Gas			
Last price		Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	ROSN RX			
Last price, US\$	6.67			
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.	
Valid target price, \$	10.40			
Valid recommendation	BUY			
From date:	22/12/2011			
Performance since, %	56%			
Current Upside/Downside, %	56%			
Previous Rec	BUY			
Previous TP, \$	12			
Calculated TP, \$				
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total	
No. of shares, mn	10598.2			
Treasury shares, mn	1011.0			
Free float, %	15%			
Free float, MC	10908			
MC&EV				
MC, US\$ mn	70738			
Net debt, US\$ mn	11834			
Non-cont. int, US\$ mn	949			
Other, US\$ mn	3453			
EV, US\$ mn	86974			

IR contacts			
Name:	Alexander Palivoda		
Position:	Head of IR		
Phone:	+7 (495) 225 97 61		
E-mail:	ir@rosneft.ru		
Address:	26/1, Sofiyskaya emb., Moscow, 117997, Russia		
Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	ROSN RM		
RTS Ticker	ROSN RU		
LSE Ticker	ROSN LI		1:1
Ger. Ticker	OJS1 GR		1:1
Underlying reporting			
Standard	US GAAP		
Frequency	Q/H/Y		
Currency	USD		
Lat. rep. date			
N. rep. date			
Key people			
CEO:	Eduard Khudainatov		
CFO:	Pavel Fedorov		
B.Chairman:	Alexander Nekipelov		

Source: company, BCS

BUY

Низкие мультипликаторы и новая стратегия

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	LКОН RX
Цена, \$	51.44
Целевая цена, \$	65.78
Потенциал, %	28%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	43 751
Free float, %	58%
Free float, \$ mn	25 244
EV, \$ mn	49 290

Результаты торгов

Изм. 1W, %	0.7%
Изм. 1M, %	-0.8%
Изм. 3M, %	2.5%
Изм. YTD, %	-5.5%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	2.1	2.6
P/E, x	3.0	4.2

Негативное влияние на результаты ЛУКОЙЛа по-прежнему оказывает сокращение добычи нефти. В результате, мультипликаторы компании – одни из самых низких в российском нефтегазовом секторе: EV/EBITDA – около 2.6x, а P/E – 4.2x. Мы полагаем, снижение полностью заложено в котировках акций компании. Тем не менее, мы по-прежнему видим значительный потенциал компании в долгосрочном плане, принимая во внимание крупный и перспективный портфель международных проектов ЛУКОЙЛа. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$65.72 за акцию.

Сокращение резервов, повышение уровня обводненности оказывает давление на объемы добычи и финансовые показатели. В 3К11 объемы суточной добычи нефти снизились на 1% к-н-к в первую очередь, ввиду сокращения добычи на месторождении «Южное Хыльчюю» в Тимано-Печорской нефтегазоносной провинции. Добыча на этом месторождении продолжает снижаться ввиду уменьшения резервов и повышения уровня обводненности. За 9М11, совокупная добыча нефти снизилась почти на 5.5% г-н-г, а в Тимано-Печорской провинции – на 16.8% г-н-г.

Восстановление добычи: новая стратегия, ... В декабре 2011 г. совет директоров ЛУКОЙЛа одобрил долгосрочную стратегию, предполагающую увеличение CAPEX в upstream-сегменте, что должно сгладить падение добычи на месторождении «Южное Хыльчюю». ЛУКОЙЛ планирует направить более \$48 млрд в 2012-2014 гг. на увеличение добычи на 3.5% в год в ближайшие десять лет. Стратегия компании агрессивна, однако, на наш взгляд, реализуема, принимая во внимание высокие операционные денежные потоки и низкий уровень долга. Детали стратегии будут опубликованы в январе 2012 г., и менеджмент выразил надежду на то, что падение добычи закончится в 2011 г.

... Ирак и месторождения им. Требса и Титова. ЛУКОЙЛ увеличит добычу за счет существующих месторождений после их активации. Месторождение Западная Курна-2 в Ираке, одно из крупнейших месторождений в мире, на наш взгляд, достаточно перспективно. ЛУКОЙЛ, доля которого в проекте превышает 56%, возобновит добычу в 2013 г. и доведет показатель до уровня выше 1.8 млн барр. в сутки к 2017 г. Кроме того, будущие объемы добычи на месторождениях им. Требса и Титова, которые будут запущены в 2013-2014 гг., оцениваются в 11-15 млн барр. в год. Разработку месторождения ЛУКОЙЛ будет вести совместно с Башнефтью.

Низкие ценовые уровни. Несмотря на значительное сокращение добычи, мы считаем, что дисконт акций ЛУКОЙЛа к аналогам слишком велик. Мы уверены, что компания сможет вернуться к росту добычи нефти, учитывая текущие и будущие проекты, устойчивое финансовое положение компании, значительный опыт и новую стратегию, направленную на увеличение CAPEX в upstream-сегменте. Мы сохраняем целевую цену по акциям на уровне \$65.72 и рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	67 684	81 891	107 680	81 083	104 956	146 133	129 935	135 473	141 929	148 685
Cost of sales	14 777	17 003	24 526	15 895	22 196	29 958	26 064	26 629	28 111	29 565
Gross profit	52 907	64 888	83 154	65 188	82 760	116 175	103 871	108 845	113 818	119 121
Operating expenses	39 822	48 487	65 160	51 723	67 306	93 284	86 316	92 569	97 435	102 280
General and Administrative exp	2 885	3 207	3 860	3 306	3 558	3 507	3 638	3 793	3 974	4 163
EBIT	10 200	13 194	14 134	10 159	11 896	19 384	13 917	12 482	12 409	12 678
DD&A	1 851	2 172	2 958	3 937	4 154	4 370	4 684	4 998	5 317	5 650
EBITDA	12 051	15 366	17 092	14 096	16 050	23 754	18 601	17 480	17 726	18 328
Other costs/income	-137	179	1 440	1 096	426	754	669	651	630	717
PBT	10 337	13 015	12 694	9 063	11 470	18 630	13 248	11 831	11 779	11 961
Income tax expense	2 773	3 449	3 467	1 994	2 351	3 819	2 716	2 425	2 415	2 452
Non-cont. int and forex	80	55	83	58	113	184	131	117	116	116
Net income	7 484	9 511	9 144	7 011	9 006	14 628	10 402	9 289	9 248	9 393
Adj. EBITDA	12 051	15 366	17 092	14 096	16 050	23 754	18 601	17 480	17 726	18 328
Adj net income	7 484	9 511	9 144	7 011	9 006	14 628	10 402	9 289	9 248	9 393
EPS	8.8	11.2	10.8	8.2	10.6	17.2	12.2	10.9	10.9	11.0

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	32 107	38 998	51 247	53 881	56 075	59 996	64 714	69 616	74 826	79 909
Other long-term assets	2 558	2 865	4 581	7 299	7 325	7 362	7 398	7 435	7 473	7 510
Total long-term assets	34 665	41 863	55 828	61 180	63 400	67 357	72 112	77 051	82 298	87 419
Inventory	3 444	4 609	3 735	5 432	6 231	7 387	6 427	6 201	6 161	6 480
Accounts receivable	-5 158	-7 467	-5 069	-5 935	-8 219	-10 810	-9 612	-9 650	-9 721	-10 184
Cash, investments and equiv.	796	889	2 744	2 349	2 536	7 606	11 685	13 595	14 823	24 834
Other	4 174	4 804	4 085	4 123	3 631	5 115	4 418	4 471	4 542	4 609
Total short-term assets	13 572	17 769	15 633	17 839	20 617	30 917	32 141	33 917	35 247	46 107
Total assets	48 237	59 632	71 461	79 019	84 017	98 275	104 253	110 968	117 545	133 526
Short-term debt	1 377	2 214	3 232	2 058	2 125	1 951	2 225	2 185	2 813	2 790
Payables	2 759	4 554	5 029	4 906	5 607	6 977	6 070	6 201	6 546	6 885
Other	2 795	2 960	2 314	2 730	3 043	3 873	3 549	3 659	3 789	3 924
Total short-term liabilities	14 814	17 842	20 451	22 640	24 409	25 718	23 438	23 109	22 531	31 294
Long-term debt	4 807	4 829	6 577	9 265	9 069	6 926	6 267	5 644	3 706	11 748
Other	3 076	3 285	3 299	3 681	4 565	5 991	5 327	5 419	5 677	5 947
Total long-term liabilities	14 814	17 842	20 451	22 640	24 409	25 718	23 438	23 109	22 531	31 294
Shareholders equity	32 900	41 213	50 340	55 991	59 197	72 112	80 320	87 320	94 432	101 605
Minorities	523	577	670	388	411	445	496	539	583	627
Total assets and shareholders equity	48 237	59 632	71 461	79 019	84 017	98 275	104 253	110 968	117 545	133 526

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	7 632	9 634	9 569	7 392	9 369	14 628	10 402	9 289	9 248	9 393
DD&A	1 851	2 172	2 958	3 937	4 154	4 370	4 684	4 998	5 317	5 650
Other items	-248	1 219	-2 035	-138	1 595	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	9 235	13 025	10 492	11 191	15 118	18 998	15 086	14 287	14 565	15 043
Changes in WC	-1 469	-2 144	3 820	-2 308	-1 577	-3 031	1 624	376	372	-375
Operating cashflow	7 766	10 881	14 312	8 883	13 541	15 967	16 710	14 664	14 937	14 668
CAPEX	-6 886	-9 372	-10 589	-6 534	-6 844	-8 291	-9 402	-9 900	-10 527	-10 734
Other	-629	-343	-2 970	-2 389	-452	-117	17	-45	-47	-47
Investing cash flow	-7 515	-9 715	-13 559	-8 923	-7 296	-8 408	-9 385	-9 946	-10 574	-10 781
Free cash flow	913	1 542	3 756	2 382	6 752	7 676	7 308	4 763	4 410	3 934
Financing cash flow	-1 186	-1 098	763	87	-6 146	-2 569	-3 193	-2 816	-3 145	6 115
Adjustments	37	21	-118	-12	-5	-	-	-	-	-
Net cash flow	-898	89	1 398	35	94	4 989	4 132	1 902	1 218	10 001
Cash end. per	752	841	2 239	2 274	2 368	7 357	11 490	13 392	14 610	24 611

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	0.73	0.60	0.46	0.61	0.47	0.34	0.38	0.36	0.35	0.33
EV/EBITDA, (x)	4.09	3.21	2.88	3.50	3.07	2.07	2.65	2.82	2.78	2.69
EV/EBIT, (x)	4.83	3.74	3.49	4.85	4.14	2.54	3.54	3.95	3.97	3.89
EV/FCF, (x)	53.99	31.96	13.12	20.69	7.30	6.42	6.74	10.35	11.18	12.53
P/E, (x)	5.85	4.60	4.78	6.24	4.86	2.99	4.21	4.71	4.73	4.66
P/BV, (x)	1.33	1.06	0.87	0.78	0.74	0.61	0.54	0.50	0.46	0.43

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	78.2%	79.2%	77.2%	80.4%	78.9%	79.5%	79.9%	80.3%	80.2%	80.1%
EBITDA margin, %	17.8%	18.8%	15.9%	17.4%	15.3%	16.3%	14.3%	12.9%	12.5%	12.3%
EBIT margin, %	15.1%	16.1%	13.1%	12.5%	11.3%	13.3%	10.7%	9.2%	8.7%	8.5%
Net margin, %	11.1%	11.6%	8.5%	8.6%	8.6%	10.0%	8.0%	6.9%	6.5%	6.3%
Effective income tax rate, %	-26.8%	-26.5%	-27.3%	-22.0%	-20.5%	-20.5%	-20.5%	-20.5%	-20.5%	-20.5%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	1 377	2 214	3 232	2 058	2 125	1 951	2 225	2 185	2 813	2 790
As % of gross debt	22%	31%	33%	18%	19%	22%	26%	28%	43%	19%
Long-term debt	4 807	4 829	6 577	9 265	9 069	6 926	6 267	5 644	3 706	11 748
Gross debt	6 184	7 043	9 809	11 323	11 194	8 877	8 492	7 829	6 519	14 538
Gross debt to EBITDA, (x)	0.51	0.46	0.57	0.80	0.70	0.37	0.46	0.45	0.37	0.79
Cash, investments and equiv.	796.00	889.00	2 744.00	2 349.00	2 536.00	7 605.66	11 684.55	13 594.81	14 822.79	24 834.30
Net debt	5 388	6 154	7 065	8 974	8 658	1 271	-3 193	-5 766	-8 304	-10 296
Net debt to MC	0.123	0.141	0.161	0.205	0.198	0.029	-0.073	-0.132	-0.190	-0.235
Net debt to EV	0.109	0.125	0.143	0.182	0.176	0.026	-0.065	-0.117	-0.168	-0.209
Net debt to book equity	0.164	0.149	0.140	0.160	0.146	0.018	-0.040	-0.066	-0.088	-0.101

