26 апреля 2021

Российские нефтегазовые компании

Наступили лучшие времена; обновляем модели

ROSN LI	**ВЫШЕ РЫНКА**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$9.8**
ПОТЕНЦИАЛ	39%
LKOD LI	**ВЫШЕ РЫНКА**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$100**
ПОТЕНЦИАЛ	31%
ATAD LI	**НЕЙТРАЛЬНО**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$51**
ПОТЕНЦИАЛ	15%
TATNP RX	**НЕЙТРАЛЬНО**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**617 руб.**
ПОТЕНЦИАЛ	16%
GAZ LI	**ВЫШЕ РЫНКА**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$29.3**
ПОТЕНЦИАЛ	29%
OGZD LI	**ВЫШЕ РЫНКА**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$8.6**
ПОТЕНЦИАЛ	44%
NVTK LI	**НЕЙТРАЛЬНО**
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА	**$211**
ПОТЕНЦИАЛ	15%

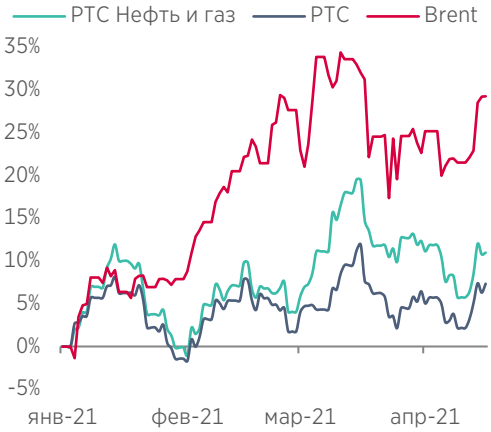
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 1: Макроэкономические допущения

МАКРО	2020Ф	2021П	2022П
Цена Brent, $/барр.	$43.2	$65	$60
Курс USD/RUB, ср.	72.4	72.0	73.0

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 2: Динамика Brent ($) и РТС с нач. года



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

- **Мы обновили наши модели по нефтегазовому сектору с учетом результатов за 2020 и наших новых макроэкономических допущений.**
- **Мы позитивно смотрим на российские нефтегазовые компании и ожидаем серьезного восстановления их финансовых результатов (мы прогнозируем доходность FCF в 2021 на уровне 1-11% и дивидендную доходность за 2021 в 3-11%).**
- **Мы повышаем наши целевые цены на 13-21%, подтверждая наши рейтинги ВЫШЕ РЫНКА по Роснефти, ЛУКОЙЛу и Газпрому, повышаем Газпром нефть до ВЫШЕ РЫНКА и присваиваем НОВАТЭКу рейтинг НЕЙТРАЛЬНО, а также подтверждаем рейтинг НЕЙТРАЛЬНО для Татнефти.**

Пандемия еще не закончилась, но свет в конце тоннеля становится ярче, поскольку вакцинация ускоряет возвращение к тому миру, который мы знали до вируса. Постепенное восстановление мировой экономики, как и возросшие инфляционные ожидания, подстегнут цены на сырье. В связи с этим мы повышаем наши прогнозы и теперь используем в моделях среднюю цену Brent в 2021 в $65/барр.

Мы позитивно смотрим на российский нефтегазовый сектор, отмечая более сильное, чем предполагалось, восстановление цен на нефть (Urals +50% с начала года) и ожидаемый нами рост добычи нефти г/г. Учитывая сохраняющуюся слабость рубля, мы предполагаем, что EBITDA покрываемых нами нефтегазовых компаний в 2021 году вырастет на 38-112% г/г. Газовые компании к тому же выиграют от очень холодной погоды в начале 2021 и низких запасов в Европе (в два раза ниже относительно того же периода прошлого года и на 17% ниже среднего 5-летнего значения).

Дивидендные доходности вновь привлекательны. На фоне пандемии COVID в 2020 российские нефтегазовые компании исчезли из списка дивидендных фаворитов АТОНа, за единственным исключением акций SNGSP, которые выиграли от ослабления рубля. Покрываемые нами российские нефтегазовые компании дали скромную доходность 1-6%. Однако в 2021 ситуация должна измениться. Более благоприятные фундаментальные факторы на рынке должны вернуть дивидендную привлекательность российским нефтегазовым бумагам, которые, по нашим оценкам, обеспечат солидную доходность 3-11% в 2021П.

Мы обновляем наши модели с учетом результатов за 2020 и более высоких цен на нефть. Мы подтверждаем наши рейтинги ВЫШЕ РЫНКА по Роснефти, Газпрому и ЛУКОЙЛу и повышаем рейтинг Газпром нефти до ВЫШЕ РЫНКА. Мы подтверждаем рейтинг НЕЙТРАЛЬНО по Татнефти в ожидании обновления ее Стратегии 2030. Мы также меняем рейтинг НОВАТЭКа на НЕЙТРАЛЬНО, после роста акции на 15% с начала года. Роснефть и Газпром остаются нашими фаворитами и предполагают потенциал роста 39% и 44%, по нашим оценкам. Мы добавляем ЛУКОЙЛ в список дивидендных фаворитов благодаря его прозрачной дивидендной политике, предполагающей выплату 100% скорректированного FCF (ожидаемая доходность по итогам 2021П/2022П - 9%/13%, соответственно).

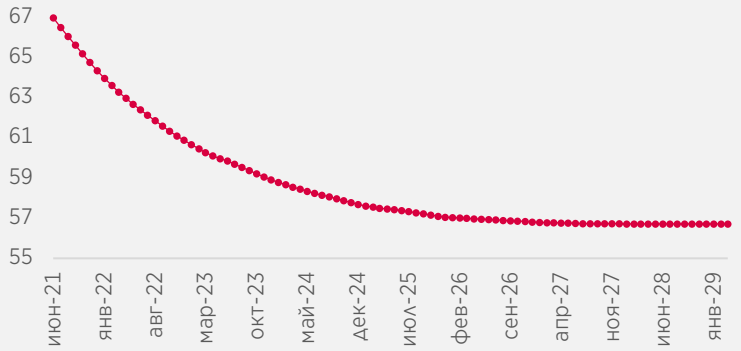
© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Анна Бутко
+7 (495) 777-90-90 | доб.: 3661
Anna.Butko@aton.ru

Мария Федорова
+7 (495) 777-90-90 | доб.: 3649
Maria.Fedorova@aton.ru

Макроэкономика нефтегазового сектора в графиках

Рис. 3: Динамика цен на нефть: кривая Brent



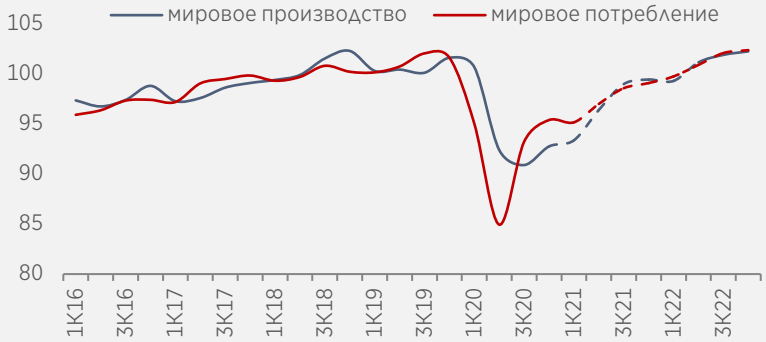
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 4: Brent в рублевом выражении близка к 5-летним максимумам

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

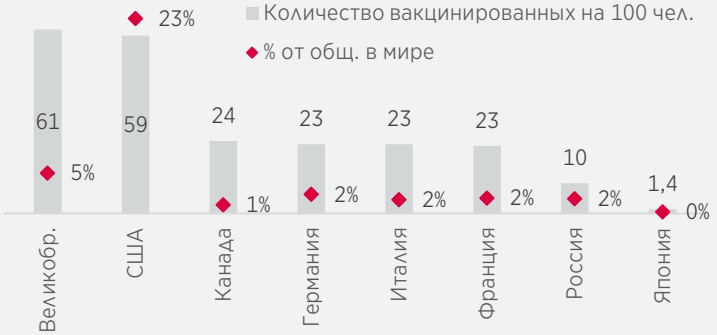
Нефтяной рынок идет на поправку. Хотя о пандемии еще слишком рано говорить в прошедшем времени, наш базовый сценарий предполагает, что основные ограничения будут постепенно сняты к концу 2021, и мировой спрос на нефть начнет восстанавливаться, достигнув докризисных уровней во 2П22. Возвращение мировой экономики в норму будет способствовать снижению запасов (до средних исторических уровней, тогда как согласно последним данным ОПЕК, коммерческие запасы стран ОЭСР превышают среднее 5-летнее значение на 57 млн барр.), при условии, что будут соблюдаться текущие условия соглашения ОПЕК+.

Рис. 5: Потребление жидкого топлива в мире осталось под давлением и вернется к «доковидным» уровням только в 2022П



Источник: МЭА, оценки АТОНа

Рис. 6: Постепенный рост темпов вакцинации ускорит восстановление спроса



Источник: последние доступные отчеты ОПЕК, МЭА и Минэнерго США

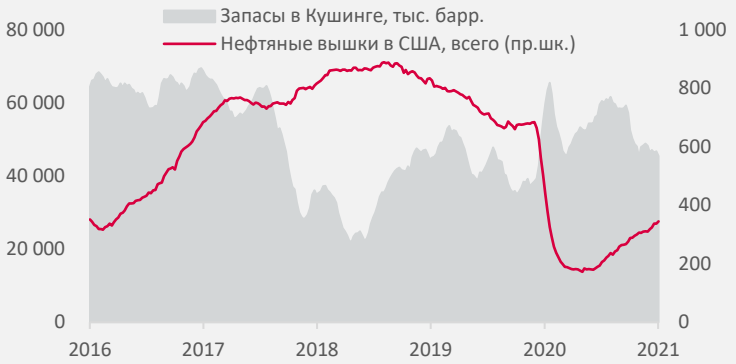
...но в ближайшей перспективе рынок ждет непростая дорога. Мы считаем, что восстановление цен в основном связано с упреждающими мерами, принятыми ОПЕК+, и ее решением отложить наращивание добычи в начале 2021 (вместе с добровольным решением Саудовской Аравии сократить добычу на 1 млн барр. в сутки с февраля по апрель), а также инфляционным давлением. Недавнее решение ОПЕК+ постепенно наращивать добычу (на 350 млн барр. в сутки в мае и июне и на 441 млн барр. в сутки в июле; Саудовская Аравия также будет постепенно восстанавливать свою добровольно сокращенную на 1 млн барр. в сутки добычу) убедило рынок, что альянс видит восстановление баланса на рынке. Тем не менее третья волна COVID-19 все еще остается существенным риском (ОПЕК и МЭА ожидают, что спрос на нефть вырастет на 5.5-6.0 млн барр. в сутки в 2021, в зависимости от дальнейшего развития ситуации с пандемией).

