

ТАТНЕФТЬ

Повышаем до ПОКУПАТЬ после слабой динамики

ПОКУПАТЬ

Цел. цена

\$47

Потенциал

27%

ДР Татнефти упали на 11% с момента, когда мы в последний раз обновили рекомендацию по компании 19 января 2017. Поскольку цена Brent за этот период изменилась незначительно (приблизительно +1%), и нет никаких специфических для компании причин такой слабой динамики, мы считаем, что акции компании в настоящий момент торгуются с привлекательным потенциалом роста 27%. В связи с этим мы повышаем рекомендацию по ДР Татнефти с Держать до ПОКУПАТЬ и оставляем нашу целевую цену без изменений на уровне \$47. Что касается катализаторов, мы выделяем продолжающийся рост добычи нефти, хотя политика компании в отношении таких непрофильных инвестиций как Банк Зенит и Нижнекамскнефтехим в прошлом, скорее всего, останется ложкой дегтя в инвестиционной истории Татнефти. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по привилегированным акциям Татнефти.

Бумаги компании упали на 11% с начала года на фоне неизменной цены на нефть. ДР Татнефти в этом году потеряли 11% своей стоимости (обыкновенные акции Татнефти: -14% с начала года, «префы»: -6% с начала года). Поскольку цена Brent за тот же период почти не изменилась, единственными факторами, объясняющими такую отстающую динамику Татнефти, можно назвать укрепление рубля (USD/руб. +5% с начала года) и общую коррекцию, наблюдавшуюся на российском фондовом рынке.

Повышаем рекомендацию по Татнефти до ПОКУПАТЬ, целевая цена \$47 (464 руб.) без изменений. Поскольку упомянутая выше отстающая динамика не связана с фундаментальными факторами, относящимися к компании – они не изменились существенно с момента, когда мы в последний раз обновили рекомендации по компании 19 января – мы считаем, что Татнефть в настоящий момент предлагает привлекательный потенциал роста 27%. Это побуждает нас повысить рекомендацию по ДР и обыкновенным акциям до ПОКУПАТЬ с Держать. Мы оставляем без изменений нашу целевую цену \$47 за ДР и 464 руб. за обыкновенную акцию.

Амбициозный рост добычи, мы ожидаем его продолжение в этом году. Татнефть удивила рынок, переключившись от политики поддержания стабильного объема добычи к ее росту, увеличив добычу нефти на 3% и 5% в 2015 и 2016 соответственно. Если не учитывать соглашение о сокращении добычи с ОПЕК, Татнефть в этом году должна продолжить демонстрировать рост – по нашим прогнозам, он составит 2,6%. Компания сохраняет целевой показатель добычи на уровне 30 млн т в год к 2020, что предполагает среднегодовые темпы роста 2,2% за этот период. Кроме роста добычи за счет традиционной нефти, которая добывается на старейших запасах углеводородов в России, принадлежащих Татнефти, компания также расширяет добычу высоковязкой нефти. Это еще один источник роста добычи, который предлагает самый высокий прирост показателей прибыли, учитывая серьезные налоговые льготы (нулевой НДС и сниженная на 90% экспортная пошлина).

Чистая денежная позиция и высокий FCF. Татнефть в настоящий момент характеризуется очень сильным балансом, чистая денежная позиция составляет 12,4 млрд руб. (3К16). Компания по-прежнему находится в фазе активных инвестиций, планируя увеличить добычу нефти и расширить первичные мощности НПЗ ТАНЕКО на 7 млн т в год, а также модернизировать завод, повысив его глубину переработки. Тем не менее мы считаем, что у компании есть все шансы показать хороший FCF в размере \$1,6-1,7 млрд в 2017-18, что предполагает достаточно убедительную доходность FCF 12%.

5,4 млрд руб., хранившиеся в Татфондбанке, потеряны, непрофильные инвестиции вызывают вопросы. Татнефть держала 5,4 млрд руб. на счетах Татфондбанка, который обанкротился на прошлой неделе, но это менее 1% ее рыночной капитализации и около 20% денежной позиции в 3К16. Компания участвует в некоторых непрофильных инвестициях в Республике Татарстан, крупнейшим из которых является Банк Зенит, в котором Татнефть планирует увеличить свою долю до 62,7%. Хотя в конечном итоге инвестиции в акции Нижнекамскнефтехима оказались очень успешными (Татнефть заработала доходность около 60% или примерно 10 млрд руб., по нашим оценкам), каким образом покупка и продажа пакета 25% в Нижнекамскнефтехиме вписываются в профильный бизнес компании, остается не очень понятным.

	Обыкн.	Прив.
Bloomberg, ГДР	ATAD LI	
Bloomberg, лок.	TATN RX	TATNP RX
Цена, ГДР (\$)	\$37	
Цена, лок. (руб.)	361	222
Потенциал, ГДР	27%	
Потенциал, лок.	29%	17%
Козэф. ГДР (x)	6	

Данные по акциям		
Кол-во акций (млн)	2,179	148
Дн.об.торг. (\$ млн)	10	<1
Free float (%)	39%	100%
Рын. кап-я (\$ млн)	\$13 967	
EV (\$ млн)	\$13 236	

Стр-ра акционеров		
Прав-во Татарстана		32,5%
Др.акционеры		28,7%
Казн.акция		3,2%
Free float		35,5%

ФИН.ПОК., (\$млн)	2015	2016П	2017П
Выручка	\$10 730	\$9 958	\$12 700
EBITDA	\$3 300	\$2 422	\$3 487
Чистая прибыль	\$1 615	\$1 752	\$2 400
EPS (\$)	\$0,74	\$0,80	\$1,10

ОЦЕНКА			
EV/продажи (x)	1,2	1,3	1,0
EV/EBITDA (x)	4,0	5,5	3,8
P/E (x)	8,6	8,0	5,8
EV/DACF(x)	4,9	5,4	4,6
P/B (x)	1,6	1,2	1,0
RoE (%)	19%	15%	18%
Дох-ть FCF (%)	1%	5%	12%

ДИНАМИКА			
	ГДР	Об.	Прив.
1М	-10%	-10%	-2%
3М	-7%	-14%	3%
12М	26%	5%	15%
52-нед. макс. (\$)	\$44,2	446,4	244,1
52-нед. мин. (\$)	\$27,4	301,8	159,5

Рис. 1. Татнефть: основные параметры (\$ млрд, если не указано иное)

Татнефть				Цены	15Ф	16П	17П	18П	Оценка	15Ф	16П	17П	18П	
Тикер Bloomberg	ATAD LI	Цена	\$37	Цена Brent, \$/барр.	52	44	54	60	EV/EBITDA	4,0	5,5	3,8	3,6	
Акции, млн	2 179	Цель	\$47	Цена Urals, \$/барр.	52	42	52	58	EV/DACF	4,9	5,4	4,6	4,3	
Посл.отч.	3К16	Потенц.	27%	НДПИ, \$/барр.	15	12	18	21	P/E	8,6	8,0	5,8	5,2	
Руб./USD, спот	58,4	Рек-я	ПОКУПАТЬ	ЭП на нефть, \$/барр.	15	11	12	14	Дох-ть FCF, %	1%	5%	12%	12%	
Brent, \$/барр.	\$55,5								Див.дох-ть, %	3%	3%	4%		
				Руб./USD, ср.	61,3	67,0	62,2	61,5						
Рын.ст-ть	\$ млрд	Опер.показатели				15Ф	16П	17П	18П	Эффективность	15Ф	16П	17П	18П
Рын.кап-я	\$14,0	Добыча нефти (млн барр./сут.)				0,5	0,6	0,6	0,6	EBITDA/бнэ, \$/бнэ	13,1	11,9	16,0	17,3
EV	\$13,2	Добыча газа (млрд куб м)				1,0	1,0	1,0	1,0	Затраты на добычу, \$/бнэ	4,4	3,8	4,3	4,5
		Общая добыча углевод., млн бнэ,сут.				0,5	0,6	0,6	0,6	Себ-ть переработки, \$/бнэ	2,8	2,2	2,5	2,6
		Объемы переработки (млн барр. в сутки)				0,2	0,2	0,2	0,2	SG&A, \$/бнэ	4,1	3,3	3,8	4,0
Отчет о прибыли и убытках	15Ф	16П	17П	18П	Баланс	15Ф	16П	17П	18П	Отчет о движении ДС	15Ф	16П	17П	18П
Выручка	10,7	10,0	12,7	14,3	ДС и эквиваленты	0,3	0,7	1,8	2,8	ДП, опер.	2,3	2,2	3,0	3,3
EBITDA	2,5	2,4	3,3	3,7	Осн.ср-ва	7,7	9,6	10,4	11,9	ДП, инвест.	-2,0	-1,4	-1,5	-1,7
Чистая прибыль	1,6	1,8	2,4	2,7	Долгоср.инвестиции	0,1	0,1	0,1	0,1	- капзатраты	-1,5	-1,4	-1,5	-1,7
					Активы, всего	11,0	14,0	15,8	18,4	- M&A	-0,7	-0,1	0,0	0,0
DACF	2,7	2,4	2,9	3,1	Краткосроч. долг	0,1	0,1	0,1	0,1	ДП, фин.	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7
EPS	0,7	0,8	1,1	1,3	Долгосроч. долг	0,0	0,0	0,0	0,0	- дивиденды	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7
DPS	0,2	0,2	0,2	0,3						-	-0,2	0,0	0,1	0,1
Коефф.выплат	30%	30%	30%	30%	Доля миноритариев	0,4	0,0	0,0	0,0	Чист.изм. ДС	-0,3	0,3	1,1	0,9
					Акц. капитал и обязательства, всего	11,0	14,0	15,8	18,4					
Рент-ть EBITDA	24%	24%	26%	26%						FCF	0,1	0,7	1,6	1,6
Чистая рент-ть	15%	18%	19%	19%	Чистый долг	-0,3	-0,7	-1,7	-2,7					
ROE	19%	15%	18%	18%	Чистый долг/EBITDA	отр.	отр.	отр.	отр.	OCF на акцию	1,1	1,0	1,4	1,5
ROIC	19%	15%	19%	19%						FCF на акцию	0,0	0,3	0,7	0,7

Источник: данные компании, оценки Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. 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 и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

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 данном 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.

Выпуск и распространение аналитического 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 принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация 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 инвестиционной рекомендации. 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», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы 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. Деноминированные 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, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, 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 Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений 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. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. 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.