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	21.0%	31.5%	-24.7%	29.4%	39.2%	-11.1%	4.3%	4.8%	4.8%
EBITDA	-	27.5%	11.2%	-17.5%	13.9%	48.0%	-21.7%	-6.0%	1.4%	3.4%
EBIT	-	29.4%	7.1%	-28.1%	17.1%	62.9%	-28.2%	-10.3%	-0.6%	2.2%
Net income	-	27.1%	-3.9%	-23.3%	28.5%	62.4%	-28.9%	-10.7%	-0.4%	1.6%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	1.147	1.443	1.711	1.702	1.720	1.936	2.580	2.690	2.512	2.609
Div. per pref. share, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total com share dividend payment, \$	975.281	1 227.550	1 455.139	1 447.521	1 462.609	1 646.431	2 194.149	2 288.423	2 136.508	2 219.500
As % of net income	-	16%	15%	16%	21%	18%	15%	22%	23%	24%
Total pref share dividend payment, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
As % of net income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total dividend payments, \$ mn	975	1 228	1 455	1 448	1 463	1 646	2 194	2 288	2 137	2 220
As % of net income	-	16%	15%	16%	21%	18%	15%	22%	23%	24%
As % of free cash flow	-	134%	94%	39%	61%	24%	29%	31%	45%	50%
Closing dates	11/05/06	11/05/07	08/05/08	08/05/09	07/05/10	06/05/11	may 2012	may 2013	may 2014	may 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	2%	3%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	5%	5%
Dividend yield pref. share, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	23%	23%	19%	13%	16%	20%	13%	11%	10%	9%
ROA, %	16%	16%	13%	9%	11%	15%	10%	8%	8%	7%
ROCI, %	18%	19%	15%	10%	12%	18%	13%	11%	10%	10%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Sector:			
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	LKOH RX		
Last price, US\$	51.44		
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	65.78		
Valid recommendation	BUY		
From date:	22/12/2011		
Performance since, %			
Current Upside/Downside, %	28%		
Previous Rec	HOLD		
Previous TP, \$	66		
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	850.6		
Treasury shares, mn	645.6		
Free float, %	58%		
Free float, MC	25244		
MC&EV			
MC, US\$ mn	43751		
Net debt, US\$ mn	5128		
Non-cont. int, US\$ mn	411		
Other, US\$ mn	0		
EV, US\$ mn	49290		

IR contacts			
Name:	Gennady Krasovsky, Maxim Madzhilsov		
Position:	Director of IR and SR Department, Head of IR		
Phone:	+7 (495) 981 75 26		
E-mail:	investor@lukoil.com		
Address:	11 Sretensky boulevard, Moscow 101000		
Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	LKOH RM		
RTS Ticker	LKOH RU		
LSE Ticker	LKOD LI		1:1
Ger. Ticker	LUK GR		1:1
US Ticker	LUKOY US		1:1
Underlying reporting			
Standard	US GAAP		
Frequency	Q/H/Y		
Currency	USD		
Key people			
CEO:	Ravil Maganov		
CFO:	Sergei Kukura		
B.Chairman:	Valery Grayfer		

Source: company, BCS

BUY

В центре внимания - рост

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	NVTK RX
Цена, \$	11.89
Целевая цена, \$	16.20
Потенциал, %	36%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	36 104
Free float, %	30%
Free float, \$ mn	10 831
EV, \$ mn	37 369

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-2.1%
Изм. 1M, %	-4.5%
Изм. 3M, %	3.0%
Изм. YTD, %	12.3%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	11.7	11.8
P/E, x	16.0	16.2

НОВАТЭК, вторая по размерам газодобывающая компания в России и наиболее быстрорастущая в отрасли, имеет наиболее высокий потенциал роста операционных и финансовых показателей в нефтегазовом секторе. Сбалансированная структура выручки защищает компанию от изменений рыночной конъюнктуры (в частности, колебаний цен). В 2012-14 гг. мы видим вероятность получения компанией доступа на экспортные рынки, где цены на газ превышают ставки российского рынка в четыре раза. Международные инвесторы проявляют значительный интерес к компании и ее проекту «Ямал-СПГ». Мы считаем НОВАТЭК отличной историей роста и повышаем целевую цену с \$15.75 до \$16.2, рекомендация – «ПОКУПАТЬ».

Значительный потенциал роста. НОВАТЭК имеет достаточно агрессивную стратегию роста как на внутреннем, так и на внешнем рынках, которая, на наш взгляд, вполне достижима. Стратегия на 2012-15 гг. предполагает рост добычи природного газа на 28% и удвоение добычи жидких углеводородов. За этот период, среднегодовая выручка повысится, по нашим прогнозам, более чем на 19%, а CAGR EBITDA составит 22%. К 2020 г. мы ожидаем двукратного роста добычи газа и трехкратного увеличения добычи жидких УВ.

Стабильность благодаря структуре выручки и невысокому уровню долга. НОВАТЭК является одной из наиболее стабильных компаний сектора ввиду сбалансированной структуры выручки, что защищает ее от ценовых шоков. Более 65% выручки приходится на продажи газа на внутреннем рынке, где цены на голубое топливо зафиксированы и регулируются государством (средняя отпускная цена природного газа НОВАТЭКа составляет около \$90 за тыс. куб. м). В 2012 г. цены на газ в России вырастут на 7.5% г-н-г, а в 2013-2014 гг. – 15% г-н-г. Кроме того, более 25% выручки НОВАТЭКа приходится на долю стабильного газового конденсата (СГК), что защищает компанию от риска ослабления рубля. Несмотря на значительный рост компании, долг НОВАТЭКа находится на относительно низком уровне, а чистый долг/EBITDA – около 1.2х.

Доступ на экспортные рынки – потенциальный драйвер роста. В настоящее время, только Газпром имеет право поставлять природный газ на международные рынки. НОВАТЭК же ограничен в поставках внутренним рынком, где цены в несколько раз ниже, чем в Европе. НОВАТЭК делает попытки выйти на внешние рынки посредством приобретения газового оператора (компания вела переговоры с немецкой компанией о покупке 25%-ной доли газового оператора Verbundnetz Gas). По этому сценарию, НОВАТЭК сможет подписать контракт с экспортным подразделением Газпрома и, таким образом, получить доступ на европейский рынок (в 2010 году НОВАТЭК и Газпром экспорт подписали соглашение, которое позволяет НОВАТЭКу в будущем экспортировать газ с проекта «Ямал-СПГ»). Спотовые цены на газ в Европе находятся на уровне около \$350 за тыс. куб. м, при том, что Газпром получает более \$450 за тыс. куб. м от поставок газа в Германию.

Подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ». НОВАТЭК, являясь самой быстрорастущей компанией сектора, а интерес со стороны иностранных инвесторов поддерживает наш позитивный взгляд на компанию. Мы повышаем целевую цену по акциям компании с \$15.75 до \$16.2.

Андрей Полищук
apolischuk@msk.bcs.ru

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	1 816	2 438	3 189	2 836	3 853	6 529	6 788	8 058	9 991	13 064
Cost of sales	143	192	255	197	200	275	298	341	392	444
Gross profit	1 673	2 246	2 934	2 639	3 653	6 254	6 490	7 716	9 599	12 621
Operating expenses	843	1 101	1 425	1 407	1 817	3 021	3 281	3 757	4 470	5 490
General and Administrative exp	116	151	204	162	222	304	330	379	435	492
EBIT	713	993	1 306	1 070	1 615	2 929	2 879	3 580	4 694	6 639
DD&A	135	143	180	176	218	274	294	325	355	403
EBITDA	848	1 137	1 486	1 246	1 833	3 202	3 173	3 905	5 049	7 042
Other costs/income	10	-3	156	46	-67	92	65	54	41	23
PBT	703	996	1 150	1 025	1 682	2 837	2 814	3 526	4 653	6 616
Income tax expense	188	264	228	214	356	596	591	740	977	1 389
Non-cont. int and forex	-3	-0	1	-10	-8	-13	-13	-16	-21	-30
Net income	518	732	921	821	1 335	2 254	2 235	2 801	3 697	5 256
Adj. EBITDA	848	1 137	1 486	1 246	1 833	3 202	3 173	3 905	5 049	7 042
Adj net income	518	732	921	821	1 335	2 254	2 235	2 801	3 697	5 256
EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.9	1.2	1.7

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	2 363	2 600	2 857	4 681	6 088	6 531	7 221	7 887	8 965	9 915
Other long-term assets	239	941	1 009	817	2 298	2 528	2 780	3 058	3 670	4 404
Total long-term assets	2 602	3 541	3 866	5 498	8 386	9 059	10 002	10 945	12 635	14 319
Inventory	82	73	73	59	61	53	53	51	59	67
Accounts receivable	-109	-133	-85	-281	-284	-447	-465	-552	-684	-716
Cash, investments and equiv.	215	162	374	348	336	618	380	270	1 220	3 623
Other	195	326	364	217	288	359	475	604	799	1 110
Total short-term assets	601	694	896	905	970	1 477	1 373	1 478	2 763	5 516
Total assets	3 203	4 235	4 762	6 403	9 356	10 535	11 374	12 423	15 398	19 835
Short-term debt	97	267	216	457	825	202	253	52	50	50
Payables	68	147	212	243	934	339	327	327	322	425
Other	28	78	66	81	125	179	177	222	293	417
Total short-term liabilities	594	903	1 473	1 991	3 851	3 126	2 376	1 265	1 365	1 645
Long-term debt	21	2	679	790	1 544	1 754	1 077	100	100	100
Other	380	409	300	421	422	653	543	564	599	653
Total long-term liabilities	594	903	1 473	1 991	3 851	3 126	2 376	1 265	1 365	1 645
Shareholders equity	2 595	3 313	3 270	3 780	4 827	6 680	8 239	10 370	13 226	17 374
Minorities	14	19	19	633	678	729	759	788	806	816
Total assets and shareholders equity	3 203	4 235	4 762	6 403	9 356	10 535	11 374	12 423	15 398	19 835

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PBT	703	996	1 150	1 025	1 682	2 837	2 814	3 526	4 653	6 616
DD&A	135	143	180	176	218	274	294	325	355	403
Other items	-196	-237	-164	-210	-284	-596	-591	-740	-977	-1 389
Op. cash flow before changes in WC	643	902	1 166	1 126	1 616	2 515	2 517	3 110	4 031	5 630
Changes in WC	-20	-66	101	-27	-139	-767	-148	-169	-269	-124
Operating cashflow	623	836	1 268	1 099	1 477	1 748	2 369	2 942	3 761	5 506
CAPEX	-	-761	-652	-511	-706	-717	-984	-990	-1 433	-1 353
Other	-185	-50	-630	-629	-1 561	-230	-253	-278	-612	-734
Investing cash flow	-185	-811	-1 283	-1 141	-2 267	-946	-1 237	-1 268	-2 045	-2 087
Free cash flow	716	168	708	620	826	1 031	1 385	1 951	2 328	4 153
Financing cash flow	-332	-144	328	24	783	-532	-1 383	-1 799	-788	-1 046
Adjustments	-5	-0	26	4	-1	-	-	-	-	-
Net cash flow	100	-119	338	-14	-8	269	-251	-126	929	2 373
Cash end. per	215	162	374	348	336	618	380	270	1 220	3 623

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	20.58	15.33	11.72	13.18	9.70	5.72	5.51	4.64	3.74	2.86
EV/EBITDA, (x)	44.06	32.88	25.15	29.98	20.39	11.67	11.78	9.57	7.40	5.31
EV/EBIT, (x)	52.40	37.62	28.62	34.92	23.14	12.76	12.98	10.44	7.96	5.63
EV/FCF, (x)	52.20	222.51	52.76	60.24	45.22	36.23	26.99	19.15	16.05	9.00
P/E, (x)	69.73	49.29	39.20	43.97	27.05	16.02	16.15	12.89	9.77	6.87
P/BV, (x)	13.91	10.90	11.04	9.55	7.48	5.40	4.38	3.48	2.73	2.08

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	92.1%	92.1%	92.0%	93.0%	94.8%	95.8%	95.6%	95.8%	96.1%	96.6%
EBITDA margin, %	46.7%	46.6%	46.6%	44.0%	47.6%	49.1%	46.7%	48.5%	50.5%	53.9%
EBIT margin, %	39.3%	40.7%	40.9%	37.7%	41.9%	44.9%	42.4%	44.4%	47.0%	50.8%
Net margin, %	28.5%	30.0%	28.9%	29.0%	34.6%	34.5%	32.9%	34.8%	37.0%	40.2%
Effective income tax rate, %	-26.7%	-26.5%	-19.8%	-20.9%	-21.2%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	97	267	216	457	825	202	253	52	50	50
As % of gross debt	83%	99%	24%	37%	35%	10%	19%	34%	34%	33%
Long-term debt	21	2	679	790	1 544	1 754	1 077	100	100	100
Gross debt	118	269	894	1 247	2 370	1 956	1 329	152	150	150
Gross debt to EBITDA, (x)	0.14	0.24	0.60	1.00	1.29	0.61	0.42	0.04	0.03	0.02
Cash, investments and equiv.	215.27	162.20	374.13	348.28	335.89	617.78	379.72	269.96	1 219.94	3 622.97
Net debt	-97	107	520	899	2 034	1 338	950	-118	-1 069	-3 473
Net debt to MC	-0.003	0.003	0.014	0.025	0.056	0.037	0.026	-0.003	-0.030	-0.096
Net debt to EV	-0.003	0.003	0.014	0.024	0.054	0.036	0.025	-0.003	-0.029	-0.093
Net debt to book equity	-0.037	0.032	0.159	0.238	0.421	0.200	0.115	-0.011	-0.081	-0.200