В связи с этим мы считаем высокий объем свободных мощностей (свыше 8.5 млн барр. в сутки для стран ОПЕК+, по нашим оценкам) сдерживающим фактором для дальнейшего роста цен на нефть. Более того, хотя мы не ожидаем быстрого восстановление добычи

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

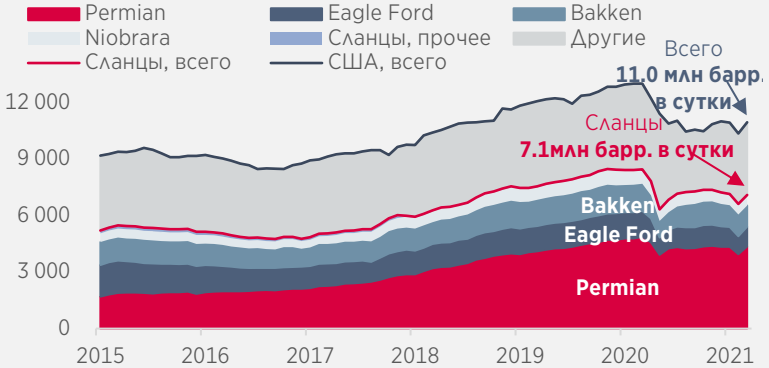
сланцевиками в свете списания отраслью около $300 млрд в прошлом году, по оценкам Deloitte, и требований инвесторов более строго контролировать затраты, мы все же ожидаем, что добыча в США будет постепенно расти при текущих ценах на нефть. По оценкам ОПЕК, средний объем добычи нефти в США составит 11.24 млн барр. в сутки в 2021 против в среднем 10.8 млн барр. в сутки с начала года. В целом мы ожидаем, что цены на нефть останутся в диапазоне $60-70/барр. в 2021 и поднимаем наши предыдущие допущения для моделей до $65/барр. на 2021П. В более долгосрочной перспективе мы продолжаем занимать консервативную позицию, не меняем наш базовый сценарий и сохраняем прогноз цен на уровне $60/барр.

Рис. 7: Запасы нефти в Кушинге (США)



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

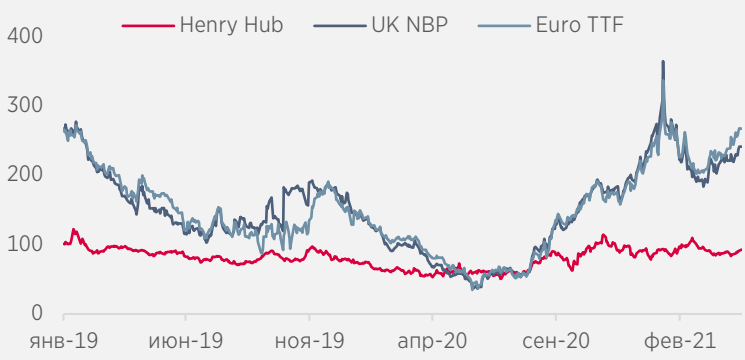
Рис. 8: Добыча нефти в США, млн барр. в сутки



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

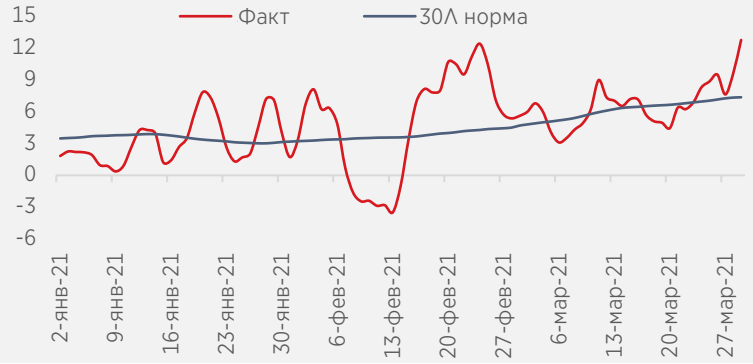
Рынок газа продемонстрировал сильное начало года. Холодная погода в Европе и Азии этой зимой способствовала значительному росту цен г/г (на европейских хабах средние цены на газ выросли с начала года в 2.05-2.2х раза г/г). Сезонные факторы будут неизбежно оказывать давление на цены, но сниженные запасы в газовых хранилищах ЕС (хранилища ЕС заполнены только на 29% против более 59% в том же периоде прошлого года) и растущий спрос со стороны промышленности на фоне постепенного «пробуждения» мировой экономики должны поддержать цены в этом году. Мы прогнозируем равновесные цены TTF/NBP в среднесрочной перспективе (2021-2023) в диапазоне $200-250/тыс. куб. м., что в целом соответствует текущим консенсус-оценкам.

Рис. 9: Спотовые цены на газ, $/тыс. куб. м



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

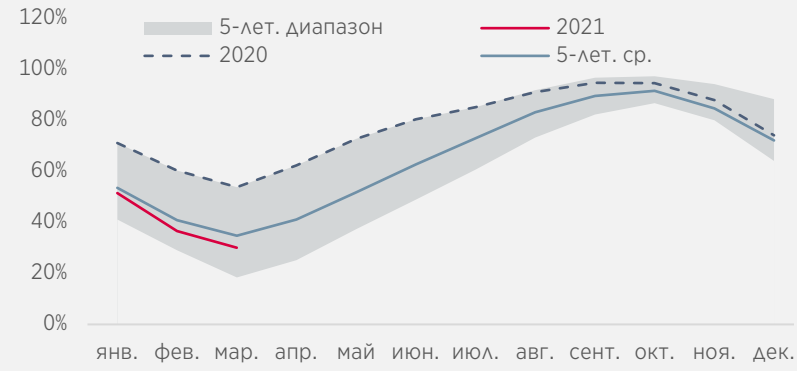
Рис. 10: Температура в Северо-Западной Европе (ср., ℃)



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

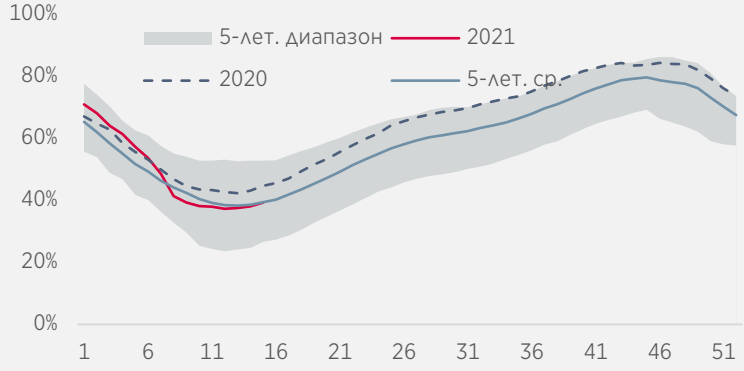
© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Рис. 11: Европейские хранилища газа, % заполненности



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

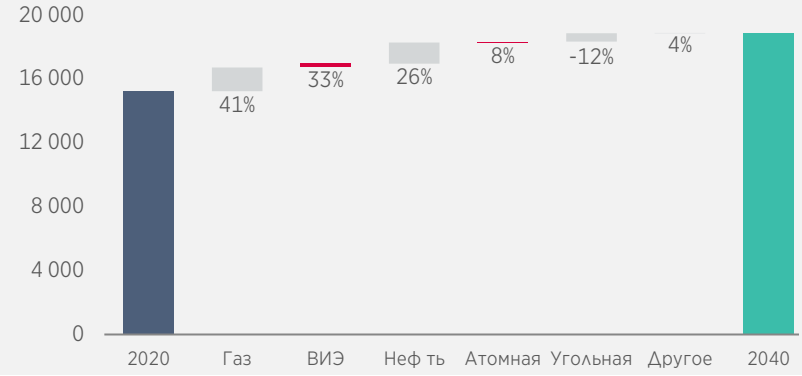
Рис. 12: Хранилища газа США, % заполненности



Источник: МЭА, оценки АТОНа

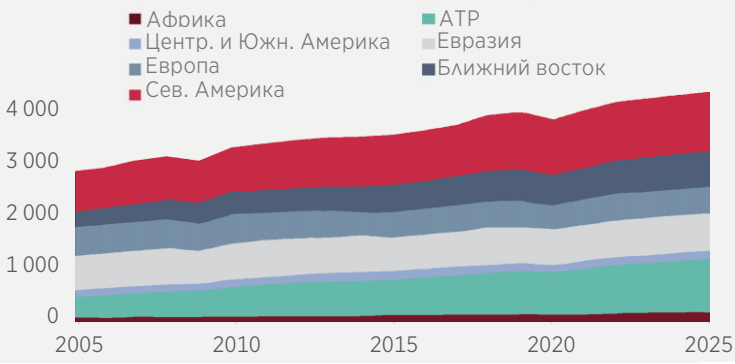
Как мы писали в отчете «*Российские газовые компании: Хороший потенциал роста в долгосрочной перспективе*» от 14 сентября 2020, мы с оптимизмом смотрим на долгосрочные перспективы газового рынка, у которого есть все предпосылки для структурного роста. Согласно прогнозам, мировой спрос на газ будет расти среднегодовыми темпами около 1.5% % с 2020 до 2040 – самыми быстрыми среди всех типов топлив – на фоне перехода с угля на газ и роста промышленного использования (преимущественно со стороны Китая, Индии и других азиатских рынков). Учитывая отсрочки в окончательных инвестиционных решениях в 2020 по СПГ проектам (в прошлом году был отмечен сильный спад в мощностях, по которым были приняты финальные инвестиционные решения: со 100 млрд куб. м, одобренных в 2019, до 3.4 млрд куб. м в 2020) и снижение капзатрат приблизительно на 50%г/г, мы ожидаем дефицит предложения на рынке в 2024-2025.

Рис. 13: Рост спроса на энергоносители по видам топлива



Источник: Shell, оценки АТОНа

Рис. 14: Мировой спрос на газ по регионам, млрд куб. м



Источник: МЭА, оценки АТОНа

ESG. На долгосрочном горизонте мы придерживаемся нашего базового сценария, предполагающего, что спрос на нефть и газ восстановится до «доковидных» уровней и достигнет пика в приблизительно 103 млн барр. в сутки в 2025-2030 (более 25% в структуре энергопотребления). Тем не менее мы признаем, что вероятность достижения этого пика быстрее растет, учитывая усилившийся фокус на ESG-факторы и благоприятные нормативные рамки для развития ВИЭ (бюджет ЕС на 2021-2027 предполагает, что не менее 25% расходов будет распределено на климатическую повестку). Следовательно, нефтегазовым компаниям будет необходимо адаптироваться. Крупные мировые компании в настоящее время объявляют о планах резкой смены парадигмы, смещая фокус на ВИЭ и сокращая инвестиции в добычу нефти.

