



7 апреля 2021 г.

Нефтегазовый сектор

Изменение рекомендаций

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Игорь Евсин
IEvsin@veles-capital.ru

Ставка на нефть

Нефтегазовый сектор РФ – один из двух секторов, который на данный момент еще не потерял ковид-дисконт к котировкам. Учитывая меры ОПЕК по сокращению предложения, а также то, что дивидендная доходность бумаг по итогам 2021 г. может составить порядка 10%, мы считаем данный дисконт несправедливым. Мы обновили макроэкономические предпосылки в наших моделях, а также актуализировали модели с учетом последней вышедшей финансовой отчетности. При средней цене Brent на уровне 62 доллара за баррель и среднем курсе доллара в 72,7 руб. в 2021 г. мы устанавливаем рекомендацию «Покупать» для акций Роснефти, Башнефти, Сургутнефтегаза, Газпром нефти, Газпрома; «Держать» — для акций Лукойла и Новатэка.

Роснефть. Роснефть является нашим фаворитом в секторе. По нашему мнению, рост котировок компании в предыдущие месяцы был связан с ростом нефтяных цен, а не с осознанием рынком масштаба проекта Восток Ойл. В своей отчетности компания раскрыла стоимость приобретения проекта Паяха (входят Пайяхское, Иркинское и ряд менее крупных месторождений) – она составила 11 млрд долл. Ранее в модели мы консервативно закладывали, что стоимость сделки составит 40% от NPV проекта, в действительности она составила всего 11%. Мы обновили модель Роснефти с учетом обновленной доли, однако все же применяем дисконт в размере 50% в связи с информационной непрозрачностью проекта. Даже несмотря на данный дисконт, потенциал роста Роснефти согласно нашей обновленной модели на горизонте года составляет 30% (прогнозная цена – 745 руб., полная доходность – 36%), рекомендация – «Покупать».

Башнефть. Поскольку динамика акций Башнефти определяется в первую очередь способностью компании платить дивиденды, то при оценке справедливой стоимости акций Башнефти, мы применили два подхода: DDM и DCF-модель с равными весами. Мы исходили из предположения, что дивиденды за 2020 г. выплачены не будут – по итогам 2020 г. компания получила убыток, что, скорее всего, приведет к отсутствию дивидендов за год. Компания в теории может выплатить дивиденды из нераспределенной прибыли, поскольку они важны для бюджета Башкирии. Тем не менее мы полагаем, что вместо этого регион получит трансфер из федерального бюджета на выпадающие доходы. Однако в 2021 г., по нашим расчетам, компания сможет получить прибыль и обеспечить 10% форвардной дивидендной доходности на обыкновенные акции и 12% – на привилегированные.

С дальнейшим восстановлением спроса на нефть и нефтепродукты, ОПЕК+ может принять решение о плавном росте добычи. В первую очередь от этого, по нашему мнению, выиграет Башнефть, поскольку Роснефть, как правило, регулирует добычу именно этой компании с целью выполнения обязательств ОПЕК+. Обновленная оценка справедливой цены обыкновенных акций Башнефти – 2060 руб. (потенциал роста – 26%, полная доходность – 36%), привилегированных акций – 1648 руб. (потенциал роста – 27%, полная доходность – 39%).

Сургутнефтегаз. Динамика акций этой компании определяется, как правило, не операционными показателями (добыча нефти Сургутнефтегаза в последние годы практически стоит на месте), а курсом доллара на конец года. Выдающееся укрепление доллара в 2020 г. привело к значительной переоценке валютной кубышки Сургутнефтегаза – мы ожидаем, что по итогам 2020 г. компания