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	34.3%	30.8%	-11.1%	35.9%	69.4%	4.0%	18.7%	24.0%	30.8%
EBITDA	-	34.0%	30.7%	-16.1%	47.0%	74.7%	-0.9%	23.1%	29.3%	39.5%
EBIT	-	39.3%	31.5%	-18.0%	50.9%	81.3%	-1.7%	24.4%	31.1%	41.4%
Net income	-	41.5%	25.8%	-10.9%	62.6%	68.9%	-0.8%	25.3%	32.0%	42.2%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	34.182	0.067	0.080	0.083	0.090	0.127	0.221	0.277	0.365	0.519
Div. per pref. share, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total com share dividend payment, \$	103.786	204.069	242.863	253.026	273.945	385.563	670.608	840.357	1 109.026	1 576.883
As % of net income	-	39%	33%	27%	33%	29%	30%	38%	40%	43%
Total pref share dividend payment, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
As % of net income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total dividend payments, \$ mn	104	204	243	253	274	386	671	840	1 109	1 577
As % of net income	-	39%	33%	27%	33%	29%	30%	38%	40%	43%
As % of free cash flow	-	29%	145%	36%	44%	47%	65%	61%	57%	68%
Closing dates	21/04/06	05/04/07	10/04/08	20/04/09	22/03/10	22/03/11	Mar 2012	Sep 2012/Mar 2013	Sep 2013/Mar 2014	Sep 2014/Mar 2015
Interim divs. (Y/N)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Dividend yield com. share, %	289%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%
Dividend yield pref. share, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	20%	22%	28%	22%	28%	34%	27%	27%	28%	30%
ROA, %	16%	17%	19%	13%	14%	21%	20%	23%	24%	27%
ROCI, %	18%	19%	22%	14%	17%	24%	21%	24%	27%	34%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Sector:			
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	NVTK RX		
Last price, US\$	11.89		
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	16.20		
Valid recommendation	BUY		
From date:	22/12/2011		
Performance since, %			
Current Upside/Downside, %	36%		
Previous Rec	BUY		
Previous TP, \$	16		
Calculated TP, \$			
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	3036.3		
Treasury shares, mn	3.1		
Free float, %	30%		
Free float, MC	10831		
MC&EV			
MC, US\$ mn	36104		
Net debt, US\$ mn	2475		
Non-cont. int, US\$ mn	740		
Other, US\$ mn	-1950		
EV, US\$ mn	37369		

IR contacts			
Name:	Gregory Madick		
Position:	Head of IR		
Phone:	+7 (495) 730-6013		
E-mail:	ir@novatek.ru		
Address:	2, Udaltsova street, Moscow, 119415		
Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	NOTK RM		0.049
RTS Ticker	NVTK RU		0.049
LSE Ticker	NVTK LI		0.05
Ger. Ticker	N10 GR		0.049
US Ticker			
Other tickers			
Underlying reporting			
Standard	IFRS		
Frequency	Q/H/Y		
Currency	RUB		
Lat. rep. date			
N. rep. date			
Key people			
CEO:	Leonid Mikhelson		
CFO:	Mark Gyetvay		
B.Chairman:	Alexander Natalenko		

Source: company, BCS

BUY

Дивидендная история с долгосрочными перспективами



Целевая цена и рекомендация

Тикер	TNBP RX
Цена, \$	2.61
Целевая цена, \$	3.01
Потенциал, %	15%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	40 132
Free float, %	3%
Free float, \$ mn	1 366
EV, \$ mn	43 024

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-0.1%
Изм. 1M, %	1.6%
Изм. 3M, %	6.7%
Изм. YTD, %	1.8%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	2.6	3.4
P/E, x	3.6	5.0

Мы ожидаем, что ТНК-ВР увеличит объемы добычи нефти в 2012 г., поскольку добыча на Верхнечонском месторождении компенсирует снижение показателя на старых месторождениях. Компания также является одним из основных бенефициаров системы «60-66». Кроме того, мы ожидаем получения ТНК-ВР дополнительных налоговых льгот для освоения новых месторождений в 2012 г., что в перспективе увеличит NPV пула новых проектов. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям ТНК-ВР и нашу целевую цену по обыкновенным и привилегированным акциям на уровне \$3.1 и \$2.9 соответственно.

Стабильно высокие дивиденды. ТНК-ВР – интересная дивидендная история в 2012 г. Мы ожидаем, что компания выплатит дивиденды в размере более \$0.29 на обыкновенную и привилегированную акцию за 2П11, что транслируется в доходность 11% и 13% соответственно. В долгосрочном плане, мы считаем, что ТНК-ВР продолжит выплачивать высокие дивиденды, даже несмотря на повышение CAPEX. Благодаря низкой долговой нагрузке, ТНК-ВР сможет и привлекать кредиты для финансирования своих операций, что позволит компании сохранить высокий уровень дивидендов.

2012: Рост благодаря Верхнечонскому месторождению. ТНК-ВР Holding принадлежит 74%-ная доля в Верхнечонском месторождении в Восточной Сибири. В 2012 г. мы ожидаем повышения добычи на месторождении на 50% г-н-г до 52 млн барр., что соответствует 7% совокупной добычи компании против 5% в 2011 г. Рост добычи в Восточной Сибири компенсирует сокращение объемов на старых месторождениях, включая Самотлорское месторождение.

Основной бенефициар системы «60-66». ТНК-ВР – один из основных бенефициаров налоговой системы «60-66». По нашим оценкам, за счет нового налогового режима компании получит около \$600 млн дополнительных доходов, а в 2012 г. EBITDA увеличится на 4%. Кроме того, поскольку компания располагает большим пулом Greenfield-проектов, ТНК-ВР пытается договориться с властями о получении налоговых льгот для освоения этих месторождений – предоставление льгот возможно уже в 2012-2013 гг.

Портфель Greenfield-проектов – долгосрочный драйвер роста. ТНК-ВР располагает пулом привлекательных Greenfield-проектов, которые являются долгосрочным фактором роста. Проекты будут запущены не ранее 2014-2016 гг., и их рентабельность будет зависеть от налоговых льгот. Мы ожидаем передачи ТНК-ВР Holding Сузунского месторождения (доказанные запасы 3Р 8 млн барр. по методике PRMS) от материнской компании. Кроме того, ТНК-ВР может начать освоение месторождения «Русское» (доказанные запасы 3Р 2.2 млрд барр. по методике PRMS, пик добычи - 36 млн барр.) в 2015-16 гг.

Дивидендная история, долгосрочные перспективы. Мы считаем ТНК-ВР интересной дивидендной историей на 2012 г., с высоким долгосрочным потенциалом роста. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по обыкновенным и привилегированным акциям ТНК-ВР с целевой ценой \$3.1 и \$2.9 соответственно.

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	32 114	34 995	45 133	31 449	41 113	56 811	49 218	51 336	53 234	54 882
Cost of sales	12 071	12 969	18 562	11 638	16 047	20 907	18 368	19 028	19 842	20 506
Gross profit	20 043	22 026	26 571	19 811	25 066	35 904	30 849	32 308	33 393	34 376
Operating expenses	12 539	13 141	16 645	12 080	15 579	20 022	19 184	21 244	22 823	24 728
General and Administrative exp	1 282	1 542	1 730	1 198	1 236	1 363	1 083	1 104	1 118	1 153
EBIT	6 222	7 343	8 196	6 533	8 251	14 518	10 582	9 961	9 452	8 495
DD&A	1 250	1 341	1 481	1 730	1 812	1 938	2 053	2 234	2 452	2 671
EBITDA	7 472	8 684	9 677	8 263	10 063	16 456	12 635	12 194	11 904	11 167
Other costs/income	-2 560	59	52	171	-158	170	197	205	213	220
PBT	8 651	7 299	8 127	6 537	8 409	14 298	10 353	9 671	9 077	8 064
Income tax expense	2 244	2 327	2 456	1 022	1 604	3 003	2 174	2 031	1 906	1 693
Non-cont. int and forex	169	202	113	154	260	416	311	271	256	243
Net income	6 238	4 770	5 558	5 361	6 545	10 879	7 868	7 369	6 915	6 128
Adj. EBITDA	7 472	8 684	9 677	8 263	10 063	16 456	12 635	12 194	11 904	11 167
Adj net income	6 238	4 770	5 558	5 361	6 545	10 879	7 868	7 369	6 915	6 128
EPS	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	11 259	13 901	16 998	17 751	19 197	20 870	23 078	25 505	28 000	30 530
Other long-term assets	920	965	850	1 295	1 116	1 172	1 230	1 292	1 357	1 424
Total long-term assets	12 179	14 866	17 848	19 046	20 313	22 041	24 308	26 797	29 357	31 954
Inventory	659	1 103	629	718	942	1 260	1 157	1 251	1 359	1 405
Accounts receivable	-7 921	-11 093	-12 407	-7 908	-7 740	-9 339	-7 416	-7 736	-8 022	-8 270
Cash, investments and equiv.	827	635	929	483	1 688	4 162	3 124	2 911	4 495	1 935
Other	124	207	188	92	198	284	246	257	266	274
Total short-term assets	9 531	13 038	14 153	9 201	10 568	15 045	11 944	12 154	14 142	11 884
Total assets	21 710	27 904	32 001	28 247	30 881	37 087	36 252	38 951	43 499	43 838
Short-term debt	1 309	277	620	634	152	348	430	106	2 500	250
Payables	3 183	5 331	6 657	2 649	3 121	3 723	3 120	3 128	3 262	3 371
Other	3 760	2 832	2 424	2 633	1 361	1 704	1 477	1 540	1 597	1 646
Total short-term liabilities	9 618	11 611	12 207	8 779	9 778	11 084	10 552	11 725	14 828	14 188
Long-term debt	206	1 582	1 184	1 344	3 384	3 036	3 606	5 000	5 500	7 000
Other	1 160	1 589	1 322	1 519	1 760	2 272	1 919	1 951	1 970	1 921
Total long-term liabilities	9 618	11 611	12 207	8 779	9 778	11 084	10 552	11 725	14 828	14 188
Shareholders equity	11 488	15 585	18 977	18 739	20 209	25 003	24 712	26 179	27 568	28 509
Minorities	604	708	817	729	894	1 000	988	1 047	1 103	1 140
Total assets and shareholders equity	21 710	27 904	32 001	28 247	30 881	37 087	36 252	38 951	43 499	43 838

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	6 280	4 858	5 718	5 505	6 664	10 879	7 868	7 369	6 915	6 128
DD&A	1 250	1 341	1 481	1 730	1 812	1 938	2 053	2 234	2 452	2 671
Other items	3 679	1 035	-868	-648	1 570	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	11 209	7 234	6 331	6 587	10 046	12 817	9 922	9 603	9 367	8 799
Changes in WC	-3 332	-1 748	283	1 164	-916	-907	1 232	-352	-213	-143
Operating cashflow	7 877	5 486	6 614	7 751	9 130	11 911	11 154	9 251	9 154	8 656
CAPEX	-2 234	-3 266	-3 731	-2 428	-3 184	-3 611	-4 261	-4 662	-4 946	-5 201
Other	3 357	-349	167	-805	-1 546	-308	55	-93	-93	-93
Investing cash flow	1 123	-3 615	-3 564	-3 233	-4 730	-3 918	-4 206	-4 755	-5 039	-5 293
Free cash flow	5 698	2 275	2 938	5 378	6 001	8 300	6 893	4 589	4 208	3 455
Financing cash flow	-8 681	-2 420	-2 728	-5 133	-3 637	-5 770	-7 872	-4 741	-2 559	-5 948
Adjustments	23	52	-28	6	-8	-	-	-	-	-
Net cash flow	342	-497	294	-609	755	2 222	-924	-246	1 556	-2 585
Cash end. per	827	635	929	333	1 088	3 310	2 386	2 141	3 697	1 112

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	1.34	1.23	0.95	1.37	1.05	0.76	0.87	0.84	0.81	0.78
EV/EBITDA, (x)	5.76	4.95	4.45	5.21	4.28	2.61	3.41	3.53	3.61	3.85
EV/EBIT, (x)	6.91	5.86	5.25	6.59	5.21	2.96	4.07	4.32	4.55	5.06
EV/FCF, (x)	7.55	18.91	14.64	8.00	7.17	5.18	6.24	9.38	10.22	12.45
P/E, (x)	6.27	8.20	7.03	7.29	5.97	3.59	4.97	5.31	5.65	6.38
P/BV, (x)	3.40	2.51	2.06	2.09	1.93	1.56	1.58	1.49	1.42	1.37

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	62.4%	62.9%	58.9%	63.0%	61.0%	63.2%	62.7%	62.9%	62.7%	62.6%
EBITDA margin, %	23.3%	24.8%	21.4%	26.3%	24.5%	29.0%	25.7%	23.8%	22.4%	20.3%
EBIT margin, %	19.4%	21.0%	18.2%	20.8%	20.1%	25.6%	21.5%	19.4%	17.8%	15.5%
Net margin, %	19.4%	13.6%	12.3%	17.0%	15.9%	19.2%	16.0%	14.4%	13.0%	11.2%
Effective income tax rate, %	-25.9%	-31.9%	-30.2%	-15.6%	-19.1%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	1 309	277	620	634	152	348	430	106	2 500	250
As % of gross debt	86%	15%	34%	32%	4%	10%	11%	2%	31%	3%
Long-term debt	206	1 582	1 184	1 344	3 384	3 036	3 606	5 000	5 500	7 000
Gross debt	1 515	1 859	1 804	1 978	3 536	3 384	4 036	5 106	8 000	7 250
Gross debt to EBITDA, (x)	0.20	0.21	0.19	0.24	0.35	0.21	0.32	0.42	0.67	0.65
Cash, investments and equiv.	827.00	635.00	929.00	483.00	1 688.00	4 162.24	3 124.32	2 910.59	4 495.45	1 934.85
Net debt	688	1 224	875	1 495	1 848	-778	912	2 195	3 505	5 315
Net debt to MC	0.018	0.031	0.022	0.038	0.047	-0.020	0.023	0.056	0.090	0.136
Net debt to EV	0.016	0.028	0.020	0.035	0.043	-0.018	0.021	0.051	0.081	0.124
Net debt to book equity	0.060	0.079	0.046	0.080	0.091	-0.031	0.037	0.084	0.127	0.186

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	9.0%	29.0%	-30.3%	30.7%	38.2%	-13.4%	4.3%	3.7%	3.1%
EBITDA	-	16.2%	11.4%	-14.6%	21.8%	63.5%	-23.2%	-3.5%	-2.4%	-6.2%
EBIT	-	18.0%	11.6%	-20.3%	26.3%	76.0%	-27.1%	-5.9%	-5.1%	-10.1%
Net income	-	-23.5%	16.5%	-3.5%	22.1%	66.2%	-27.7%	-6.3%	-6.2%	-11.4%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.280	0.278	0.124	0.172	0.317	0.390	0.528	0.382	0.358	0.336
Div. per pref. share, \$	0.280	0.278	0.124	0.172	0.317	0.390	0.528	0.382	0.358	0.336
Total com share dividend payment, \$	4 199.985	4 169.305	1 857.058	2 582.868	4 755.983	5 850.195	7 921.881	5 729.442	5 365.940	5 035.353
As % of net income	-	67%	39%	46%	89%	89%	73%	73%	73%	73%
Total pref share dividend payment, \$	126	125	56	78	143	176	238	172	161	151
As % of net income	-	2%	1%	1%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Total dividend payments, \$ mn	4 326	4 294	1 913	2 660	4 899	6 026	8 160	5 901	5 527	5 186
As % of net income	-	69%	40%	48%	91%	92%	75%	75%	75%	75%
As % of free cash flow	-	75%	84%	91%	91%	100%	98%	86%	120%	123%
Closing dates	12/05/06	27/04/07	14/05/08	15/05/09	14/05/10	16/05/11	may 2012	2012/may oct	2013/may oct	2014/may oct
Interim divs. (Y/N)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Dividend yield com. share, %	11%	11%	5%	7%	12%	15%	20%	15%	14%	13%
Dividend yield pref. share, %	12%	12%	5%	8%	14%	17%	23%	17%	16%	15%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	54%	31%	29%	29%	32%	44%	32%	28%	25%	21%
ROA, %	29%	17%	17%	19%	21%	29%	22%	19%	16%	14%
ROCI, %	45%	25%	25%	24%	26%	40%	28%	23%	20%	17%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Sector:			
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	TNBP RX	TNBPP RM	
Last price, US\$	2.61	2.26	
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	3.01	2.70	
Valid recommendation	BUY	BUY	
From date:	22/12/2011	22/12/2011	
Current Upside/Downside, %	15%	20%	
Previous Rec	BUY	BUY	
Previous TP, \$	3.01	2.71	
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	14997.0	450.0	15447
Treasury shares, mn	0.0	0.0	0
Free float, %	3%	67%	5%
Free float, MC	1366	680	2039
MC&EV			
MC, US\$ mn	40132		
Net debt, US\$ mn	855		
Non-cont. int, US\$ mn	1018		
Other, US\$ mn	1020		
EV, US\$ mn	43024		

IR contacts	
Name:	Sergey Ivashin, Ekaterina Kobozeva
Position:	IR team of TNK-BP
Phone:	+7 (495) 787 96 81
E-mail:	saivashin@tnk-bp.com, evkobozeva@tnk-bp.com
Address:	1 Begovaya Street, Moscow, Russia, 125284

Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	TNBP RM	TNBPP RM	
RTS Ticker	TNBP RU	TNBPP RU	

Underlying reporting	
Standard	IFRS
Frequency	H/Y
Currency	USD
Lat. rep. date	29/07/2011

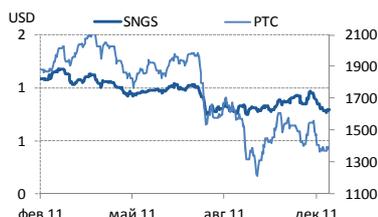
Key people	
CEO:	German Khan
CFO:	Jonathan Muir

Source: company, BCS

BUY

Высокие дивиденды,
восстановление добычи

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	SNGS RX
Цена, \$	0.78
Целевая цена, \$	1.11
Потенциал, %	42%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	31 856
Free float, %	27%
Free float, \$ mn	7 607
EV, \$ mn	19 740

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-4.0%
Изм. 1M, %	-7.8%
Изм. 3M, %	1.5%
Изм. YTD, %	-23.0%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	1.8	2.2
P/E, x	4.9	6.7

После длительного периода снижения компании, наконец, удалось увеличить добычу по сравнению с началом года, благодаря новым проектам в Западной Сибири. Также мы считаем компанию интересной дивидендной историей: мы ожидаем рекордно высоких дивидендов по итогам 2011 г. благодаря значительной чистой прибыли и гарантирующим положениям устава. Кроме того, с 2013 г. компания может начать публиковать отчетность по IFRS в рамках ожидаемого требования правительства РФ ко всем компаниям, акции которых обращаются на российских биржах. Этот шаг существенно повысит прозрачность компании и ее привлекательность в глазах иностранных инвесторов. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по обыкновенным и привилегированным акциям и сохраняем целевую цену на уровне \$1.1 и \$0.64 соответственно.

Рост добычи. В 2011 г. Сургутнефтегазу, по нашим оценкам, наконец, удалось увеличить добычу нефти на 2% г-н-г после снижения показателя в последние пять лет. Начало восстановления связано с освоением Талаканского месторождения в Восточной Сибири, нового крупного проекта компании, обеспечившим 40 млн барр. нефти. По оценкам менеджмента, производительность месторождений в Восточной Сибири составит более 55 млн барр. к 2015 году, или 12% текущего объема добычи компании, что должно компенсировать сокращение добычи на старых месторождения компании в Западной Сибири. Кроме того, располагая запасом денежных средств в размере более \$28 млрд, компания вполне может выйти на рынок M&A и посредством новых приобретений нарастить запасы.

Ожидаем высоких дивидендов, гарантированных уставом. Мы считаем, что Сургутнефтегаз выплатит рекордно высокие дивиденды по итогам 2011 г. в размере около RUR1.85 (\$0.06) за акцию, что соответствует дивидендной доходности около 12%. В частности, чистая прибыль компании за 9M11 выросла в 2.3 раза г-н-г, и мы ожидаем продолжения роста показателя в 4K11 на фоне сохранения высоких цен на нефть, введения нового налогового режима «60-66» и ослабления рубля к доллару. Размер дивидендов (более 7% от чистой прибыли по РСБУ для «префов») гарантируется уставом компании.

Отчетность по IFRS повысит прозрачность. Правительство РФ рассматривает возможность принятия законопроекта, обязывающего компании, акции которых торгуются на российских биржах, публиковать отчетность по IFRS с 2013 г. В настоящее время у Сургутнефтегаза есть только отчетность по РСБУ, и, таким образом, требование составлять отчетность по IFRS существенно повысит прозрачность компании и, следовательно, ее привлекательность для иностранных инвесторов.

Привлекательность акций компаний растет на фоне восстановления добычи, высоких дивидендов и повышения прозрачности. Сургутнефтегаз становится все более привлекательным активом. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по обыкновенным и привилегированным акциям и сохраняем целевую цену на уровне \$1.1 (потенциал роста 40%) и \$0.64 (потенциал роста 30%) соответственно.

Андрей Полищук
apolischuk@msk.bcs.ru

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	18 408	23 295	21 991	15 867	19 655	26 360	22 378	23 043	23 800	24 545
Cost of sales	10 084	13 317	12 613	7 514	9 600	12 789	10 808	11 337	11 853	12 665
Gross profit	8 324	9 978	9 378	8 353	10 055	13 571	11 569	11 706	11 948	11 880
Operating expenses	2 299	2 859	3 081	2 854	3 405	3 347	3 508	3 538	3 545	3 545
General and Administrative exp	1 199	1 454	1 747	1 458	1 726	2 399	2 462	2 581	2 689	2 798
EBIT	4 826	5 665	4 550	4 041	4 924	7 825	5 599	5 587	5 713	5 536
DD&A	2 299	2 859	3 081	2 854	3 405	3 347	3 508	3 538	3 545	3 545
EBITDA	7 125	8 524	7 631	6 895	8 329	11 172	9 108	9 125	9 258	9 082
Other costs/income	-	846	-3 157	-430	-290	529	337	393	404	395
PBT	4 826	4 819	7 707	4 471	5 214	7 297	5 263	5 194	5 309	5 141
Income tax expense	1 071	1 355	1 918	881	986	1 532	1 105	1 091	1 115	1 080
Net income	3 755	3 465	5 789	3 590	4 228	5 764	4 157	4 103	4 194	4 062
Adj. EBITDA	7 125	8 524	7 631	6 895	8 329	11 172	9 108	9 125	9 258	9 082
Adj net income	3 755	3 465	5 789	3 590	4 228	5 764	4 157	4 103	4 194	4 062
EPS	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	14 578	16 169	18 808	14 962	15 220	16 715	17 698	18 668	19 705	20 789
Other long-term assets	3 617	9 320	8 017	8 490	16 084	16 904	17 378	18 247	20 254	21 671
Total long-term assets	18 195	25 488	26 825	23 452	31 304	33 620	35 076	36 914	39 959	42 460
Inventory	1 307	1 634	1 495	1 415	1 613	1 927	1 925	2 019	2 111	2 255
Accounts receivable	-2 114	-2 611	-2 451	-2 413	-3 043	-3 611	-3 372	-3 472	-3 586	-3 699
Cash, investments and equiv.	7 008	5 691	15 858	12 616	9 374	11 340	13 056	14 580	14 988	15 766
Other	4 856	4 057	281	143	117	264	224	230	238	245
Total short-term assets	15 285	13 993	20 085	16 587	14 146	17 142	18 577	20 301	20 923	21 966
Total assets	33 480	39 481	46 909	40 039	45 451	50 762	53 653	57 216	60 882	64 426
Short-term debt	133	4	2	-	17	-	-	-	-	-
Payables	473	806	810	791	759	1 051	888	932	974	1 041
Other	814	1 186	827	862	1 007	791	671	691	714	736
Total short-term liabilities	1 865	2 600	2 145	2 180	2 477	2 633	2 231	2 314	2 402	2 514
Long-term debt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other	445	603	507	526	694	791	671	691	714	736
Total long-term liabilities	1 865	2 600	2 145	2 180	2 477	2 633	2 231	2 314	2 402	2 514
Shareholders equity	31 615	36 881	44 765	37 859	42 974	48 129	51 422	54 901	58 480	61 912
Total assets and shareholders equity	33 480	39 481	46 909	40 039	45 451	50 762	53 653	57 216	60 882	64 426

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	3 755	3 465	5 789	3 590	4 228	5 764	4 157	4 103	4 194	4 062
DD&A	2 299	2 859	3 081	2 854	3 405	3 347	3 508	3 538	3 545	3 545
Other items	5 764	-1 708	-3 052	-397	867	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	11 818	4 616	5 818	6 046	8 500	9 111	7 666	7 641	7 739	7 607
Changes in WC	-7 006	674	3 721	277	-689	-937	-1	-138	-148	-175
Operating cashflow	4 812	5 289	9 539	6 323	7 811	8 174	7 665	7 504	7 591	7 432
CAPEX	-2 703	-3 715	-4 193	-3 924	-4 578	-4 842	-4 491	-4 508	-4 582	-4 629
Other	-1 723	-1 343	-5 095	-2 506	-3 359	-1 082	921	-641	-2 733	-2 169
Investing cash flow	-4 426	-5 058	-9 288	-6 430	-7 937	-5 924	-3 571	-5 148	-7 316	-6 799
Free cash flow	2 142	1 607	5 378	2 433	3 288	3 332	3 174	2 996	3 008	2 802
Financing cash flow	-98	-137	-4	49	15	-546	-984	-604	-593	-607
Net cash flow	288	93	247	-58	-111	1 704	3 110	1 752	-317	26
Cash end. per	335	450	710	498	410	2 114	5 224	6 975	6 658	6 684

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	1.07	0.85	0.90	1.24	1.00	0.75	0.88	0.86	0.83	0.80
EV/EBITDA, (x)	2.77	2.32	2.59	2.86	2.37	1.77	2.17	2.16	2.13	2.17
EV/EBIT, (x)	4.09	3.48	4.34	4.88	4.01	2.52	3.53	3.53	3.46	3.57
EV/FCF, (x)	9.22	12.28	3.67	8.11	6.00	5.92	6.22	6.59	6.56	7.04
P/E, (x)	7.45	8.07	4.83	7.79	6.61	4.85	6.73	6.81	6.67	6.88
P/BV, (x)	0.88	0.76	0.62	0.74	0.65	0.58	0.54	0.51	0.48	0.45

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	45.2%	42.8%	42.6%	52.6%	51.2%	51.5%	51.7%	50.8%	50.2%	48.4%
EBITDA margin, %	38.7%	36.6%	34.7%	43.5%	42.4%	42.4%	40.7%	39.6%	38.9%	37.0%
EBIT margin, %	26.2%	24.3%	20.7%	25.5%	25.1%	29.7%	25.0%	24.2%	24.0%	22.6%
Net margin, %	20.4%	14.9%	26.3%	22.6%	21.5%	21.9%	18.6%	17.8%	17.6%	16.5%
Effective income tax rate, %	-22.2%	-28.1%	-24.9%	-19.7%	-18.9%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	133	4	2	-	17	-	-	-	-	-
As % of gross debt	100%	100%	100%	-	100%	-	-	-	-	-
Long-term debt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross debt	133	4	2	-	17	-	-	-	-	-
Gross debt to EBITDA, (x)	0.02	0.00	0.00	-	0.00	-	-	-	-	-
Cash, investments and equiv.	7 007.76	5 691.35	15 858.19	12 616.34	9 373.88	11 340.04	13 056.11	14 579.63	14 988.09	15 766.04
Net debt	-6 875	-5 687	-15 857	-12 616	-9 357	-11 340	-13 056	-14 580	-14 988	-15 766
Net debt to MC	-0.246	-0.203	-0.567	-0.451	-0.335	-0.406	-0.467	-0.521	-0.536	-0.564
Net debt to EV	-0.348	-0.288	-0.803	-0.639	-0.474	-0.574	-0.661	-0.739	-0.759	-0.799
Net debt to book equity	-0.217	-0.154	-0.354	-0.333	-0.218	-0.236	-0.254	-0.266	-0.256	-0.255

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	26.5%	-5.6%	-27.8%	23.9%	34.1%	-15.1%	3.0%	3.3%	3.1%
EBITDA	-	19.6%	-10.5%	-9.6%	20.8%	34.1%	-18.5%	0.2%	1.5%	-1.9%
EBIT	-	17.4%	-19.7%	-11.2%	21.9%	58.9%	-28.4%	-0.2%	2.3%	-3.1%
Net income	-	-7.7%	67.1%	-38.0%	17.8%	36.4%	-27.9%	-1.3%	2.2%	-3.2%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.028	0.020	0.024	0.020	0.015	0.016	0.013	0.009	0.009	0.009
Div. per pref. share, \$	0.036	0.027	0.033	0.045	0.035	0.039	0.053	0.038	0.038	0.039
Total com share dividend payment, \$	993.078	719.133	873.140	729.598	531.637	586.056	455.383	328.441	324.161	331.321
As % of net income	-	19%	25%	13%	15%	14%	8%	8%	8%	8%
Total pref share dividend payment, \$	281	208	257	348	267	298	409	295	291	298
As % of net income	-	6%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Total dividend payments, \$ mn	1 274	927	1 130	1 077	799	884	865	624	615	629
As % of net income	-	25%	33%	19%	22%	21%	15%	15%	15%	15%
As % of free cash flow	59%	58%	21%	44%	24%	27%	27%	21%	20%	22%
Closing dates	20/03/06	17/03/07	14/03/08	15/05/09	14/05/10	13/05/11	may 2012	may 2013	may 2014	may 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Dividend yield pref. share, %	7%	5%	7%	9%	7%	8%	11%	8%	8%	8%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	12%	9%	13%	9%	10%	12%	8%	7%	7%	7%
ROA, %	11%	9%	12%	9%	9%	11%	8%	7%	7%	6%
ROCI, %	15%	11%	20%	14%	12%	15%	11%	10%	9%	9%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Sector:			
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	SNGS RX	SGNSP RM	
Price in trading cur.			
Currency			
Last price, US\$	0.78	0.49	
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	1.11	0.64	
Valid recommendation	BUY	BUY	
From date:	22/12/2011	22/12/2011	
Current Upside/Downside, %			
	42%	30%	
Previous Rec	1.11	0.64	
Previous TP, \$	BUY	BUY	
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	35726.0	7702.0	43428
Treasury shares, mn	0.0	0.0	0
Free float, %	27%	71%	35%
Free float, MC	7607	2700	10300
MC&EV			
MC, US\$ mn	31856		
Net debt, US\$ mn	-12116		
Non-cont. int, US\$ mn	0		
Other, US\$ mn	0		
EV, US\$ mn	19740		

IR contacts	
E-mail:	kuzovov_vs@surgutneftegas.ru, fridkina_yi@surgutneftegas.ru
Address:	ul.Grigoriya Kukuyevitskogo, 1, bld. 1, the city of Surgut, Tyumenskaya Oblast, Khanty-Mansiysky Autonomous Okrug – Yugra, Russian Federation

Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	SNGS RM	SNGSP RM	
RTS Ticker	SNGS RU	SNGS RU	
LSE Ticker	SGGD LI		1:10
Ger. Ticker	SGNV GR	SGNV GR	1:10
US Ticker	SGTZY US	SGTPY US	1:10

Underlying reporting	
Standard	RAS
Frequency	Q/H/Y
Currency	RUB

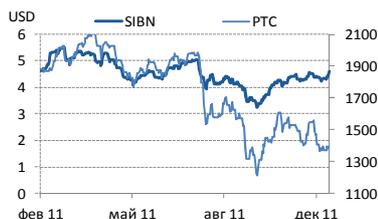
Key people	
CEO:	Vladimir Bogdanov
CFO:	
B.Chairman:	Vladimir Erokhin

Source: company, BCS

BUY

Рост, дивиденды и greenfields

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	SIBN RX
Цена, \$	4.44
Целевая цена, \$	5.10
Потенциал, %	15%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	21 058
Free float, %	4%
Free float, \$ mn	911
EV, \$ mn	22 187

Результаты торгов

Изм. 1W, %	3.8%
Изм. 1M, %	6.3%
Изм. 3M, %	20.4%
Изм. YTD, %	10.7%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	2.3	3.2
P/E, x	3.9	6.3

Мы считаем Газпром нефть интересной инвестицией благодаря сильным финансовым показателям, высоким дивидендам и долгосрочному потенциалу роста. В краткосрочной перспективе, основные драйверы роста – новые приобретения и рост добычи газа. Дополнительным преимуществом являются высокие дивиденды: по итогам 2011 г. компания планирует направить на выплату дивидендов 23% чистой прибыли. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям компании и повышаем целевую цену с \$4.7 до \$5.1.

Рост ожиданий на фоне результатов за 9M11 и прогнозов менеджмента. Результаты Газпром нефти за 9M11 по IFRS превысили наши и консенсус-прогнозы. Более того, согласно ожиданиям компании, выручка по итогам 2011 г. вырастет на 39% г-н-г до \$43 млрд (на 5% выше нашего прогноза), EBITDA – на 15% г-н-г до \$9.3 млрд (на 10% выше наших ожиданий), а чистая прибыль – на 73% г-н-г до \$5.4 млрд (на 35% выше). Мы повысили наш прогноз операционного денежного потока на 2012 г. на 9% до \$6 млрд и ожидаем свободный денежный поток в размере \$2.5 млрд.

Значительный рост дивидендов. Газпром нефть, которая традиционно выплачивает высокие дивиденды, решила еще больше увеличить размер выплат по итогам 2011 г. – до 23% чистой прибыли. По нашим оценкам, размер дивидендов увеличится на 80% до \$1.24 млрд или \$0.264 на акцию, что предполагает дивидендную доходность более 7%.

Рост посредством новых приобретений... Газпром нефть планирует удвоить объемы добычи углеводородов и суммарную мощность переработки до 2020 г. В этих целях компания намерена увеличить активность на рынке M&A развивающихся стран (таких как, Ливия и Бразилия) и свои доли в европейских НПЗ (в сербском NIS). Также мы ожидаем, что компания повысит запасы нефти и газа за счет активов материнской компании - Газпрома.

... и освоения greenfields. Новые проекты Газпром нефти (месторождения «Мессояха» и «Новопортовское») обеспечивают значительный потенциал роста – благодаря их освоению, объемы добычи компании могут увеличиться на 30-40% к 2020-2025 гг. Новопортовское месторождение будет введено в эксплуатацию в 2013 г., объем доказанных запасов составляет 1.6 млрд барр. нефти и 210 млрд куб. м газа, максимальная производительность (в 2016 г.), как ожидается, составит 44-66 млн барр. нефти. По оценкам Газпром нефти, NPV проектов превышает \$6.5 млрд, или около 40% текущей капитализации.

Повышаем целевую цену до \$5.1, рекомендация «ПОКУПАТЬ». Принимая во внимание сильные финансовые показатели компании, ожидания высоких дивидендов и долгосрочные перспективы роста, мы подтверждаем наш позитивный взгляд на Газпром нефть. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» и повышаем целевую цену с \$4.7 до \$5.1 за акцию.

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	19 894	22 768	33 870	24 166	32 772	44 785	40 353	42 421	44 097	45 720
Cost of sales	6 412	6 313	9 343	5 831	8 742	11 538	10 507	10 913	11 296	11 544
Gross profit	13 483	16 455	24 527	18 335	24 030	33 247	29 846	31 508	32 801	34 175
Operating expenses	8 610	10 702	17 232	13 626	17 723	23 572	22 962	24 859	26 067	27 529
General and Administrative exp	507	854	1 046	1 280	1 649	1 731	1 818	1 909	2 004	2 105
EBIT	4 366	4 899	6 249	3 429	4 658	7 944	5 066	4 740	4 730	4 542
DD&A	803	929	1 309	1 475	1 619	1 830	1 971	2 135	2 304	2 473
EBITDA	5 168	5 828	7 558	4 904	6 277	9 774	7 037	6 875	7 034	7 015
Other costs/income	-488	-559	88	-468	381	569	534	481	435	428
PBT	4 854	5 458	6 161	3 897	4 277	7 374	4 532	4 259	4 294	4 114
Income tax expense	1 193	1 315	1 464	816	844	1 475	906	852	859	823
Non-cont. int and forex	-	-	39	68	285	451	281	268	263	260
Net income	3 661	4 143	4 658	3 013	3 148	5 448	3 344	3 139	3 173	3 031
Adj. EBITDA	5 168	5 828	7 558	4 904	6 277	9 774	7 037	6 875	7 034	7 015
Adj net income	3 661	4 143	4 658	3 013	3 148	5 448	3 344	3 139	3 173	3 031
EPS	0.8	0.9	1.0	0.6	0.7	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	5 421	6 634	9 250	15 734	17 188	18 717	20 339	22 033	23 756	25 405
Other long-term assets	3 238	5 212	5 018	7 587	7 783	8 406	8 994	9 534	10 010	10 311
Total long-term assets	8 659	11 846	14 268	23 321	24 971	27 122	29 333	31 567	33 767	35 715
Inventory	782	1 083	1 256	1 596	1 862	2 529	1 871	1 644	1 702	1 740
Accounts receivable	-2 388	-2 263	-1 866	-2 827	-2 566	-4 908	-4 422	-4 649	-4 833	-5 010
Cash, investments and equiv.	1 561	733	2 235	1 021	1 364	3 810	4 270	3 306	2 557	2 402
Other	713	681	580	1 147	1 301	1 791	1 412	1 273	1 102	1 143
Total short-term assets	5 443	4 760	5 937	6 591	7 093	13 038	11 976	10 872	10 194	10 295
Total assets	14 102	16 606	20 205	29 912	32 064	40 160	41 310	42 439	43 960	46 010
Short-term debt	695	1 339	2 085	2 148	1 694	2 590	2 945	1 520	1 250	743
Payables	649	1 171	1 111	2 372	1 906	3 793	3 167	2 990	2 321	2 372
Other	1 390	1 114	824	1 110	1 251	1 375	1 267	1 303	1 351	1 400
Total short-term liabilities	4 172	6 173	6 105	11 255	11 266	14 338	13 303	11 874	10 792	10 415
Long-term debt	977	2 083	1 608	4 162	4 942	5 230	4 575	4 711	4 520	4 550
Other	461	465	477	1 463	1 473	1 350	1 350	1 350	1 350	1 350
Total long-term liabilities	4 172	6 173	6 105	11 255	11 266	14 338	13 303	11 874	10 792	10 415
Shareholders equity	9 930	10 433	13 961	16 151	18 687	23 553	25 644	28 114	30 659	33 055
Minorities	-	-	139	2 506	2 111	2 270	2 363	2 452	2 510	2 540
Total assets and shareholders equity	14 102	16 606	20 205	29 912	32 064	40 160	41 310	42 439	43 960	46 010

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	4 854	5 458	6 161	3 897	3 148	5 448	3 344	3 139	3 173	3 031
DD&A	803	929	1 309	1 475	1 619	1 830	1 971	2 135	2 304	2 473
Other items	308	-370	-315	-801	986	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	4 771	4 702	5 652	3 687	5 753	7 278	5 315	5 274	5 477	5 504
Changes in WC	-1 471	614	-169	-212	-361	-1 226	763	25	-690	-156
Operating cashflow	3 301	5 316	5 483	3 475	5 392	6 052	6 078	5 299	4 787	5 348
CAPEX	-1 525	-2 212	-3 366	-2 607	-3 301	-3 359	-3 594	-3 829	-4 027	-4 121
Other	-339	-3 424	-136	-2 273	-1 551	-449	-584	-542	-478	-302
Investing cash flow	-1 864	-5 636	-3 502	-4 880	-4 852	-3 808	-4 178	-4 371	-4 506	-4 423
Free cash flow	1 869	3 197	2 210	901	2 146	2 693	2 484	1 470	760	1 227
Financing cash flow	-407	-320	-566	185	-309	376	-1 435	-1 894	-1 033	-1 081
Adjustments	-	26	-61	13	47	-	-	-	-	-
Net cash flow	1 029	-614	1 354	-1 207	278	2 619	465	-966	-752	-156
Cash end. per	1 335	721	2 075	868	1 146	3 765	4 230	3 264	2 513	2 356

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	1.12	0.97	0.66	0.92	0.68	0.50	0.55	0.52	0.50	0.49
EV/EBITDA, (x)	4.29	3.81	2.94	4.52	3.53	2.27	3.15	3.23	3.15	3.16
EV/EBIT, (x)	5.08	4.53	3.55	6.47	4.76	2.79	4.38	4.68	4.69	4.88
EV/FCF, (x)	11.87	6.94	10.04	24.62	10.34	8.24	8.93	15.09	29.20	18.09
P/E, (x)	5.75	5.08	4.52	6.99	6.69	3.87	6.30	6.71	6.64	6.95
P/BV, (x)	2.12	2.02	1.51	1.30	1.13	0.89	0.82	0.75	0.69	0.64

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	67.8%	72.3%	72.4%	75.9%	73.3%	74.2%	74.0%	74.3%	74.4%	74.8%
EBITDA margin, %	26.0%	25.6%	22.3%	20.3%	19.2%	21.8%	17.4%	16.2%	16.0%	15.3%
EBIT margin, %	21.9%	21.5%	18.4%	14.2%	14.2%	17.7%	12.6%	11.2%	10.7%	9.9%
Net margin, %	18.4%	18.2%	13.8%	12.5%	9.6%	12.2%	8.3%	7.4%	7.2%	6.6%
Effective income tax rate, %	-24.6%	-24.1%	-23.8%	-20.9%	-19.7%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	695	1 339	2 085	2 148	1 694	2 590	2 945	1 520	1 250	743
As % of gross debt	42%	39%	56%	34%	26%	33%	39%	24%	22%	14%
Long-term debt	977	2 083	1 608	4 162	4 942	5 230	4 575	4 711	4 520	4 550
Gross debt	1 672	3 422	3 693	6 310	6 636	7 820	7 520	6 231	5 770	5 293
Gross debt to EBITDA, (x)	0.32	0.59	0.49	1.29	1.06	0.80	1.07	0.91	0.82	0.75
Cash, investments and equiv.	1 560.53	732.88	2 235.00	1 021.00	1 364.00	3 809.90	4 270.42	3 306.50	2 556.62	2 401.98
Net debt	111	2 689	1 458	5 289	5 272	4 010	3 249	2 925	3 213	2 891
Net debt to MC	0.005	0.128	0.069	0.251	0.250	0.190	0.154	0.139	0.153	0.137
Net debt to EV	0.005	0.121	0.066	0.238	0.238	0.181	0.146	0.132	0.145	0.130
Net debt to book equity	0.011	0.258	0.104	0.327	0.282	0.170	0.127	0.104	0.105	0.087

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	14.4%	48.8%	-28.7%	35.6%	36.7%	-9.9%	5.1%	4.0%	3.7%
EBITDA	-	12.8%	29.7%	-35.1%	28.0%	55.7%	-28.0%	-2.3%	2.3%	-0.3%
EBIT	-	12.2%	27.6%	-45.1%	35.8%	70.5%	-36.2%	-6.4%	-0.2%	-4.0%
Net income	-	13.2%	12.4%	-35.3%	4.5%	73.1%	-38.6%	-6.1%	1.1%	-4.5%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.274	0.307	0.220	0.184	0.118	0.146	0.264	0.141	0.132	0.134
Total com share dividend payment, \$	1 301.469	1 455.379	1 042.893	871.444	559.737	690.662	1 253.024	668.815	627.765	634.532
As % of net income	-	40%	25%	19%	19%	22%	23%	20%	20%	20%
Total dividend payments, \$ mn	1 301	1 455	1 043	871	560	691	1 253	669	628	635
As % of net income	-	40%	25%	19%	19%	22%	23%	20%	20%	20%
As % of free cash flow	-	78%	33%	39%	62%	32%	47%	27%	43%	84%
Closing dates	05/05/06	18/05/07	15/05/08	15/05/09	14/05/10	25/04/11	apr 2012	apr 2013	apr 2014	apr 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	6%	7%	5%	4%	3%	3%	6%	3%	3%	3%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	37%	40%	33%	19%	17%	23%	13%	11%	10%	9%
ROA, %	26%	25%	23%	10%	10%	14%	8%	7%	7%	7%
ROCI, %	35%	30%	29%	12%	11%	17%	10%	9%	8%	8%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Нефть и газ		
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	SIBN RX		
Last price, US\$	4.44		
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	5.10		
Valid recommendation	BUY		
From date:	22/12/2011		
Performance since, %			
Current Upside/Downside, %	15%		
Previous Rec	BUY		
Previous TP, \$	5		
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	4741.3		
Treasury shares, mn	23.4		
Free float, %	4%		
Free float, MC	911		
MC&EV			
MC, US\$ mn	21058		
Net debt, US\$ mn	4893		
Non-cont. int, US\$ mn	1215		
Other, US\$ mn	-4979		
EV, US\$ mn	22187		

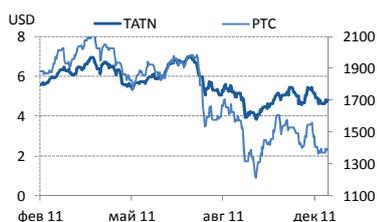
IR contacts			
Name:	Anna Sidorkina		
Position:	Head of IR		
Phone:	7 (495) 662-7548		
E-mail:	ir@gazprom-neft.ru		
Address:	117647, Россия, Москва, ул. Профсоюзная, 125 А		
Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	SIBN RM		
RTS Ticker	SIBN RU		
LSE Ticker	GAZ LI		1:5
Ger. Ticker	SCF GR		1:5
US Ticker	GZPFY US		1:5
Underlying reporting			
Standard	US GAAP		
Frequency	Q/H/Y		
Currency	USD		
Key people			
CEO:	Alexander Dyukov		
CFO:	Vadim Yakovlev		
B.Chairman:	Alexei Miller		

Source: company, BCS

HOLD

Большие запасы, налоговые льготы

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	TATN RX
Цена, \$	4.70
Целевая цена, \$	5.50
Потенциал, %	17%
Рекомендация	HOLD

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	10 670
Free float, %	14%
Free float, \$ mn	1 408
EV, \$ mn	13 711

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-0.1%
Изм. 1M, %	2.0%
Изм. 3M, %	8.7%
Изм. YTD, %	3.2%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	3.2	3.1
P/E, x	3.8	3.7

Обеспеченность запасами Татнефти составляет более 32 лет при стабильно высоком уровне добычи – около 185 млн барр. в год. Тем не менее, потенциал роста нефтяной компании ограничен в ближайшие 2-3 года, поскольку свободные денежные потоки будут направляться на развитие НПЗ TANECO. С другой стороны, компания получила льготы по НДС, что увеличит 2012E EBITDA на 6%. На этом фоне мы повысили целевую цену по обыкновенным и привилегированным акциям. Тем не менее, принимая во внимание ограниченные перспективы роста, мы сохраняем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ» по бумагам компании.

Стабильные уровни добычи, максимальная обеспеченность запасами в секторе. Татнефть имеет максимальную обеспеченность запасами среди российских нефтяных компаний. Доказанные запасы Татнефти составляют более 6 млрд барр., что предполагает коэффициент обеспеченности запасами в 32 года при сохранении стабильно высокой добычи на уровне в 185 млн барр. в год. Тем не менее, строительство НПЗ TANECO ограничивает текущий рост и среднесрочные перспективы компании из-за поглощения большей части денежных потоков.

Рост ограничен TANECO. Запуск первой очереди НПЗ TANECO еще не принес компании значительной финансовой пользы. Поскольку объект является относительно новым, глубина переработки остается низкой, и, объемы производства светлых нефтепродуктов незначительны. Строительство второй очереди, которое начнется в ближайшее время поскольку компания получила льготы по НДС, займет около трех лет и, с нашей точки зрения, окажет негативное влияние на FCF. По нашим оценкам, Татнефть придется инвестировать более \$7 млрд в 2012-15 гг. для завершения второй очереди TANECO.

Налоговые льготы в 2012-2016 гг. Правительство одобрило льготы по НДС для Татнефти на период с 2012 г. до 2016 г. в качестве компенсации негативного влияния (в частности, сокращения рентабельности инвестиций) системы «60-66», которая была введена в октябре 2011 г. Поскольку Татнефть в настоящее время не несет прямых потерь в связи с новым налоговым режимом, налоговые льготы окажут положительное влияние на финансовые показатели Татнефти в 2012-2016 гг.

Высокие дивиденды. Татнефть направляет около 30% чистой прибыли по РСБУ на выплату дивидендов, и мы не видим причин для изменения дивидендной политики. По итогам 2011 г. дивиденды, по нашим оценкам, составят более \$0.28 на акцию, что соответствует дивидендной доходности в 9% для привилегированных и 6% для обыкновенных акций.