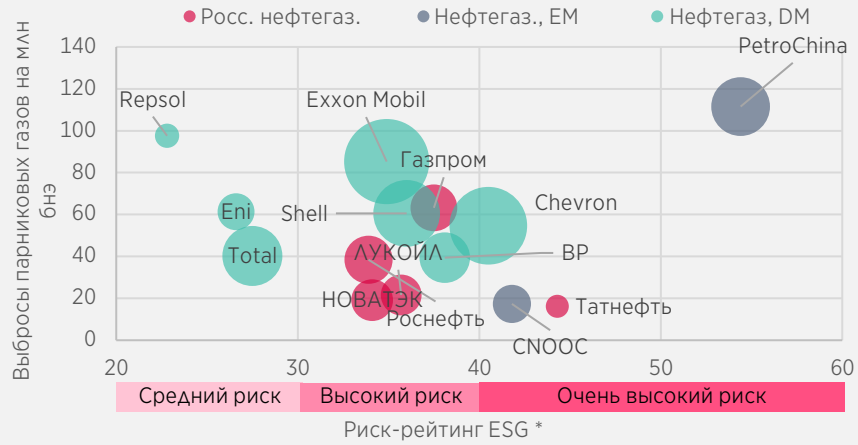
В свою очередь, у российских нефтегазовых компаний, на наш взгляд, этот процесс будет более постепенным, и они скорее всего сконцентрируются на развитии технологий улавливания, использования и хранения углерода (CCUS) и сокращении выбросов CO2, в то же время выигрывая от снижения себестоимости производства, что позволит российским игрокам оставаться

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

конкурентоспособными. Российские газовые компании скорее всего будут основными бенефициарами набирающей обороты мировой экологической программы.

Мы также наблюдаем позитивное развитие дискуссии по экологической повестке и на уровне страны, и ожидаем более насыщенный новостной поток о разработке первой в России системы торговли квотами на выбросы парниковых газов газа в Сахалинской области в 2021. Первые сделки могут начать заключаться с 2022, и при условии эффективного развертывания программы она может помочь смягчить негативный эффект потенциального внедрения углеродного налога ЕС.

Рис. 15: Российские и мировые нефтяные компании: сравнение риска выбросов по рыночной капитализации ($ млн)



Источник: Sustainalytics, оценки АТОНа

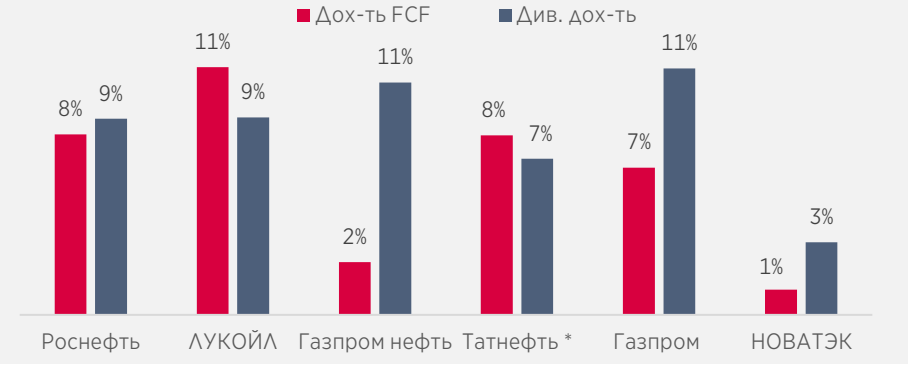
Взгляд на российский рынок в 2021П

Мы видим хорошие перспективы у российского нефтегазового сектора с учетом сильных фундаментальных факторов в этом году. Российские компании выиграют от роста цен на нефть, ослабления рубля (в рублевом эквиваленте цены на нефть выросли на 58% с начала года по сравнению со средними значениями 2020) и увеличения добычи г/г по условиям соглашения ОПЕК+. Что касается сегмента переработки, мы ожидаем улучшения динамики после крайне неудачного 2020, когда маржа переработки в Европе была ниже комплексных затрат НПЗ. Мы ожидаем постепенного улучшения маржинальности сегмента, с одной стороны, благодаря восстановлению крек-спредов на бензин и дизельное топливо, а, с другой стороны, за счет снижения объема мощностей (по оценкам Argus, 1 млн барр. в день европейских мощностей были закрыты в 2020, а 2 млн барр. в день – временно приостановлены). Российские компании должны также выиграть от корректировки формулы демпфера (должна начать действовать с 1 мая по бензинам, с 2022 по дизельному топливу), которая повысит компенсацию российских НПЗ примерно до 60 млрд руб. В долгосрочной перспективе мы ждем позитивного эффекта для сегмента переработки от инвестиционных соглашений по модернизации перерабатывающих мощностей, заключенных между правительством и ведущими российскими нефтегазовыми компаниями.

Мы обновляем наши модели с учетом результатов за 2020 (за исключением результатов Газпрома, т.к. они должны быть опубликованы в конце апреля). С учетом наших прогнозов мы ожидаем, что EBITDA компаний вырастет на 38-112% г/г в 2021, а дивидендная доходность составит 3-11%). Мы повышаем наши целевые цены на 13-21%, подтверждая наши рейтинги ВЫШЕ РЫНКА по Роснефти, ЛУКОЙЛу и Газпрому, повышаем Газпром нефть до ВЫШЕ РЫНКА и присваиваем НОВАТЭКу рейтинг НЕЙТРАЛЬНО, а также подтверждаем рейтинг НЕЙТРАЛЬНО для Татнефти.

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Рис. 16: Доходность FCF и дивидендная доходность в 2021П



* див. дох-ть по обыкновенным акциям

Источник: оценки АТОНа

Среди основных общих рисков для нашей оценки нефтегазовых компаний мы выделяем более быстрый/медленный рост добычи странами ОПЕК+, чем ожидалось, санкции, более быстрое, чем ожидалось введение углеродного налога, смягчение/ужесточение режима налогообложения в России.

Рис. 17: Изменение целевых цен и рейтингов

	Предыдущие		Новые	
	Рейтинг	Целевая цена, $	Рейтинг	Целевая цена, $
Роснефть	Выше рынка	8.1	Выше рынка	9.8
ЛУКОЙЛ	Выше рынка	83	Выше рынка	100
Газпром нефть	Нейтрально	24.4	Выше рынка	29.3
Татнефть	Нейтрально	45	Нейтрально	51
Газпром	Выше рынка	7.2	Выше рынка	8.6
НОВАТЭК	Выше рынка	187	Нейтрально	211

Источник: оценки АТОНа

Рис. 18: Новые оценки АТОНа и консенсус-прогнозы, млрд руб.

	2020			2021		
ROSN LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	8 390	7 959	5%	8 127	8 451	-4%
EBITDA	2 100	2 078	1%	2 227	2 189	2%
Чистая прибыль	960	885	8%	1 110	997	11%
LKOD LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	7 858	7 821	0%	7 996	8 077	-1%
EBITDA	1 057	1 153	-8%	1 226	1 191	3%
Чистая прибыль	519	534	-3%	639	584	9%
GAZ LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	2 615	2 590	1%	2 641	2 812	-6%
EBITDA	556	566	-2%	642	608	6%
Чистая прибыль	356	306	16%	422	349	21%
ATAD LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	1 087	1 029	6%	1 110	1 114	0%
EBITDA	262	266	-1%	289	276	4%
Чистая прибыль	163	177	-8%	178	177	1%
OGZD LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	7 771	8 163	-5%	8 520	8 725	-2%
EBITDA	2 246	2 196	2%	2 523	2 450	3%
Чистая прибыль	1 145	1 149	0%	1 345	1 283	5%
NVTK LI	**АТОН**	**консенсус**	**%**	**АТОН**	**консенсус**	**%**
Выручка	950	970	-2%	1 021	1 033	-1%
EBITDA	276	326	-16%	313	369	-15%
Чистая прибыль	289	333	-13%	317	329	-4%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Сравнительные мультипликаторы

Рис. 19: Российские нефтегазовые компании и мировые аналоги

Компания	Страна	Кап-я, $	EV/EBITDA		P/E		EV/продажи		Дох-ть FCF		Див. дох-ть	
			2021П	2022П	2021П	2022П	2021П	2022П	2021П	2022П	2021П	2022П
Росс. НГ-компании												
Росс. газ. компании												
Газпром (АТОН)	Россия	$70 547	4.6	4.1	4.7	4.0	1.3	1.2	7%	12%	11%	13%
НОВАТЭК (АТОН)	Россия	$56 172	15.8	13.9	14.9	13.6	4.6	4.3	1%	4%	3%	4%
Росс. нефт. компании												
Роснефть (АТОН)	Россия	$74 717	4.5	4.2	5.9	5.1	1.1	1.2	8%	15%	9%	10%
ЛУКОЙЛ (АТОН)	Россия	$53 683	4.2	3.6	7.9	6.4	0.6	0.6	11%	15%	9%	13%
СургутНГ	Россия	$20 626	отр.	отр.	5.3	4.2	отр.	отр.	17%	12%	2%	2%
Татнефть (АТОН)	Россия	$17 114	5.0	4.5	8.0	7.4	1.2	1.2	8%	10%	7%*	8%*
Газпром нефть (АТОН)	Россия	$22 237	4.4	3.8	4.8	4.0	0.9	0.9	2%	12%	11%	13%
Башнефть	Россия	$3 524	2.2	3.4	4.1	6.4	0.5	0.5	н/д	н/д	0%	0%
Россия, мидстрим												
Транснефть (прив.)	Россия	$13 260	3.5	3.1	6.6	5.3	1.5	1.4	9%	13%	0%	0%
Средневзвешенное			**6.0**	**5.5**	**7.3**	**6.7**	**1.6**	**1.5**	**8%**	**11%**	**8%**	**9%**
Медиана			**4.3**	**4.1**	**5.9**	**5.8**	**1.2**	**1.2**	**9%**	**12%**	**7%**	**8%**
EM												
PetroКитай	Китай	$112 971	3.7	3.6	14.7	13.2	0.6	0.5	0%	10%	7%	7%
Sinopec	Китай	$76 156	3.8	3.5	8.7	8.7	0.3	0.3	4%	3%	9%	9%
CNOOC	Китай	$47 327	2.3	2.1	5.5	4.9	1.5	1.4	11%	10%	9%	10%
ONGC	Индия	$17 154	5.2	3.8	10.7	5.9	0.8	0.6	6%	4%	3%	6%
Reliance Industries	Индия	$165 233	17.1	12.4	27.0	20.3	2.9	2.2	отр.	2%	0%	0%
Petrobras	Бразилия	$54 963	3.7	3.7	6.9	6.7	1.7	1.7	21%	25%	4%	9%
Sasol	ЮАР	$10 342	5.7	4.6	8.2	5.9	1.4	1.2	24%	14%	0%	5%
Средневзвешенное			**8.2**	**6.5**	**15.9**	**13.0**	**1.5**	**1.3**	**5%**	**8%**	**5%**	**6%**
Медиана			**3.8**	**3.7**	**8.7**	**6.7**	**1.4**	**1.2**	**9%**	**10%**	**4%**	**7%**
Нефтяные интегрированные компании, DM												
Exxon Mobil	США	$237 077	7.3	6.6	16.7	13.7	1.2	1.2	8%	8%	6%	6%
Chevron	США	$198 070	7.0	6.5	18.8	16.4	1.7	1.7	9%	9%	5%	5%
ConocoPhillips	США	$67 662	5.2	5.0	18.9	16.6	2.2	2.1	8%	9%	3%	4%
Occidental Petroleum	США	$22 823	7.0	7.1	отр.	отр.	3.4	3.4	20%	21%	1%	1%
Imperial Oil	Канада	$18 691	6.1	5.5	11.0	10.0	0.9	0.9	11%	10%	3%	3%
Suncor Energy	Канада	$31 021	4.9	4.6	11.9	10.2	1.6	1.5	14%	14%	3%	3%
Canadian Nat Resources	Канада	$35 278	5.1	5.2	10.2	10.2	2.9	2.9	17%	15%	5%	5%
Royal Dutch Shell	Нидерл.	$145 486	4.6	4.2	9.9	8.1	0.8	0.7	15%	15%	4%	4%
BP	Великобр.	$83 803	4.9	4.6	10.9	8.9	0.6	0.6	13%	11%	5%	6%
Total	Франция	$116 805	5.2	4.7	11.0	9.4	0.9	0.9	10%	11%	7%	7%
Eni	Италия	$44 044	3.7	3.3	14.4	11.1	0.8	0.8	9%	11%	6%	7%
Equinor	Норвегия	$63 689	3.2	3.2	11.0	11.7	1.3	1.2	14%	10%	3%	4%
Repsol	Испания	$19 021	5.0	4.5	9.6	8.0	0.7	0.6	10%	9%	6%	6%
OMV	Австрия	$16 491	5.3	5.1	8.4	7.4	1.2	1.2	15%	17%	5%	5%
Средневзвешенное			**5.7**	**5.3**	**13.8**	**11.8**	**1.3**	**1.3**	**11%**	**11%**	**5%**	**5%**
Медиана			**5.1**	**4.8**	**11.0**	**10.2**	**1.2**	**1.2**	**12%**	**11%**	**5%**	**5%**
Нефтяные сланцевые компании, DM												
EOG Resources	США	$40 248	5.2	5.0	13.0	12.9	3.0	2.8	8%	7%	2%	2%
Pioneer Nat Resources	США	$31 885	6.3	4.9	14.9	10.1	4.1	3.4	8%	11%	2%	2%
Devon Energy	США	$14 250	4.1	3.5	11.5	8.1	1.8	1.7	12%	15%	4%	4%
Continental Resources	США	$9 426	5.1	5.1	18.1	17.7	3.8	3.8	15%	12%	0%	0%
Diamondback Energy	США	$13 621	5.8	4.9	9.8	7.5	4.2	3.7	9%	15%	2%	2%
Средневзвешенное			**5.4**	**4.8**	**13.4**	**11.2**	**3.4**	**3.0**	**9%**	**11%**	**2%**	**2%**
Медиана			**5.2**	**4.9**	**13.0**	**10.1**	**3.8**	**3.4**	**9%**	**12%**	**2%**	**2%**

*дох-ть по обыкновенным акциям

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

ROSN LI			ВЫШЕ РЫНКА
Целевая цена			**$9.8**
Потенциал			39%
ROSN RX			**ВЫШЕ РЫНКА**
Целевая цена			**750 руб.**
Потенциал			40%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			7.0
Кап-я, $ млрд			$74.7
Free float, %			11%
ФИНАНСЫ *	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
Выручка	5 705	8 390	8 127
EBITDA	989	2 100	2 227
Чистая прибыль	147	960	1 110
Своб. ден. поток	960	469	858
EPS, руб.	15	97	112
DPS, руб.	7	49	56
ОЦЕНКА **	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
P/E, x	38.8	5.9	5.1
EV/EBITDA, x	9.6	4.5	4.2
Див. дох-ть, %	1%	9%	10%
Дох-ть FCF, %	17%	8%	15%
ДИНАМИКА			
3M, %			5%
6M, %			42%
1 год, %			73%

* млрд руб. ** оценки АТОНа
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Компании

Роснефть – все внимание на Восток: фаворит АТОНа

Мы включили Роснефть в список наших фаворитов в СТРАТЕГИИ *2021: Год быка* от 9 декабря 2020. Она оправдала наши ожидания, укрепившись на 24% с начала года, отметив самый сильный рост в нефтегазовом секторе. Мы ожидаем, что такая сильная динамика сохранится в 2021, поскольку мы рассматриваем Роснефть как уникальную комбинацию роста (проект Восток Ойл может привести к стабильному росту добычи Роснефти на протяжении всего текущего десятилетия, при условии, что ограничения ОПЕК+ будут ослаблены или полностью сняты) и превосходной дивидендной доходности.

Мы считаем Восток Ойл основным драйвером для акций в ближайшие годы. Наша оценка ЧПС составляет $69.7 млрд (по условиям сделки с Trafigura, проект был оценен приблизительно в $85 млрд), и мы полагаем, что по мере того как проект будет все больше учитываться в оценке Роснефти, цена ее акций будет расти. Мы сохраняем консервативную позицию, учитывая на данном этапе всего 25% ЧПС Восток Ойл, что добавляет $1.6/ADR к нашей оценке справедливой стоимости бумаги. На наш взгляд, объявления о продаже долей в проекте (на настоящий момент Роснефть планирует продать 50% -1 акцию в Восток Ойл) могут появиться уже в этом году и скорее всего станут важным катализатором для акций.

Рост еще впереди, а высокие дивиденды ожидаются уже в 2021-2022. Роснефть приятно удивила рынок, вернув свою чистую прибыль в позитивную зону в последнем квартале 2020, что предполагает дивидендную доходность 1% за 2020. Мы ожидаем, что в течение следующих нескольких лет дивидендный профиль Роснефти существенно улучшится: как мы писали в отчете «День нефтегазового сектора: Роснефть | Газпром нефть» (от 20 февраля), Роснефть не планирует снижать свои дивиденды для финансирования проекта Восток Ойл. Исходя из наших допущений по цене нефти и валютному курсу, мы полагаем, что ее дивидендная доходность вырастет до 9%/10% за 2021 и 2022 соответственно.

Оценка. Для оценки Роснефти мы использовали метод DCF и метод оценки по мультипликаторам. Наша объединенная оценка дала целевую цену $9.8 с потенциалом роста 39% к текущей рыночной цене. Стоимость капитала Роснефти была рассчитана с использованием бета 1.2, безрисковой ставки 3.5%, WACC 8.6% и темпов роста в постпрогнозный период 0%. Мы также учли 25% ЧПС Восток Ойл (наша оценка – $69.7 млрд), что добавило $1.6 к нашей целевой цене ADR. Для оценки по мультипликаторам мы использовали целевой форвардный мультипликатор EV/EBITDA 4.5 и P/E 7.0.

Рис. 20: Сводка оценки

	2021
Текущая цена	**$7.0**
Целевая цена по EV/EBITDA (+25% ЧПС Восток Ойл)	$9.7
Потенциал роста	37%
Целевая цена по P/E (+25% ЧПС Восток Ойл)	$11
Потенциал роста	56%
DCF (25% ЧПС Восток Ойл)	$9.3
Потенциал роста	32%
Итоговая цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$9.8**
Потенциал роста	**39%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Мы подтверждаем наш рейтинг ВЫШЕ РЫНКА, и Роснефть остается одним из наших фаворитов среди покрываемых нами нефтегазовых компаний. Основные риски, которые мы выделяем – рост потенциального санкционного давления и риски реализации проекта Восток Ойл.

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Рис. 21: Роснефть – основные показатели, млрд руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, всего	**8 576 000**	**5 705 000**	**8 390 308**	**8 126 975**	**8 319 585**
Чистая выручка	**2 908 800**	**1 998 900**	**3 253 655**	**3 465 895**	**3 536 042**
Операционные расходы	-715 000	-767 000	-900 727	-967 382	-1 006 252
Амортизационные отчисления	-687 000	-663 000	-689 355	-739 643	-783 525
Расходы SG&A	-200 000	-127 000	-180 481	-193 295	-201 104
Доходы от основной деятельности	1 205 000	326 000	1 410 162	1 487 524	1 464 167
Чистая прибыль	**708 000**	**147 000**	**959 772**	**1 110 118**	**1 189 036**
EBITDA (скорр.)	**1 892 000**	**989 000**	**2 099 518**	**2 227 168**	**2 247 692**
Рентабельность EBITDA	*22%*	*17%*	*25%*	*27%*	*27%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	228 000	806 000	1 695 580	2 320 176	2 884 145
Дебиторская задолженность	750 000	599 000	1 041 170	1 109 086	1 131 533
Складские запасы	438 000	361 000	587 608	625 938	638 607
Оборотные активы	2 396 000	2 922 000	4 682 484	5 447 517	6 057 901
Основные средства	8 713 000	10 401 000	10 516 334	10 615 235	10 683 166
Активы, всего	**12 950 000**	**15 350 000**	**17 226 417**	**18 090 864**	**18 769 532**
Краткосрочные заимствования	795 000	798 000	1 234 105	1 387 561	1 469 641
Кредиторская задолженность	1 162 000	1 546 000	1 789 510	1 802 265	1 732 660
Текущие обязательства, всего	2 755 000	3 092 000	4 097 321	4 229 595	4 157 033
Долгосрочные заимствования	3 033 000	3 810 000	3 645 784	3 481 568	3 317 352
Доля миноритариев	635 000	781 000	1 002 988	1 259 750	1 534 765
Акционерный капитал, всего	**4 517 000**	**4 706 000**	**5 592 272**	**6 222 504**	**6 856 481**
Обязательства и акц. капитал, всего	**12 950 000**	**15 350 000**	**17 226 417**	**18 090 864**	**18 769 532**
Чистый долг	**3 600 000**	**3 802 000**	**3 184 309**	**2 548 953**	**1 902 849**
Чист. долг/EBITDA	**1.9x**	**3.8x**	**1.5x**	**1.1x**	**0.9x**
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежный поток от основной деятельности	1 110 000	1 745 000	1 273 893	1 697 024	1 777 604
Денежный поток от инвестиц. деятельности	-729 000	-1 694 000	-804 689	-838 544	-851 456
Капзатраты	-854 000	-785 000	-804 689	-838 544	-851 456
Денежный поток от фин. деятельности	-957 000	530 000	420 377	-233 884	-362 180
Свободный денежный поток	256 000	960 000	469 203	858 480	926 148
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E	8.0	38.8	5.9	5.1	4.8
EV/EBITDA	5.0	9.6	4.5	4.2	4.2
Див. доходность, %	6%	1%	9%	10%	11%
Доходность FCF, %	4%	17%	8%	15%	16%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

LKOD LI			ВЫШЕ РЫНКА
Целевая цена			**$100**
Потенциал роста			31%
LKOH RX			**ВЫШЕ РЫНКА**
Целевая цена			**7 650 руб.**
Потенциал роста			32%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			76.2
Кап-я, $ млрд			$53.7
Free float, %			55%
ФИНАНСЫ *	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
Выручка	5 639	7 858	7 996
EBITDA	687	1 057	1 226
Чистая прибыль	15	519	639
Своб. ден. поток	281	442	591
EPS, руб.	23	795	978
DPS, руб.	259	531	753
ОЦЕНКА **	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
P/E, x	н/м	7.9	6.4
EV/EBITDA, x	6.4	4.2	3.6
Див. дох-ть, %	4%	9%	13%
Дох-ть FCF, %	7%	11%	15%
ДИНАМИКА			
3M, %			-1%
6M, %			41%
1 год, %			33%

* млрд руб. ** оценки АТОНа

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

ЛУКОЙЛ – пример, какой должна быть акция стоимости

Дивиденды в приоритете, привлекательная оценка. Мы по-прежнему рассматриваем ЛУКОЙЛ как качественную бумагу в российском нефтегазовом секторе, считая одним из ключевых факторов, определяющим ее инвестиционную привлекательность, прозрачную дивидендную политику, которая предполагает направление на выплату дивидендов 100% скорректированного свободного денежного потока, что тем более ценно для акционеров в период ограничения перспектив роста добычи компании из-за соглашения ОПЕК+. Мы ожидаем, что в 2021-22 дивидендная доходность ЛУКОЙЛа будет находиться на уровне 9/13%. Несмотря на то, что ЛУКОЙЛ в целом воспринимается как одна из лучших компаний в российском нефтегазовом секторе, она по-прежнему торгуется с дисконтом 8%/14% к уровню аналогов по мультипликатору EV/EBITDA 2021/22. Мы считаем дисконт необоснованным и ожидаем его сокращения в течение 2021.

Поле битвы за налогообложение. ЛУКОЙЛ выступает одним из инициаторов обсуждения вопроса о пересмотре налогообложения на добычу высоковязкой нефти – гендиректор компании В. Алекперов обратился к президенту РФ с этим вопросом, после чего правительству было поручено проработать предложение о стимулировании добычи сверхвязкой нефти. Напомним, что отмена налоговых стимулов на разработку месторождений высоковязкой нефти в результате изменений в налогообложении с 1 января делает ее добычу экономически нерентабельной для многих компаний, включая ЛУКОЙЛ. Кроме того, ЛУКОЙЛ не получил каких-либо компенсаций за отмену льгот (напомним, что после изменения в налогообложении которые затронули выработанные месторождения и СВН, Татнефти и Газпрому были предоставлены налоговые льготы в размере до 12 млрд руб. в год по Ромашкинскому и Новопортовскому месторождениям). Если правительство примет положительное решение по внедрению новых мер стимулирования добычи СВН, мы считаем, что ЛУКОЙЛ будет одним из основных бенефициаров.

Во 2П21 ожидается улучшение экономики в сегменте downstream. Хотя, на наш взгляд, рентабельность в сегменте переработки и сбыта оставалась под давлением в 1К21, мы ожидаем положительной динамики во 2П21. Помимо более благоприятной макроэкономической конъюнктуры, заключение инвестиционного соглашения по Нижегородскому НПЗ, по нашим оценкам, может увеличить EBITDA на 5 млрд руб. в 2021П. Кроме того, положительное решение о корректировке формулы демпфера может добавить еще около 10 млрд руб. к EBITDA группы в этом году (в 2022П, по расчетам АТОНа – 20 млрд руб.).

Оценка. Для оценки ЛУКОЙЛа мы использовали как метод DCF, так и метод мультипликаторов. Комбинированная оценка дает целевую цену $100 за акцию, что предполагает потенциал роста 31% к текущим рыночным котировкам. В расчет стоимости капитала ЛУКОЙЛа мы заложили показатель бета, равный 1.2, безрисковую ставку 3.5%, WACC 9.9% и темпы роста в постпрогнозный период на уровне 0%. В рамках метода мультипликаторов мы применили целевые мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на уровне 4.5x и 8.8x, соответственно.

Рис. 22: Оценка – сводная таблица

	2021П
Текущая цена	**$76.2**
Целевая цена по EV/EBITDA	$89.3
Потенциал роста	17%
Целевая цена по P/E	$91.7
Потенциал роста	20%
DCF	$110
Рост	44%
Комбинированная цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$100**
Потенциал роста	**31%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНА

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Таким образом, мы сохраняем наш рейтинг по компании на уровне ВЫШЕ РЫНКА и добавляем ЛУКОЙЛ в список фаворитов АТОНа с точки зрения дивидендной доходности.

Рис. 23: ЛУКОЙЛ – краткая модель, млн руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, всего	**7 841 246**	**5 639 401**	**7 858 008**	**7 995 743**	**8 031 510**
Чистая выручка	**1 926 664**	**1 366 747**	**1 732 525**	**2 057 601**	**2 080 828**
Операционные расходы	-450 535	-439 449	-434 523	-545 597	-468 595
Амортизационные отчисления	-415 094	-405 440	-413 175	-445 214	-468 377
Расходы SG&A	-197 172	-199 027	-190 578	-226 336	-228 891
Доходы от осн. деятельности	**821 098**	**281 654**	**643 659**	**780 372**	**854 204**
Чистая прибыль	**640 178**	**15 175**	**519 067**	**638 598**	**706 071**
EBITDA (скорр.)	**1 236 192**	**687 094**	**1 056 834**	**1 225 586**	**1 322 581**
Рентабельность EBITDA	*16%*	*12%*	*13%*	*15%*	*16%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	516 032	343 832	564 898	679 741	763 429
Дебиторская задолженность	437 052	370 271	469 365	557 433	563 726
Складские запасы	413 910	426 536	540 688	642 138	649 387
Оборотные активы	1 554 187	1 276 460	1 744 887	2 079 566	2 178 962
Основные средства	4 026 007	4 264 474	4 351 299	4 406 085	4 437 708
Активы, всего	**5 947 050**	**5 991 579**	**6 547 163**	**6 936 837**	**7 067 977**
Краткосрочные заимствования	130 300	82 636	96 921	102 971	106 253
Кредиторская задолженность	607 734	597 932	757 954	900 170	910 332
Текущие обязательства, всего	1 207 677	885 659	1 114 854	1 311 901	1 328 830
Долгосрочные заимствования	422 932	577 075	526 075	420 075	355 408
Доля миноритариев	8 085	7 752	9 837	12 401	15 237
Акционерный капитал, всего	**3 965 364**	**4 123 014**	**4 458 286**	**4 720 182**	**4 892 035**
Обязательства и акц. капитал, всего	**5 947 050**	**5 991 579**	**6 547 163**	**6 936 837**	**7 067 977**
Чистый долг	**-12 506**	**307 529**	**49 748**	**-165 044**	**-310 117**
Чист. долг /EBITDA	**отр**	**0.4x**	**0.1x**	**отр**	**отр**
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежный поток от основной деятельности	**1 151 844**	**776 574**	**941 576**	**1 091 494**	**1 179 291**
Денежный поток от инвестиц. деятельности	**-510 126**	**-492 769**	**-500 000**	**-500 000**	**-500 000**
Капзатраты	-458 900	-495 678	-500 000	-500 000	-500 000
Денежный поток от фин. деятельности	**-582 344**	**-514 005**	**-220 510**	**-476 652**	**-595 603**
Свободный денежный поток	692 944	280 896	441 576	591 494	679 291
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E	6.4	270.4	7.9	6.4	5.8
EV/EBITDA	3.6	6.4	4.2	3.6	3.3
Див. доходность	9%	4%	9%	13%	15%
Доходность FCF	17%	7%	11%	15%	17%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

GAZ LI			ВЫШЕ РЫНКА
Целевая цена			**$29.3**
Потенциал роста			29%
SIBN RX			**ВЫШЕ РЫНКА**
Целевая цена			**448 руб.**
Потенциал роста			29%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			22.8
Кап-я, $ млрд			$22.2
Free float, %			4%
ФИНАНСЫ *	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
Выручка	2,104	2,615	2,641
EBITDA	368	556	642
Чистая прибыль	118	356	422
Своб. ден. поток	69	41	210
EPS, руб.	25	76	89
DPS, руб.	12	38	44
ОЦЕНКА **	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
P/E, x	14.4	4.8	4.0
EV/EBITDA, x	6.6	4.4	3.8
Див. дох-ть, %	4%	11%	13%
Дох-ть FCF, %	4%	2%	12%
ДИНАМИКА			
3M, %			0%
6M, %			28%
1 год, %			14%

* млрд руб. ** оценки АТОНа
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Газпром нефть – рост за счет гибкости портфеля

В нашем представлении Газпром нефть – прозрачная, хорошо управляемая компания с высокой дивидендной доходностью (исходя из коэффициента дивидендных выплат 50% от суммы чистой прибыли по МСФО, мы прогнозируем дивидендную доходность за 2021-22 на уровне 11% и 13%, соответственно). Газпром нефть отстала по динамике от конкурентов, прибавив лишь 9% с начала года. На наш взгляд, это объясняется главным образом низкой ликвидностью, из-за чего бумага не попадает на радары многих инвесторов. Вместе с тем, учитывая привлекательную дивидендную доходность, потенциал роста добычи, а также текущую оценку, предполагающую дисконт 4% и 34% по EV/EBITDA и P/E 2021 к аналогам соответственно, мы полагаем, что отставание будет постепенно сокращаться.

Среди катализаторов стоимости бумаги мы отмечаем предстоящее обновление долгосрочной стратегии развития, которое планируется до конца 2021. Газпром нефть отмечала, что планирует отразить в стратегии усиление фокуса на добычу газа и газового конденсата, что станет основным драйвером роста до 2030. В профиле добычи на горизонте до 2030 доля газа прогнозируется на уровне 47% (против примерно 40% в 2020), а доля газового конденсата – на уровне 5%. Повышенное внимание, которое Газпром нефть уделяет газовым проектам, мы склонны оценивать позитивно, поскольку это повысит гибкость ее портфеля, в то время как профиль роста добычи нефти не получится реализовать в полной мере, пока действуют ограничения ОПЕК+. Также среди потенциальных положительных катализаторов мы отмечаем возможное привлечение новых партнеров к реализации проекта на полуострове Ямал (напомним, что Shell решила выйти из сотрудничества по проекту в начале 2020).

Вопрос налогообложения. Негативный для компании эффект от изменений в налогообложении оценивается в 55 млрд руб. в 2021П, причем 90% потерь связано с Новопортовским месторождением. Тем не менее фактор налогообложения уже заложен в цене бумаги. Более того, группа отметила, что негативный эффект будет ощущаться только в течение двух-трех лет. В то же время продолжаются дискуссии по вопросу принадлежащей Газпром нефти части Приобского месторождения. В прошлом году Роснефть получила налоговые льготы в размере 46 млрд руб. по Приобскому месторождению, однако пока что льготы на часть месторождения, которую разрабатывает Газпром нефть, не распространяются. В случае положительного решения правительства на этот счет Газпром нефть может получить 13.5 млрд руб. налоговых льгот (2.5% от EBITDA за 2021, по расчетам АТОНа).

Оценка. Для оценки Газпром нефти мы использовали как метод DCF, так и метод мультипликаторов. Наша комбинированная оценка дает целевую цену $29.3 за акцию, что предполагает потенциал роста 29% к текущим рыночным котировкам. В расчет стоимости капитала мы заложили показатель бета, равный 1.2, безрисковую ставку 3.5%, WACC 8.7% и темпы роста в постпрогнозный период на уровне 0%. В рамках метода мультипликаторов мы применили целевые мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на уровне 4.6x и 6.2x, соответственно.

Рис. 24: Оценка – сводная таблица

	2021П
Текущая цена	**$22.8**
Целевая цена по EV/EBITDA	$29.7
Потенциал роста	30%
Целевая цена по P/E	$32.4
Потенциал роста	42%
DCF	$27.6
Рост	21%
Комбинированная цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$29.3**
Потенциал роста	**29%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Мы повышаем наш рейтинг по Газпром нефти до ВЫШЕ РЫНКА. Мы также отмечаем, что драйвером роста для бумаги может стать продажа основным акционером части своей доли, что приведет к росту ликвидности и включению акций Газпром нефти в индексы российского рынка (к примеру, индексы MSCI). Хотя Газпром неоднократно указывал, что такой вариант рассматривается, низкая текущая стоимость акций (на 15% ниже среднего уровня за 2 года) делает продажу на текущий момент маловероятной.

Рис. 25: Газпром нефть – краткая модель, млн руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, всего	**2 578 887**	**2 104 151**	**2 614 870**	**2 640 747**	**2 700 473**
Чистая выручка	**1 016 813**	**742 411**	**904 064**	**993 723**	**1 034 878**
Операционные расходы	-260 688	-257 391	-242 655	-245 441	-253 356
Амортизационные отчисления	-181 372	-222 151	-167 976	-171 360	-179 309
Расходы SG&A	-125 592	-115 926	-103 954	-105 012	-109 368
Доходы от основной деятельности	**447 409**	**145 949**	**388 268**	**470 579**	**491 459**
Чистая прибыль	**401 042**	**118 471**	**356 486**	**421 587**	**441 112**
EBITDA (скорр.)	**628 781**	**368 100**	**556 244**	**641 939**	**670 768**
Рентабельность EBITDA	*24%*	*17%*	*21%*	*24%*	*25%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	202 404	237 011	288 618	317 241	330 379
Дебиторская задолженность	205 272	159 270	193 950	213 184	222 013
Складские запасы	173 674	217 414	264 754	291 010	303 062
Оборотные активы	767 848	762 094	927 814	1 019 729	1 061 919
Основные средства	2 469 338	2 847 377	3 119 401	3 398 041	3 668 732
Активы, всего	**3 825 483**	**4 259 174**	**4 700 112**	**5 073 938**	**5 389 997**
Краткосрочные заимствования	30 198	45 695	47 284	53 482	57 608
Кредиторская задолженность	307 439	354 915	432 194	475 056	494 731
Текущие обязательства, всего	510 694	786 223	949 055	1 044 685	1 089 860
Долгосрочные заимствования	685 030	738 530	815 727	816 490	826 703
Доля миноритариев	155 991	177 809	177 809	177 809	177 809
Акционерный капитал, всего	**2 057 206**	**2 084 638**	**2 381 888**	**2 625 232**	**2 855 551**
Обязательства и акц. капитал, всего	**3 825 483**	**4 259 174**	**4 700 112**	**5 073 938**	**5 389 997**
Чистый долг	**492 918**	**546 211**	**573 390**	**551 728**	**552 929**
Чист. долг/ EBITDA	**0.8x**	**1.5x**	**1.0x**	**0.9x**	**0.8x**
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежный поток от основной деятельности	**609 076**	**517 057**	**480 885**	**660 346**	**670 517**
Денежный поток от инвестиц. деятельности	**-363 589**	**-374 165**	**-440 000**	**-450 000**	**-450 000**
Капзатраты	-453 221	-447 989	-440 000	-450 000	-450 000
Денежный поток от фин. деятельности	**-276 720**	**-123 957**	**10 722**	**-181 723**	**-207 379**
Свободный денежный поток	155 855	69 068	40 885	210 346	220 517
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E	4.2	14.4	4.8	4.0	3.9
EV/EBITDA	3.9	6.6	4.4	3.8	3.6
Див. доходность	11%	4%	11%	13%	13%
Доходность FCF	9%	4%	2%	12%	13%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

ATAD LI			НЕЙТРАЛЬНО
Целевая цена			**$51**
Потенциал роста			15%
TATN RX			**НЕЙТРАЛЬНО**
Целевая цена			**650 руб.**
Потенциал роста			16%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			44.0
Кап-я, $ млрд			$17.1
Free float, %			32%
ФИНАНСЫ *	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
Выручка	796	1 087	1 110
EBITDA	183	262	289
Чистая прибыль	105	163	178
Своб. ден. поток	92	107	125
EPS, руб.	48	75	82
DPS, руб.	31	41	46
ОЦЕНКА **	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
P/E, x	12.5	8.0	7.4
EV/EBITDA, x	7.1	5.0	4.5
Див. дох-ть, обыкн., %	5%	7%	8%
Див. дох-ть, прив., %	6%	8%	9%
Дох-ть FCF, %	7%	8%	10%
ДИНАМИКА			
3М, %			5%
6М, %			36%
1 год, %			19%

* млрд руб. ** оценки АТОНа
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Татнефть – ожидаем восстановления в сегменте downstream

Финансовые показатели Татнефти, по нашим оценкам, продемонстрируют уверенное восстановление по итогам 2021. Исходя из предполагаемой стоимости марок Brent/Urals, наша модель предполагает рост EBITDA на 43%, рост FCF – на 16%.

Сегментный анализ. Мы закладываем в анализ рост добычи в 2021П на уровне 1.5% и прогнозируем темпы роста в 2021-2025 в среднем 1.7% в год, что несколько консервативнее прогноза, указанного в утвержденной стратегии группы на тот же период (2.0%). Разницу мы относим к сохраняющейся неопределенности в дискуссии с правительством о налоговых льготах на добычу высоковязкой нефти, а также планам Татнефти обновить долгосрочную стратегию к концу 2021, которая, по нашему мнению, может отразить изменения в сторону понижения в прогнозируемом профиле добычи.

В сегменте переработки и сбыта Татнефть заслуженно входит в число лидеров, на протяжении 15 лет развивая комплекс Танеко с самым современным нефтеперерабатывающим оборудованием (целевой выход светлых нефтепродуктов – 89% к 2030 против 77% в 2020; ожидается рост глубины переработки до 99% к 2030). В 2021П рост выхода продукции с Танеко ожидается на уровне 13.5%, также мы ожидаем улучшения маржи переработки ($/барр.) на 62% г/г. В более долгосрочной перспективе мы позитивно оцениваем инвестиционное соглашение между Татнефтью и правительством о строительстве 4 новых установок на Танеко до конца 2026.

Дивиденды. Хотя Татнефть рассматривает весь ЧДП для выплаты дивидендов, в отличие от ЛУКОЙЛа, где фиксируется целевой уровень выплат (100% скорректированного FCF, согласно дивидендной политике), Татнефть в политике предусматривает минимальный коэффициент выплат – не менее 50% чистой прибыли по МСФО или РСБУ (для расчета берется больший показатель). Исходя из средней величины (от 50% ЧП за 2020 по МСФО и 100% FCF), дивидендная доходность за 2020 оценивается нами на уровне 5%. Доходность за 2021-22 (также исходя из среднего уровня) прогнозируется в диапазоне 7-8% по обыкновенным акциям и 8-9% по привилегированным.

Оценка. Для оценки Татнефти мы использовали как метод DCF, так и метод мультипликаторов. Наша комбинированная оценка дает целевую цену $51 за акцию, что предполагает потенциал роста 15% к текущим рыночным котировкам. В расчет стоимости капитала мы заложили показатель бета, равный 1.3, безрисковую ставку 3.5%, WACC 10.1% и темпы роста в постпрогнозный период на уровне 0%. В рамках метода мультипликаторов мы применили целевые мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на уровне 5.0x и 8.0x, соответственно.

Рис. 26: Оценка – сводная таблица

	2021П
Текущая цена	**$44**
Целевая цена по EV/EBITDA	$50
Потенциал роста	14%
Целевая цена по P/E	$49.9
Потенциал роста	13%
DCF	$51.9
Рост	18%
Комбинированная цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$51**
Потенциал роста	**15%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

С учетом наших предположений, мы подтверждаем наш рейтинг НЕЙТРАЛЬНО по компании. Основные факторы изменения стоимости в 2021, на наш взгляд, включают дальнейшие решения по налоговым льготам на добычу высоковязкой нефти и разработку истощенных месторождений, а также обновление стратегии.