Динамика отраслевых индексов Мосбиржи



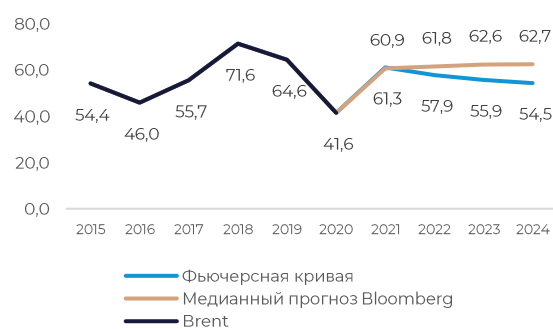
Источник: Московская Биржа; оценка: Велес Капитал

Динамика акций нефтегазового сектора РФ



Источник: Московская Биржа; оценка: Велес Капитал

Фьючерсная кривая и прогнозы цены Brent



Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



выплатит 6,72 руб. дивидендов на привилегированные акции и 0,65 руб. на обыкновенные, обеспечив дивидендную доходность 15,7% и 1,9% соответственно.

Поскольку рынок традиционно не учитывает объем денежных средств на балансе компании в составе оценки ее акций, то для оценки справедливой стоимости бумаг компании мы применили модифицированный метод DCF, исключив из расчетов объем денежных средств на балансе. Применив DDM и модифицированную DCF оценку с весами по 50% при прогнозе курса доллара в 72,7 руб. на конец 2021 г., мы получили прогнозную стоимость привилегированных акций на уровне 52 руб. (потенциал роста – 23%, полная доходность – 26%), обыкновенных акций – 44 руб. (потенциал роста – 26%, полная доходность – 28%). Рекомендация по обоим типам акций – «Покупать».

Газпром. Холодная зима и проблемы с поставками сократили запасы газа в Европейском союзе ниже среднего значения за 5 лет. Мы ожидаем, что спрос на СПГ останется устойчивым и позволит Газпрому наращивать доходы, что вкупе с 50% долей выплат дивидендов должно принести ценность для акционеров.

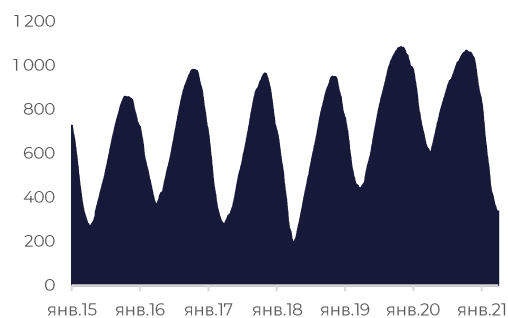
Недавно стало известно, что трубоукладчик Академик Черский после месяца тренировок покинул германский порт Висмар. В Nord Stream 2 AG сообщили, что судно проведет предэксплуатационные испытания и после приступит к трубоукладочным работам в экономической зоне Дании. На укладке Северного потока-2 с 2020 г. работает российский трубоукладчик Фортуна. Строительство Северного потока-2 подходит к концу, что приносит позитив котировкам – готовность проекта на 31 марта составила 95%, осталось уложить около 121 км газопровода. Наша прогнозная цена акций Газпрома – 254 руб. с потенциалом роста 12% и полной доходностью 22%. Рекомендация – «Покупать».

Татнефть. Татнефть является одной из самых пострадавших нефтяных компаний в 2020 г. Помимо нефтяного кризиса, по компании ударила также и отмена налоговых льгот на производство вязкой нефти (Татнефть оценила возможный убыток от обесценения активов с вязкой нефтью в 23,2 млрд руб.). Стоит отметить, что Татнефть уже получила компенсационные налоговые льготы в размере 12 млрд руб., поэтому катализатором роста может стать также дополнительный положительный эффект от потенциальных налоговых изменений. Мы устанавливаем рекомендацию «Покупать» для обоих типов акций с целевыми уровнями 721 руб. (потенциал роста – 21%) и 712 руб. (потенциал роста – 28%) для обыкновенных и привилегированных акций соответственно.