Повышение целевой цены и подтверждение рекомендации «ДЕРЖАТЬ» на сильных фундаментальных характеристиках. Благодаря предоставлению компании льгот по НДС, мы повысили целевую цену по бумагам Татнефти с \$5.3 до \$5.5 за обыкновенную и с \$2.9 до \$3.0 за привилегированную акцию. Принимая во внимание ограниченные перспективы роста, мы подтверждаем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	11 706	13 928	17 873	12 000	15 411	22 117	18 790	19 689	20 383	21 034
Cost of sales	5 239	5 667	8 146	4 934	6 917	10 051	7 549	7 678	8 105	8 380
Gross profit	6 467	8 261	9 728	7 066	8 494	12 066	11 241	12 011	12 278	12 655
Operating expenses	4 133	4 873	6 642	3 930	5 287	7 683	6 934	7 713	7 965	8 191
General and Administrative exp	766	965	1 642	930	1 108	531	413	423	428	442
EBIT	1 567	2 423	1 444	2 207	2 099	3 852	3 894	3 875	3 885	4 023
DD&A	393	406	408	376	411	426	471	511	543	575
EBITDA	1 960	2 829	1 851	2 582	2 510	4 278	4 365	4 385	4 428	4 597
Other costs/income	-0	-25	713	-143	-24	150	136	129	119	104
PBT	1 568	2 448	730	2 349	2 123	3 702	3 758	3 745	3 766	3 918
Income tax expense	445	714	376	553	455	777	789	787	791	823
Non-cont. int and forex	27	42	16	82	131	206	200	200	204	201
Net income	1 095	1 692	338	1 714	1 537	2 719	2 768	2 759	2 771	2 895
Adj. EBITDA	1 960	2 829	1 851	2 582	2 510	4 278	4 365	4 385	4 428	4 597
Adj net income	1 095	1 692	338	1 714	1 537	2 719	2 768	2 759	2 771	2 895
EPS	0.5	0.8	0.2	0.8	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	6 781	7 892	8 222	10 753	12 919	14 730	16 473	18 103	19 810	21 446
Other long-term assets	1 482	2 032	1 184	1 147	1 340	1 380	1 422	1 464	1 494	1 524
Total long-term assets	8 263	9 924	9 406	11 899	14 259	16 110	17 895	19 567	21 304	22 969
Inventory	433	445	481	386	497	688	517	526	555	574
Accounts receivable	-1 018	-1 800	-778	-1 449	-1 737	-2 424	-2 059	-2 158	-2 234	-2 305
Cash, investments and equiv.	1 658	2 180	1 849	1 825	1 215	1 821	1 719	2 156	2 086	2 236
Other	760	732	862	834	900	1 216	1 033	1 083	1 121	1 157
Total short-term assets	3 869	5 157	3 969	4 495	4 349	6 150	5 329	5 922	5 996	6 272
Total assets	12 132	15 080	13 376	16 394	18 608	22 260	23 224	25 489	27 300	29 241
Short-term debt	191	233	224	2 405	1 295	1 453	1 324	1 026	1 223	920
Payables	228	230	320	443	489	688	517	526	555	574
Other	825	1 102	546	819	869	1 106	940	984	1 019	1 052
Total short-term liabilities	3 211	4 141	4 361	6 026	7 107	8 584	7 446	7 639	7 355	7 083
Long-term debt	22	384	1 530	549	2 481	2 573	2 411	2 838	2 315	2 224
Other	1 946	2 192	1 741	1 810	1 975	2 765	2 255	2 264	2 242	2 314
Total long-term liabilities	3 211	4 141	4 361	6 026	7 107	8 584	7 446	7 639	7 355	7 083
Shareholders equity	8 800	10 756	8 859	10 103	11 109	13 454	15 543	17 610	19 691	21 893
Minorities	121	183	156	264	392	222	235	241	254	265
Total assets and shareholders equity	12 132	15 080	13 376	16 394	18 608	22 260	23 224	25 489	27 300	29 241

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	1 095	1 692	338	1 714	1 537	2 719	2 768	2 759	2 771	2 895
DD&A	393	406	408	376	411	426	471	511	543	575
Other items	882	267	788	163	262	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	2 370	2 364	1 534	2 253	2 209	3 145	3 239	3 270	3 314	3 469
Changes in WC	-1 158	-486	391	-153	-370	-758	381	-103	-80	-75
Operating cashflow	1 212	1 878	1 925	2 100	1 840	2 387	3 621	3 167	3 235	3 395
CAPEX	-625	-1 346	-2 433	-2 814	-2 572	-2 237	-2 214	-2 140	-2 251	-2 210
Other	-702	-203	-51	-65	428	-291	219	15	-57	-14
Investing cash flow	-1 327	-1 549	-2 483	-2 879	-2 145	-2 528	-1 995	-2 125	-2 308	-2 224
Free cash flow	680	625	-415	-681	-677	150	1 406	1 026	984	1 185
Financing cash flow	-301	-89	575	761	148	497	-1 467	-547	-1 024	-1 005
Net cash flow	-416	240	16	-18	-157	355	158	495	-97	166
Cash end. per	317	693	719	824	360	716	874	1 368	1 271	1 437

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	1.17	0.98	0.77	1.14	0.89	0.62	0.73	0.70	0.67	0.65
EV/EBITDA, (x)	7.00	4.85	7.41	5.31	5.46	3.20	3.14	3.13	3.10	2.98
EV/EBIT, (x)	8.75	5.66	9.50	6.21	6.53	3.56	3.52	3.54	3.53	3.41
P/E, (x)	9.36	6.06	30.28	5.98	6.67	3.77	3.70	3.71	3.70	3.54
P/BV, (x)	1.16	0.95	1.16	1.01	0.92	0.76	0.66	0.58	0.52	0.47
Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	55.2%	59.3%	54.4%	58.9%	55.1%	54.6%	59.8%	61.0%	60.2%	60.2%
EBITDA margin, %	16.7%	20.3%	10.4%	21.5%	16.3%	19.3%	23.2%	22.3%	21.7%	21.9%
EBIT margin, %	13.4%	17.4%	8.1%	18.4%	13.6%	17.4%	20.7%	19.7%	19.1%	19.1%
Net margin, %	9.4%	12.1%	1.9%	14.3%	10.0%	12.3%	14.7%	14.0%	13.6%	13.8%
Effective income tax rate, %	-28.4%	-29.2%	-51.5%	-23.6%	-21.4%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%
Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	191	233	224	2 405	1 295	1 453	1 324	1 026	1 223	920
As % of gross debt	90%	38%	13%	81%	34%	36%	35%	27%	35%	29%
Long-term debt	22	384	1 530	549	2 481	2 573	2 411	2 838	2 315	2 224
Gross debt	213	617	1 753	2 954	3 775	4 026	3 735	3 864	3 538	3 143
Gross debt to EBITDA, (x)	0.11	0.22	0.95	1.14	1.50	0.94	0.86	0.88	0.80	0.68
Cash, investments and equiv.	1 658.37	2 179.67	1 848.60	1 825.26	1 214.99	1 821.38	1 719.36	2 155.86	2 086.24	2 236.00
Net debt	-1 445	-1 563	-95	1 129	2 560	2 204	2 015	1 708	1 452	907
Net debt to MC	-0.141	-0.153	-0.009	0.110	0.250	0.215	0.197	0.167	0.142	0.089
Net debt to EV	-0.105	-0.114	-0.007	0.082	0.187	0.161	0.147	0.125	0.106	0.066
Net debt to book equity	-0.164	-0.145	-0.011	0.112	0.230	0.164	0.130	0.097	0.074	0.041
Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	19.0%	28.3%	-32.9%	28.4%	43.5%	-15.0%	4.8%	3.5%	3.2%
EBITDA	-	44.3%	-34.6%	39.5%	-2.8%	70.4%	2.0%	0.5%	1.0%	3.8%
EBIT	-	54.6%	-40.4%	52.9%	-4.9%	83.5%	1.1%	-0.5%	0.3%	3.6%
Net income	-	54.5%	-80.0%	406.5%	-10.3%	76.9%	1.8%	-0.3%	0.4%	4.5%
Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.035	0.175	0.230	0.150	0.217	0.165	0.292	0.297	0.297	0.298
Div. per pref. share, \$	0.035	0.175	0.230	0.150	0.217	0.165	0.292	0.297	0.297	0.298
Total com share dividend payment, \$	75.702	380.630	501.409	327.768	472.626	358.826	636.539	648.139	646.014	648.871
As % of net income	-	35%	30%	97%	28%	23%	23%	23%	23%	23%
Total pref share dividend payment, \$	5	26	34	22	32	24	43	44	44	44
As % of net income	-	2%	2%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Total dividend payments, \$ mn	81	406	535	350	505	383	680	692	690	693
As % of net income	-	37%	32%	103%	29%	25%	25%	25%	25%	25%
As % of free cash flow	12%	65%	-129%	-51%	-74%	255%	48%	67%	70%	58%
Closing dates	14/05/06	14/05/07	12/05/08	12/05/09	10/05/10	06/05/11	may 2012	may 2013	may 2014	may 2015
Interim divs. (Y/N)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Dividend yield com. share, %	1%	4%	5%	3%	5%	4%	6%	6%	6%	6%
Dividend yield pref. share, %	1%	6%	8%	5%	8%	6%	10%	10%	10%	10%
Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	12%	16%	4%	17%	14%	20%	18%	16%	14%	13%
ROA, %	9%	11%	3%	10%	8%	12%	12%	11%	10%	10%
ROCI, %	12%	15%	3%	13%	10%	15%	14%	13%	12%	11%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	TATN RX	TATNP3 RM	
Last price, US\$	4.70	2.85	
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	5.50	3.02	
Valid recommendation	HOLD	HOLD	
From date:	08/08/2011	08/08/2011	
Current Upside/Downside, %	17%	6%	
Previous Rec	HOLD	HOLD	
Previous TP, \$	5	2.92	
Calculated TP, \$			
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	2178.7	147.5	2326
Treasury shares, mn	118.9	-	0
Free float, %	14%	100%	19%
Free float, MC	1408	420	1820
MC&EV			
MC, US\$ mn	10670		
Net debt, US\$ mn	2201		
Non-cont. int, US\$ mn	420		
Other, US\$ mn	420		
EV, US\$ mn	13711		

IR contacts	
Phone:	+7 (8553) 319 753, +7 (8553) 319 741
E-mail:	finance@tatneft.co.ru, ocb@tatneft.ru,
Address:	Lenin St. 75, Almetyevsk, Republic of Tatarstan

Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker	TATN3 RM	TATNP3 RM	
RTS Ticker	TATN RU	TATNP RU	
LSE Ticker	ATAD LI		
Ger. Ticker	TTFB GR		
US Ticker	OAOFY US		

Underlying reporting	
Standard	US GAAP
Frequency	Q/H/Y
Currency	RUB

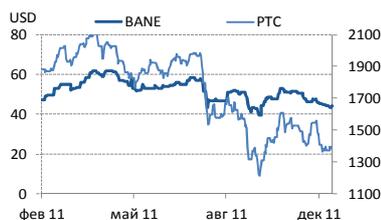
Key people	
CEO:	Shafagat Takhautdinov
CFO:	Vladlen Voskoboynikov
B.Chairman:	Rustam Minnikhanov

Source: company, BCS

BUY

Высокие дивиденды и перспективы роста

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	BANE RU
Цена, \$	44.75
Целевая цена, \$	66.10
Потенциал, %	48%
Рекомендация	BUY

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ mn	8 749
Free float, %	14%
Free float, \$ mn	1 044
EV, \$ mn	12 287

Результаты торгов

Изм. 1W, %	-2.8%
Изм. 1M, %	-9.4%
Изм. 3M, %	-3.3%
Изм. YTD, %	-1.6%

Рыночные оценки

	'11e	'12e
EV/EBITDA, x	4.2	4.0
P/E, x	5.0	5.1

Мы по-прежнему считаем Башнефть отличной дивидендной историей и компанией будущего роста. Дивидендная политика компании – одна из самых привлекательных в российском нефтегазовом секторе: на дивиденды направляется 100% чистой прибыли. С 2009 г., когда компания перешла под контроль АФК Система, рост Башнефти существенно ускорился без масштабных инвестиций. В будущем мы ожидаем сохранения роста компании. По оценкам Башнефти, месторождения им. Требса и Титова увеличат объем добычи компании на 35-50% к 2017. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Башнефти, однако ввиду более значительного, чем ожидалось роста расходов за 9M11, мы снизили целевую цену с \$72.70 до \$66.1 за обыкновенную или с \$54.53 до \$49.6 за привилегированную акцию.

Дивидендная доходность в 2012 г. – 20%. Мы считаем, что Башнефть будет наиболее привлекательной дивидендной историей в 2012 г. Мы ожидаем, что компания выплатит дивиденды в размере более \$6.7 как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям, что соответствует дивидендной доходности около 15% и 20% соответственно. В 3K11 операционные денежные потоки компании выросли в два раза к-н-к, что подтверждает наши ожидания сохранения высоких дивидендов по акциям Башнефти в этом году.

Планы по увеличению добычи будут выполнены. В 3K11 Башнефть увеличила суточные объемы добычи на 2% к-н-к до 304 тыс. барр.; в 9M11, добыча нефти повысилась на 7% г-н-г. Мы считаем, что по итогам года компания сможет достичь своей цели по росту показателя на 6% до 110 млн барр. В 2012 г., по нашим прогнозам, объемы добычи не изменятся г-н-г, следующая стадия роста начнется в 2013 г. с запуском проекта освоения месторождений Требса и Титова в Тимано-Печорской провинции.

Проект Требса и Титова увеличит добычу Башнефти в долгосрочной перспективе. Месторождения им. Требса и Титова существенно улучшают долгосрочные перспективы добычи Башнефти. В феврале 2011 г. компания выиграла тендер на освоение месторождений им. Требса и Титова, доказанные запасы которых оцениваются на уровне выше 1 млрд барр. нефти – что соответствует 50% доказанных запасов компании. Для разработки месторождений Башнефть создала СП с ЛУКОЙлом (25%). Мы считаем, что участие ЛУКОЙла ускорит реализацию проекта, благодаря уже проведенному компанией бурению в том регионе. По оценкам Башнефти, новый проект увеличит объемы ее добычи на 35-50% к 2017-2018 гг.

Позитивный взгляд на Башнефть. Мы сохраняем позитивный взгляд на Башнефть, в первую очередь, благодаря значительным перспективам роста компании и щедрой дивидендной политике. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Башнефти; однако ввиду более значительного, чем ожидалось роста SG&A расходов в 9M11, мы снизили целевую цену с \$72.70 до \$66.1 по обыкновенным и с \$54.53 до \$49.6 по привилегированным акциям.

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	-	-	6 775	13 341	17 317	16 591	17 642	19 359	20 590
Cost of sales	-	-	-	2 746	4 756	6 199	5 811	6 203	6 990	7 683
Gross profit	-	-	-	4 029	8 585	11 118	10 779	11 439	12 370	12 906
Operating expenses	-	-	-	2 924	6 322	8 328	7 746	8 374	9 066	9 272
General and Administrative exp	-	-	-	487	470	589	664	706	774	824
EBIT	-	-	-	618	1 793	2 201	2 369	2 359	2 529	2 811
DD&A	-	-	-	631	711	736	726	726	754	808
EBITDA	-	-	-	1 249	2 504	2 937	3 095	3 085	3 283	3 619
Other costs/income	-	-	-	-25	-21	167	374	446	473	443
PBT	-	-	-	643	2 014	2 034	1 995	1 913	2 056	2 368
Income tax expense	-	-	-	-	468	427	419	402	432	497
Non-cont. int and forex	-	-	-	53	117	84	84	80	83	95
Net income	-	-	-	590	1 429	1 523	1 492	1 432	1 541	1 776
Adj. EBITDA	-	-	-	1 249	2 504	2 937	3 095	3 085	3 283	3 619
Adj net income	-	-	-	590	1 429	1 523	1 492	1 432	1 541	1 776
EPS	-	-	-	3.5	8.4	9.0	8.8	8.4	9.1	10.4

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	-	-	-	9 873	9 585	9 460	9 456	9 826	10 532	11 319
Other long-term assets	-	-	-	285	1 654	1 737	1 824	1 915	2 010	2 111
Total long-term assets	-	-	-	10 158	11 239	11 196	11 279	11 741	12 542	13 430
Inventory	-	-	-	385	625	764	716	765	862	947
Accounts receivable	-	-	-	-227	-523	-712	-682	-725	-796	-846
Cash, investments and equiv.	-	-	-	1 396	1 743	1 797	2 361	2 891	2 801	2 853
Other	-	-	-	523	861	1 039	995	1 006	1 065	1 132
Total short-term assets	-	-	-	2 531	3 752	4 312	4 755	5 386	5 523	5 779
Total assets	-	-	-	12 689	14 991	15 509	16 035	17 127	18 066	19 210
Short-term debt	-	-	-	63	795	810	715	818	957	978
Payables	-	-	-	741	1 212	1 580	1 481	1 581	1 781	1 958
Other	-	-	-	456	509	491	535	588	646	710
Total short-term liabilities	-	-	-	4 249	6 999	7 557	8 183	9 067	9 296	9 136
Long-term debt	-	-	-	1 676	3 118	3 118	3 959	4 582	4 344	3 844
Other	-	-	-	1 313	1 365	1 559	1 493	1 500	1 568	1 647
Total long-term liabilities	-	-	-	4 249	6 999	7 557	8 183	9 067	9 296	9 136
Shareholders equity	-	-	-	5 305	5 275	5 429	5 550	5 863	6 473	7 478
Minorities	-	-	-	3 135	2 717	2 523	2 301	2 197	2 296	2 595
Total assets and shareholders equity	-	-	-	12 689	14 991	15 509	16 035	17 127	18 066	19 210

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net income	-	-	-	590	1 429	1 523	1 492	1 432	1 541	1 776
DD&A	-	-	-	631	711	736	726	726	754	808
Other items	-	-	-	-109	-209	-	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	-	-	-	1 112	1 931	2 259	2 218	2 158	2 295	2 584
Changes in WC	-	-	-	137	-531	-83	67	51	32	36
Operating cashflow	-	-	-	1 249	1 400	2 175	2 284	2 208	2 328	2 620
CAPEX	-	-	-	-589	-492	-610	-722	-1 096	-1 460	-1 596
Other	-	-	-	-1 388	-1 503	-273	-50	-144	-182	-162
Investing cash flow	-	-	-	-1 977	-1 995	-883	-773	-1 240	-1 642	-1 758
Free cash flow	-	-	-	693	963	1 565	1 562	1 112	868	1 024
Financing cash flow	-	-	-	1 073	488	-1 428	-911	-492	-862	-871
Adjustments	-	-	-	-5	8	-	-	-	-	-
Net cash flow	-	-	-	340	-99	-136	601	477	-176	-9
Cash end. per	-	-	-	1 166	1 067	931	1 532	2 009	1 833	1 824

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	-	-	-	1.81	0.92	0.71	0.74	0.70	0.63	0.60
EV/EBITDA, (x)	-	-	-	9.84	4.91	4.18	3.97	3.98	3.74	3.39
EV/EBIT, (x)	-	-	-	19.88	6.85	5.58	5.19	5.21	4.86	4.37
EV/FCF, (x)	-	-	-	17.73	12.76	7.85	7.87	11.05	14.16	12.00
P/E, (x)	-	-	-	12.91	5.33	5.00	5.10	5.32	4.94	4.29
P/BV, (x)	-	-	-	1.44	1.44	1.40	1.37	1.30	1.18	1.02

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	-	-	-	59.5%	64.4%	64.2%	65.0%	64.8%	63.9%	62.7%
EBITDA margin, %	-	-	-	18.4%	18.8%	17.0%	18.7%	17.5%	17.0%	17.6%
EBIT margin, %	-	-	-	9.1%	13.4%	12.7%	14.3%	13.4%	13.1%	13.7%
Net margin, %	-	-	-	8.7%	10.7%	8.8%	9.0%	8.1%	8.0%	8.6%
Effective income tax rate, %	-	-	-	0.0%	-23.2%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%	-21.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	-	-	-	63	795	810	715	818	957	978
As % of gross debt	-	-	-	4%	20%	21%	15%	15%	18%	20%
Long-term debt	-	-	-	1 676	3 118	3 118	3 959	4 582	4 344	3 844
Gross debt	-	-	-	1 739	3 913	3 928	4 674	5 400	5 301	4 822
Gross debt to EBITDA, (x)	-	-	-	1.39	1.56	1.34	1.51	1.75	1.61	1.33
Cash, investments and equiv.	-	-	-	1 396.00	1 743.00	1 797.10	2 361.38	2 890.79	2 801.13	2 853.36
Net debt	-	-	-	343	2 170	2 131	2 313	2 509	2 500	1 969
Net debt to MC	-	-	-	0.045	0.285	0.280	0.304	0.329	0.328	0.259
Net debt to EV	-	-	-	0.028	0.177	0.173	0.188	0.204	0.203	0.160
Net debt to book equity	-	-	-	0.065	0.411	0.392	0.417	0.428	0.386	0.263

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	-	-	-	96.9%	29.8%	-4.2%	6.3%	9.7%	6.4%
EBITDA	-	-	-	-	100.5%	17.3%	5.4%	-0.3%	6.4%	10.2%
EBIT	-	-	-	-	190.1%	22.8%	7.6%	-0.4%	7.2%	11.1%
Net income	-	-	-	-	142.2%	6.6%	-2.1%	-4.0%	7.6%	15.2%

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.040	0.980	0.664	1.662	3.626	7.735	6.694	5.463	4.545	3.763
Div. per pref. share, \$	0.197	0.980	0.664	1.662	3.626	7.735	6.694	5.463	4.545	3.763
Total com share dividend payment, \$	6.741	166.744	113.054	282.767	617.034	1 316.303	1 139.038	929.690	773.419	640.358
As % of net income	-	-	-	-	105%	92%	75%	62%	54%	42%
Total pref share dividend payment, \$	7	34	23	58	126	268	232	189	157	130
As % of net income	-	-	-	-	21%	19%	15%	13%	11%	8%
Total dividend payments, \$ mn	14	201	136	340	743	1 584	1 371	1 119	931	771
As % of net income	-	-	-	-	126%	111%	90%	75%	65%	50%
As % of free cash flow	-	-	-	-	107%	164%	88%	72%	84%	89%
Closing dates	10/03/06	07/03/07	12/03/08	22/05/09	21/05/10	20/05/11	may 2012	may 2013	may 2014	may 2015
Interim divs. (Y/N)	Y	Y	Y	N	Y	?	?	?	?	?
Dividend yield com. share, %	0%	2%	2%	4%	8%	18%	15%	13%	10%	9%
Dividend yield pref. share, %	1%	3%	2%	5%	11%	24%	21%	17%	14%	12%

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	-	-	-	11%	27%	28%	27%	24%	24%	24%
ROA, %	-	-	-	5%	10%	10%	9%	8%	9%	9%
ROCI, %	-	-	-	6%	12%	13%	13%	12%	12%	13%

Source: company, BCS

Общие данные

Industry/Sector			
Industry:	Oil & Gas		
Last price	Com. Sh.	Pref. Sh.	Russia if DIF
Primary ticker	BANE RU	BANEP RM	
Last price, US\$	44.75	32.56	
Target	Com. Sh.	Pref. Sh.	Local sh.
Valid target price, \$	66.10	49.57	
Valid recommendation	BUY	BUY	
From date:	08/08/2011	08/08/2011	
Current Upside/Downside, %	48%	52%	
Previous Rec	BUY	BUY	
Previous TP, \$	73	54.50	
Shares out	Com. Sh.	Pref. Sh.	Total
No. of shares, mn	170.2	34.6	205
Treasury shares, mn	0.0	0.0	0
Free float, %	14%	92%	27%
Free float, MC	1044	1039	2057
MC&EV			
MC, US\$ mn	8749		
Net debt, US\$ mn	2125		
Non-cont. int, US\$ mn	1413		
Other, US\$ mn	-		
EV, US\$ mn	12287		

IR contacts	
Name:	Maria Radina
Position:	Head of IR
Phone:	+7 (495) 228-15-96
E-mail:	ir@bashneft.ru
Address:	5, 1-st Tverskaya-Yamskaya, Moscow, 125047, Russia

Tickers	Com. Sh.	Pref. Sh.	ADR Ratio
MICEX Ticker			
RTS Ticker	BANE RU	BANEP RU	

Underlying reporting	
Standard	IFRS
Frequency	Q/H/Y
Currency	USD

Key people	
CEO:	Alexander Korsik
CFO:	Aleksey Kurach
B.Chairman:	Alexander Goncharuk

Source: company, BCS

Инвестиционный банк БКС

+7 (495) 785 5336

Управляющий директорКен Чаргеишвили
kchargeishvili@msk.bcs.ru**Аналитический департамент**

+7 (495) 785 5336

Начальник отделаВладислав Метнёв
emetnev@msk.bcs.ru**Нефть и газ**Андрей Полищук
apolishuk@msk.bcs.ru**Металлургия**Олег Петропавловский
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru
Эдуард Бадаев
badaevee@msk.bcs.ru**Потребительский сектор, химия**Андрей Полищук
apolishuk@msk.bcs.ru**Электроэнергетика**Ирина Филатова
ifilatova@msk.bcs.ru
Екатерина Трипотень
etripoten@msk.bcs.ru**Руководитель группы по выпуску**Марк Брэдфорд
mbradford@msk.bcs.ru**Американский рынок**Сергей Петряков
spetryakov@msk.bcs.ru**Телекомы, строительство**Ирина Пенкина
ipenkina@msk.bcs.ru**Переводчик/Редактор**Ольга Сибиричева
osibiricheva@msk.bcs.ru**Технический специалист**Егор Семенов
esemenov@msk.bcs.ru**Управление по торговле акциями**

+7 (495) 785 7475

Руководитель департаментаОлег Чихладзе
ochikhladze@msk.bcs.ru**Equity Sales**Артем Аргеткин
aargetkin@msk.bcs.ruЕвгений Селянский
eselyanskiy@msk.bcs.ruАндрей Богдашов
abogdashov@msk.bcs.ruПавел Васев
pvasev@msk.bcs.ruСергей Дроздов
sdrozdov@msk.bcs.ruДмитрий Тремасов
dtremasov@msk.bcs.ruИрина Саченко
irina.sachenko@msk.bcs.ruАлександр Соколов
sokolov@msk.bcs.ruАлексей Евсютин
aevsutin@msk.bcs.ruАлександр Какаулин
akakaulin@msk.bcs.ruВладимир Крохалёв
vkrokhalev@msk.bcs.ru**Старший трейдер**Максим Селезнев
mseleznev@msk.bcs.ru**Трейдер**Александр Микин
amikin@msk.bcs.ru

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность. Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. Компания обращает внимание на то, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.