Рис. 27: Татнефть – краткая модель, млн руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, всего	**1 006 415**	**795 815**	**1 086 560**	**1 110 131**	**1 116 534**
Чистая выручка	**529 174**	**410 345**	**553 825**	**593 788**	**596 265**
Операционные расходы	-140 040	-146 088	-162 163	-168 488	-167 507
Амортизационные отчисления	-35 165	-40 865	-43 037	-46 383	-49 044
Расходы SG&A	-52 637	-60 066	-64 119	-68 001	-71 769
Доходы от основной деятельности	**253 374**	**142 488**	**219 429**	**242 337**	**249 123**
Чистая прибыль	**191 074**	**105 084**	**162 978**	**178 306**	**184 377**
EBITDA (скорр.)	**288 539**	**183 353**	**262 466**	**288 721**	**298 167**
Рентабельность EBITDA	*29%*	*23%*	*24%*	*26%*	*27%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	25 157	40 105	54 128	67 788	91 010
Дебиторская задолженность	84 706	83 534	112 742	120 877	121 382
Складские запасы	53 379	44 988	60 718	65 100	65 371
Оборотные активы	216 563	234 011	300 340	328 568	352 693
Основные средства	768 735	826 569	894 432	952 049	1 006 005
Активы, всего	**1 099 503**	**1 159 294**	**1 293 486**	**1 379 331**	**1 457 412**
Краткосрочные заимствования	19 592	10 961	13 164	14 312	15 303
Кредиторская задолженность	60 289	83 893	113 227	121 397	121 903
Текущие обязательства, всего	174 678	129 335	172 928	185 604	187 311
Долгосрочные заимствования	21 657	23 652	33 456	30 882	33 022
Доля миноритариев	6 598	3 918	4 835	4 835	4 835
Акционерный капитал, всего	**793 714**	**889 124**	**957 681**	**1 028 708**	**1 100 618**
Обязательства и акц. капитал, всего	**1 099 503**	**1 159 294**	**1 293 486**	**1 379 331**	**1 457 412**
Чистый долг	**16 092**	**-5 492**	**-7 509**	**-22 594**	**-42 684**
Чист. долг/EBITDA	**0.1x**	**отр**	**отр**	**отр**	**отр**
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежный поток от основной деятельности	**266 007**	**197 009**	**218 253**	**229 405**	**235 746**
Денежный поток от инвестиц. деятельности	**-103 892**	**-105 287**	**-110 900**	**-104 000**	**-103 000**
Капзатраты	-95 994	-104 668	-110 900	-104 000	-103 000
Денежный поток от фин. деятельности	**-205 690**	**-102 116**	**-82 415**	**-108 705**	**-109 335**
Свободный денежный поток	170 013	92 341	107 353	125 405	132 746
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E	6.9	12.5	8.0	7.4	7.1
EV/EBITDA	4.5	7.1	5.0	4.5	4.4
Див. доходность по обыкн. акциям	11%	5%	7%	8%	8%
Див. доходность по прив. акциям	12%	6%	8%	9%	9%
Доходность FCF	13%	7%	8%	10%	10%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

OGZD LI			ВЫШЕ РЫНКА
Целевая цена			**$8.6**
Потенциал роста			44%
GAZP RX			**ВЫШЕ РЫНКА**
Целевая цена			**329 руб.**
Потенциал роста			45%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			6.0
Кап-я, $ млрд			$70.6
Free float, %			50%
ФИНАНСЫ *	**2019Ф**	**2020П**	**2021П**
Выручка	7 660	6 141	7 771
EBITDA	1 835	1 416	2 246
Чистая прибыль	1 203	594	1 145
Своб. ден. поток	-146	100	363
EPS, руб.	50.8	25.1	48.4
DPS, руб.	15.2	12.6	25.8
ОЦЕНКА **	**2019Ф**	**2020П**	**2021П**
P/E, x	4.5	9.1	4.7
EV/EBITDA, x	5.6	7.3	4.6
Див. дох-ть, %	7%	5%	11%
Дох-ть FCF, %	отр.	2%	7%
ДИНАМИКА			
3M, %			2%
6M, %			42%
1 год, %			28%

* млрд руб. ** оценки АТОНа
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Газпром – звезды сошлись в этом году, компания – наш фаворит

Предварительный обзор результатов за 2020. Газпром – единственная российская компания, которая еще не опубликовала отчетность – раскрытие результатов ожидается на этой неделе. По нашим прогнозам, выручка Газпрома за 4К20 увеличится на 32% до 1 840 млрд руб. за счет более благоприятной ценовой конъюнктуры. Показатель EBITDA прогнозируется на уровне 473 млрд руб. (+42% кв/кв), а чистая прибыль, как ожидается, составит 303 млрд руб. с учетом прибыли от курсовых разниц. Правление Газпрома уже рекомендовало выплатить дивиденды за 2020 в размере 12.55 руб. на акцию с доходностью 5%, перейдя на выплату дивидендов в размере 50% чистой прибыли на год раньше планируемого срока.

Позитивный год для Газпрома. После сложного 2020 этот год обещает быть благоприятным для акционеров Газпрома. Холодная погода, перенаправление грузопотоков СПГ из Европы в Азию, а также перебои в процессе производства в США дали Газпрому возможность уверенно начать год – компания увеличила экспорт на 28% за первые 3.5 месяцев. С учетом низкого уровня запасов в Европе, мы ожидаем сохранения хороших показателей продаж, прогнозируя объемы экспорта в 2021 в дальнее зарубежье более чем на 16% выше уровня 2020П. Мы также предполагаем улучшение ценовой конъюнктуры, прогнозируя среднюю цену экспорта в страны дальнего зарубежья в 2021 на уровне $200/тыс. куб. м. Мы ожидаем роста EBITDA и FCF на 59% и 93% г/г, соответственно.

Выплаты наконец достигли 50%. В 2019 Газпром утвердил новую дивидендную политику, предполагающую постепенное увеличение выплат до 50% от скорректированной ЧП, начиная с выплат по итогам 2021. Однако правление Газпрома удивило рынок, приняв решение о переходе к выплате дивидендов в размере 50% от ЧП на год раньше намеченного и рекомендовав выплатить 12.55 руб. на акцию за 2021 (с доходностью 5.3%). Рынок положительно воспринял новую инициативу, при этом в следующем году мы ожидаем увидеть значительный рост уровня доходности. По нашим оценкам, за 2021 год акционеры Газпрома должны получить дивиденды с доходностью 11%.

В долгосрочной перспективе мы с оптимизмом смотрим на Газпром, в очередной раз отмечая намерение компании нарастить поставки в Китай (в прошлом году Газпром анонсировал планы увеличить поставки в Китай до 130 млрд куб. м в год в обозримом будущем – для сравнения, мощность газопровода Сила Сибири при полной загрузке составляет 38 млрд куб. м в год). Что касается европейского рынка, перебои в поставках из США и из Катара (в том числе инцидент с блокировкой Суэцкого канала и погодные катаклизмы в Техасе в начале года) наглядно продемонстрировали, что сбрасывать со счетов российский трубопроводный газ как средство обеспечения энергетической безопасности ЕС пока преждевременно.
Мы ожидаем, что экспорт на европейский рынок будет оставаться на стабильном уровне (Газпром прогнозирует объемы экспорта в среднесрочной перспективе в среднем на уровне 200 млрд куб. м в год). Мы пока не учитывали в оценке потенциал Газпрома по освоению водородного рынка, но ожидаем, что и Газпром, и НОВАТЭК будут играть существенную роль в развитии отрасли.

Оценка. Для оценки Газпрома мы использовали как метод DCF, так и метод мультипликаторов. Наша комбинированная оценка дает целевую цену $8.6 за акцию, что предполагает потенциал роста 44% к текущим рыночным котировкам. В расчет стоимости капитала мы заложили показатель бета, равный 1.14, безрисковую ставку 3.5%, WACC 9.2% и темпы роста в постпрогнозный период на уровне 2%. В рамках метода мультипликаторов мы применили целевые мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на уровне 4.8x и 6.0x, соответственно.

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Рис. 28: Оценка – сводная таблица

	2021П
Текущая цена	**$6.0**
Целевая цена по EV/EBITDA	$8.7
Потенциал роста	44%
Целевая цена по P/E	$8.8
Потенциал роста	46%
DCF	$8.5
Рост	42%
Комбинированная цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$8.6**
Потенциал роста	**44%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Мы подтверждаем наш рейтинг ВЫШЕ РЫНКА по Газпрому, по-прежнему видя компанию одним из фаворитов рынка в 2021. В числе потенциальных факторов роста цены бумаги – завершение проекта СП-2 в этом году и возможное объявление о новых контрактах с Китаем. Среди негативных моментов мы по-прежнему отмечаем актуальность санкционных рисков и геополитическую напряженность. Среди краткосрочных катализаторов мы выделяем финансовые результаты группы за 2020, а также запланированный на 29 апреля День инвестора.

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Рис. 29: Газпром – краткая модель, млн руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П
Выручка от продажи природного газа	4 303 671	3 800 730	2 465 072	3 829 817	4 401 056	4 446 647
Выручка от нефтепродуктов и сырой нефти	2 914 725	2 863 971	1 891 472	2 809 253	2 918 091	3 085 205
Выручка, всего	**8 224 177**	**7 659 623**	**6 140 971**	**7 770 754**	**8 519 871**	**8 772 384**
Общие денежные затраты	**-5 414 258**	**-5 546 459**	**-4 006 562**	**-5 211 800**	**-5 568 163**	**-5 717 306**
Амортизационные отчисления	-647 993	-715 229	-817 105	-843 695	-882 712	-920 284
Доходы от основной деятельности	**1 930 030**	**1 119 857**	**599 030**	**1 402 112**	**1 640 108**	**1 781 583**
Прибыль до уплаты налогов	**1 852 562**	**1 627 065**	**781 857**	**1 507 200**	**1 769 905**	**1 922 278**
Чистая прибыль	**1 456 270**	**1 202 887**	**594 211**	**1 145 472**	**1 345 128**	**1 460 931**
Скорр. EBITDA	**2 578 023**	**1 835 086**	**1 416 134**	**2 245 808**	**2 522 819**	**2 701 867**
Рентабельность EBITDA	*31%*	*24%*	*23%*	*29%*	*30%*	*31%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2018**	**2019**	**2020П**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	849 419	696 057	644 704	873 262	960 210	997 181
Дебиторская задолженность	1 222 735	1 040 340	982 405	1 205 933	1 303 142	1 353 317
Складские запасы	909 677	946 361	798 204	998 014	1 097 383	1 139 635
Оборотные активы	4 212 230	3 828 153	3 465 290	4 382 297	4 790 035	4 972 249
Основные средства	13 809 434	14 856 448	15 339 914	16 049 301	16 732 442	17 312 840
Активы, всего	**20 810 440**	**21 882 348**	**22 002 951**	**23 629 345**	**24 720 224**	**25 482 836**
Краткосрочные заимствования	569 061	774 202	768 570	788 843	834 657	870 079
Кредиторская задолженность	1 522 101	1 422 116	1 089 856	1 476 229	1 623 212	1 685 711
Текущие обязательства, всего	**2 473 695**	**2 527 476**	**2 118 896**	**2 617 883**	**2 845 809**	**2 958 667**
Долгосрочные заимствования	3 294 761	3 089 702	3 272 916	3 475 373	3 524 470	3 354 551
Доля миноритариев	476 144	510 854	542 128	602 416	673 212	750 104
Акционерный капитал, всего	**13 300 009**	**14 104 833**	**14 401 234**	**15 249 600**	**15 982 849**	**16 728 327**
Обязательства и акц. капитал, всего	**20 810 440**	**21 882 348**	**22 002 951**	**23 629 345**	**24 720 224**	**25 482 836**
Чистый долг	2 987 544	3 110 276	3 339 211	3 333 383	3 341 346	3 169 878
Чист. долг/EBITDA	1.2x	1.7x	2.4x	1.5x	1.3x	1.2x
ДВИЖЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2018**	**2019**	**2020П**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Операционный денежный поток	**1 617 384**	**1 709 384**	**1 400 721**	**1 916 303**	**2 240 566**	**2 464 494**
В т.ч. изменение оборотного капитала	-749 207	-51 578	-91 438	-209 735	-138 678	-67 808
Денежный поток от инвестиц. деят-ти	**-1 617 718**	**-1 938 109**	**-1 300 571**	**-1 553 082**	**-1 565 853**	**-1 500 682**
В т.ч. капзатраты + M&A	-1 689 993	-1 855 318	-1 300 571	-1 553 082	-1 565 853	-1 500 682
Денежный поток от фин. операций	**-96 070**	**152 375**	**-151 503**	**-134 663**	**-587 765**	**-926 841**
Свободный денежный поток (не скорр.)	-72 609	-145 934	100 150	363 222	674 713	963 812
КОЭФФИЦИЕНТЫ В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ	**2018**	**2019**	**2020П**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
EPS, руб.	61.5	50.8	25.1	48.4	56.8	61.7
DPS, руб.	16.6	15.2	12.6	25.8	30.2	31.8
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2018**	**2019**	**2020П**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E, x	3.7	4.5	9.1	4.7	4.0	3.7
EV/EBITDA, x	4.0	5.6	7.3	4.6	4.1	3.8
P/B, x	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Дивидендная доходность, %	7%	7%	5%	11%	13%	14%
Доходность FCF, %	отр.	отр.	2%	7%	12%	18%

Источник: оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

NVTK LI			НЕЙТРАЛЬНО
Целевая цена			**$211**
Потенциал роста			15%
NVTK RX			**НЕЙТРАЛЬНО**
Целевая цена			**1 614 руб.**
Потенциал роста			16%
АКЦИИ			
Цена, ГДР ($)			185
Кап-я, $ млрд			$56.2
Free float, %			21%
ФИНАНСЫ *	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
Выручка	712	950	1 021
EBITDA	199	276	313
Чистая прибыль	68	289	317
Своб. ден. поток	-26	50	173
EPS, руб.	22.6	96.3	105.6
DPS, руб.	35.6	47.2	51.8
ОЦЕНКА **	**2020Ф**	**2021П**	**2022П**
P/E, x	63.4	14.9	13.6
EV/EBITDA, x	21.9	15.8	13.9
Див. дох-ть, %	2%	3%	4%
Дох-ть FCF, %	отр.	1%	4%
ДИНАМИКА			
3M, %			1%
6M, %			37%
1 год, %			50%

* млрд руб. ** оценки АТОНа
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

НОВАТЭК: на пути к достижению целей

НОВАТЭК по-прежнему следует амбициозным долгосрочным планам роста, ориентируясь на увеличение производства СПГ до 57-70 млн т к 2030, и, по нашим оценкам, именно НОВАТЭК будет играть ключевую роль в реализации недавно принятой в России стратегии роста производства СПГ. На компанию, по нашим оценкам, будет приходиться более 50% от общего планируемого объема до 2035. Являясь одной из лучших историй роста, НОВАТЭК все еще отстает от рынка по дивидендной доходности. Недавно компания обновила свою дивидендную политику, повысив минимальный коэффициент дивидендных выплат до 50%, но, по нашим расчетам, это дает дивидендную доходность лишь 3-4% за 2021/2022П.

Постепенная реализация ключевых проектов, но прогресс уже в цене. После задержки ввода 4-й очереди проекта Ямал СПГ, завершение строительства которой ожидалось еще в конце 2019, НОВАТЭК объявил, что запуск состоится в 1П21. Кроме того, Ямал СПГ с этого года начнет выплачивать дивиденды и погашать задолженность (по прогнозам, общие выплаты НОВАТЭКу составят около $1.6 млрд, исходя из предполагаемой цены Brent $65/барр.). Реализация проекта Арктик СПГ-2 также продвигается весьма уверенно: на конец 1К21 готовность проекта составила 39%, а в 1П21 ожидается привлечение внешнего финансирования для его реализации. Акционеры проголосовали по данному вопросу на ГОСА 23 апреля; те из них, кто не согласен с условиями финансирования, имеют право требовать выкупа принадлежащих им акций по цене 1 256 руб. (13% ниже текущей рыночной цены). При этом мы считаем, что перечисленные факторы уже во многом отражены в текущей оценке компании.

Обский СПГ. Недавно СМИ сообщили, что НОВАТЭК пересматривает планы по проекту Обский СПГ. У компании два основных варианта, первый из которых – отказ от использования российского оборудования и замена его на технологию немецкой Linde AG с установкой восьми турбин американской компании Baker Hughes LM9000, результатом чего, вероятно, станет рост мощности проекта на 20-25%. Второй вариант – перепрофилирование проекта под производство аммиака. Напомним, что в прошлом году компания отложила принятие финального инвестиционного решения по Обскому СПГ. В этом году мы ожидаем дополнительной информации по Обскому СПГ, что может стать потенциальным катализатором для бумаги.

Оценка. Для оценки НОВАТЭКа мы использовали как метод DCF, так и метод мультипликаторов. Наша комбинированная оценка дает целевую цену $211 за акцию, что предполагает потенциал роста 15% к текущим рыночным котировкам. В расчет стоимости капитала мы заложили показатель бета, равный 1.2, безрисковую ставку 3.5%, WACC 9.9% и темпы роста в постпрогнозный период на уровне 4%. В рамках метода мультипликаторов мы применили целевые мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на уровне 12.1x и 13.5x, соответственно и добавили оценочную стоимость долей в СП.

Рис. 30: Оценка – сводная таблица

	2021П
Текущая цена	**$185**
Целевая цена EV/EBITDA	$201
Потенциал роста	9%
Целевая цена P/E	$233
Потенциал роста	26%
DCF	$206
Рост	11%
Комбинированная цел. цена (50% DCF, 25% EV/EBITDA, 25% P/E)	**$211**
Потенциал роста	**15%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

С учетом наших предположений, мы понижаем рейтинг НОВАТЭКа до НЕЙТРАЛЬНО. Вместе с тем мы подтверждаем положительный взгляд на бумагу в долгосрочной перспективе и ожидаем решения по проекту Обский СПГ с тем, чтобы учесть его в нашей оценке.

Рис. 31: НОВАТЭК – краткая модель, млн руб.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, всего	**862 803**	**711 812**	**949 523**	**1 020 598**	**1 135 434**
Общие денежные затраты	**-575 279**	**-476 926**	**-631 002**	**-658 139**	**-719 122**
Амортизационные отчисления	-32 230	-39 238	-49 532	-57 370	-68 374
Доходы от основной деятельности	**869 589**	**113 012**	**226 013**	**255 495**	**289 245**
Прибыль до уплаты налогов	**1 003 115**	**129 596**	**353 968**	**388 175**	**463 781**
Чистая прибыль	**865 477**	**67 832**	**289 192**	**317 139**	**378 909**
Скорр. EBITDA	**254 570**	**198 988**	**275 545**	**312 865**	**357 619**
Рентабельность EBITDA	*30%*	*28%*	*29%*	*31%*	*31%*
БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Денежные средства и эквиваленты	53 240	119 707	115 788	169 994	265 386
Дебиторская задолженность	229 581	71 255	219 624	187 492	216 013
Складские запасы	12 263	10 723	14 642	16 666	19 201
Оборотные активы	496 496	362 934	569 678	785 807	1 071 428
Основные средства	556 798	729 407	769 875	792 505	794 130
Активы, всего	**2 012 867**	**2 059 178**	**2 306 783**	**2 492 902**	**2 730 916**
Краткосрочные заимствования	12 246	53 152	48 484	54 690	54 467
Кредиторская задолженность	86 728	83 995	120 793	104 162	120 007
Текущие обязательства, всего	117 113	159 996	177 099	167 755	184 731
Долгосрочные заимствования	139 852	168 988	154 147	173 876	173 168
Доля миноритариев	19 567	18 463	18 463	18 463	18 463
Акционерный капитал, всего	1 647 509	1 619 964	1 875 240	2 047 783	2 268 123
Обязательства и акц. капитал, всего	**2 012 867**	**2 059 178**	**2 306 783**	**2 492 902**	**2 730 916**
Чистый долг	98 858	102 433	86 844	-61 429	-147 752
Чист. долг/EBITDA	0.4x	0.5x	0.3x	отр	отр
ДВИЖЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
Операционный денежный поток	307 433	171 896	139 505	252 868	324 892
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-169 044	-47 872	-90 000	-80 000	-70 000
В т.ч. капзатраты	-156 897	-198 234	-90 000	-80 000	-70 000
Денежный поток от финансовых операций	-119 448	-78 075	-53 425	-118 662	-159 500
Свободный денежный поток	150 536	-26 338	49 505	172 868	254 892
КОЭФФИЦИЕНТЫ В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
EPS	287.4	22.6	96.3	105.6	126.1
DPS (при коэффициенте 50%)	32.3	35.6	47.2	51.8	61.8
КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ	**2019**	**2020**	**2021П**	**2022П**	**2023П**
P/E	5.0	63.4	14.9	13.6	11.3
EV/EBITDA	17.1	21.9	15.8	13.9	12.2
P/B	2.6	2.7	2.3	2.1	1.9
Дивидендная доходность, %	2%	2%	3%	4%	4%
Доходность FCF	4%	-1%	1%	4%	6%

Источник: оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. На данный материал не распространяются какие-либо запреты относительно распространения инвестиционно-аналитических продуктов. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целом, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации.

Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о ценных бумагах такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках.
https://www.aton.ru/upload/iblock/dd7/dd74a0e859a5888fd7bafe0da3014baa.pdf

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг Депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: https://www.aton.ru/support/document/dogovory/

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента. Данный финансовый инструмент не является банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент не гарантированы государством.

Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

Информацию, содержащуюся в данном материале, не следует рассматривать в качестве предложения, приглашения или побудительной причины приобрести либо продать те или иные ценные бумаги либо прочие финансовые инструменты; она не является советом или индивидуальной инвестиционной рекомендацией либо другой формой выражения нашего мнения о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым или иным интересам, ожиданиям по доходности от операций с финансовыми инструментами, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для вас риске убытков от таких операций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или иным вашим интересам.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчёте шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка	Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально	Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка	Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: http://www.aton.ru/

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации www.cbr.ru
- Национальная ассоциации участников фондового рынка (СРО НАУФОР) www.naufor.ru
- Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА) www. new.nfa.ru/

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».

© ООО «АТОН», 2021. Все права защищены.