Газпром нефть. Несмотря на меры ОПЕК+, в 2020 г. добыча углеводородов Газпром нефтью практически не изменилась, составив 96,1 млн т. н. э. Капитальные затраты на 2021 финансовый год будут составлять примерно 400 млрд руб. Ключевые проекты по добыче и разведке, на которых компания сосредоточится в среднесрочной перспективе, — это Новопортовское месторождение, проект Енисей и ачимовские залежи в Арктике. Мы устанавливаем прогнозную цену на уровне 444 руб. с потенциалом роста 20% и полной доходностью 28%. Рекомендация – «Покупать».

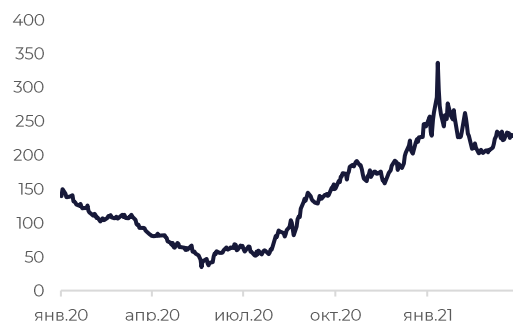
Лукойл. Лукойл представляет собой компанию с отличным корпоративным управлением, низким долгом и выплатой дивидендов в размере 100% скорректированного свободного денежного потока. Тем не менее у компании нет столь очевидных драйверов роста, как у Роснефти, а ковид-дисконт полностью исчез из котировок. Среди катализаторов стоимости можно отметить восстановление маржи переработки и объемов продаж узбекского газа, а также возможные налоговые изменения в области влияния как на НВО (гидрогенизированное растительное масло), так и на истощенные месторождения. Также в фокусе компании остается ESG-политика: в этом году компания собирается презентовать обновленную стратегию, что может стать фактором роста интереса к бумаге со стороны институциональных инвесторов.

Запасы газа в подземных хранилищах (ПХГ) в Европе, ТВт.ч



Источник: Gas Infrastructure Europe; оценка: Велес Капитал

Динамика цен на газ на хабе ТТФ, долл./тыс. куб. м



Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



Принимая во внимание обновленные предпосылки, мы устанавливаем целевую цену по акциям Лукойла на уровне 6585 руб. с потенциалом роста 5% (полная доходность – 19%) и рекомендацией «Держать».

Новатэк. Компания традиционно стоит значительно дороже сектора, что обычно объясняется эффективным менеджментом, низкой налоговой нагрузкой, активным ростом бизнеса. Компания активно развивает свои проекты по производству СПГ: Ямал СПГ, Арктик СПГ-2.

Согласно источникам газеты Коммерсантъ, в ближайшее время Арктик СПГ-2 должен получить около 11 млрд долл. от российских и зарубежных банков: 5 млрд долл. от российских (ВЭБ, Сбер, Газпромбанк), остальное предоставят китайские CDB и CEXIM, японский JBIC, Intesa Sanpaolo и Raiffeisen Bank International. При общей оценке капитальных вложений в проект в размере 21 млрд долл., с учетом структуры акционеров проекта, доля Новатэка в финансировании должна составить порядка 6 млрд руб. Официально компания не объявила о планах финансирования, но ранее заявляла, что ведет переговоры с банками в попытках договориться о более выгодных условиях кредитования по сравнению с проектом Ямал СПГ. Новатэк также объявил, что может выкупить акции по цене 1256 руб. (-16% к текущим котировкам) у своих акционеров, которые не согласятся с условиями финансирования Арктик СПГ-2 (годовое общее собрание акционеров пройдет 23 апреля).

В модели мы закладываем NPV проекта на уровне 25,5 млрд долл. (исходя из оценки проекта самой компанией). Прогнозная цена акций Новатэка – 1478 руб., полная доходность – 2%, ожидаемая дивидендная доходность – 2%. Рекомендация по бумагам компании – «Держать».



Оценка нефтегазовых компаний РФ и сравнение с мировыми аналогами

Компания	Рек.	Цена	Прогн. цена	Потенц. роста	Полн. Доходность	EV/ЕБИТДА 20	EV/ЕБИТДА 21П	P/E 20	P/E 21П
Россия						6,6x	4,0x	9,3x	6,5x
Башнефть	Покупать	1 633	2 060	26%	36%	11,5x	2,0x	(24,0x)	2,4x
Башнефть - преф	Покупать	1 300	1 648	27%	39%	11,5x	2,0x	(24,0x)	2,4x
Газпром	Покупать	228	254	12%	22%	5,8x	4,2x	8,4x	5,2x
Газпром нефть	Покупать	370	444	20%	28%	6,2x	4,0x	14,8x	6,5x
Лукойл	Держать	6 120	6 585	5%	19%	6,6x	3,5x	256,4x	7,2x
Новатэк	Держать	1 492	1 489	0%	2%	23,1x	16,3x	66,2x	12,3x
Роснефть	Покупать	571	745	30%	36%	5,6x	5,5x	9,3x	8,9x
Сургутнефтегаз	Покупать	35	44	26%	28%	(4,7x)	(4,2x)	2,6x	15,3x
Сургутнефтегаз - преф	Покупать	42	52	23%	26%	(4,7x)	(4,2x)	2,6x	15,3x
Татнефть	Покупать	598	721	21%	28%	7,3x	4,1x	13,4x	5,5x
Татнефть - преф	Покупать	557	712	28%	36%	7,3x	4,1x	13,4x	5,5x
Развитые рынки						8,9x	4,7x	-8,7x	12,7x
Equinor Asa						4,6x	3,2x	34,6x	12,7x
Omv Ag						7,6x	4,6x	20,0x	9,2x
Bp Plc						10,8x	4,7x	-15,3x	12,5x
Royal Dutch Shell Plc-A Shs						6,9x	4,5x	29,4x	11,1x
Eni Spa						5,9x	3,8x	-58,8x	16,7x
Total Se						8,9x	5,6x	31,7x	12,5x
Repsol Sa						6,3x	4,4x	50,5x	10,5x
Galp Energia Sgps Sa						7,2x	5,3x	n/a	18,0x
Cenovus Energy Inc						25,1x	4,6x	-8,7x	24,9x
Husky Energy Inc						n/a	n/a	n/a	n/a
Suncor Energy Inc						12,3x	4,7x	-18,1x	17,0x
Imperial Oil Ltd						29,8x	5,2x	-37,2x	11,0x
Chevron Corp						13,7x	6,9x	-	143,0x
Occidental Petroleum Corp						9,0x	5,9x	-7,4x	-
Exxon Mobil Corp						15,4x	7,4x	-155,4x	18,1x
Origin Energy Ltd						4,6x	6,6x	8,8x	26,7x
Развивающиеся рынки						5,8x	4,4x	14,0x	10,8x
Ptt Pcl						7,8x	6,3x	25,3x	12,8x
Petrochina Co Ltd-H						4,3x	3,7x	38,0x	15,3x
Oil & Natural Gas Corp Ltd						3,7x	5,4x	5,8x	10,8x
China Petroleum & Chemical-H						n/a	n/a	14,0x	8,9x
Ecopetrol Sa						7,8x	5,1x	38,8x	11,0x
Petrobras - Petroleo Bras-Pr						5,7x	3,6x	-9,7x	7,6x
Ypf S.A.-D						5,8x	3,8x	-1,8x	-
Total Cote D'Ivoire Sa						5,1x	3,8x	11,9x	8,7x
Saudi Arabian Oil Co						17,0x	10,3x	41,0x	22,2x



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2020 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Евгений Шиленков

Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Александр Цветков

Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов

Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов

Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов

Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров

Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский

Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко

Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Алексей Костиков

Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Сучков

Металлургия и глобальные
рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Игорь Евсин

Нефтегазовый сектор, транспорт,
девелопмент
IEvsin@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru