



Варьеганнефтегаз (VJGZ, VJGZP)

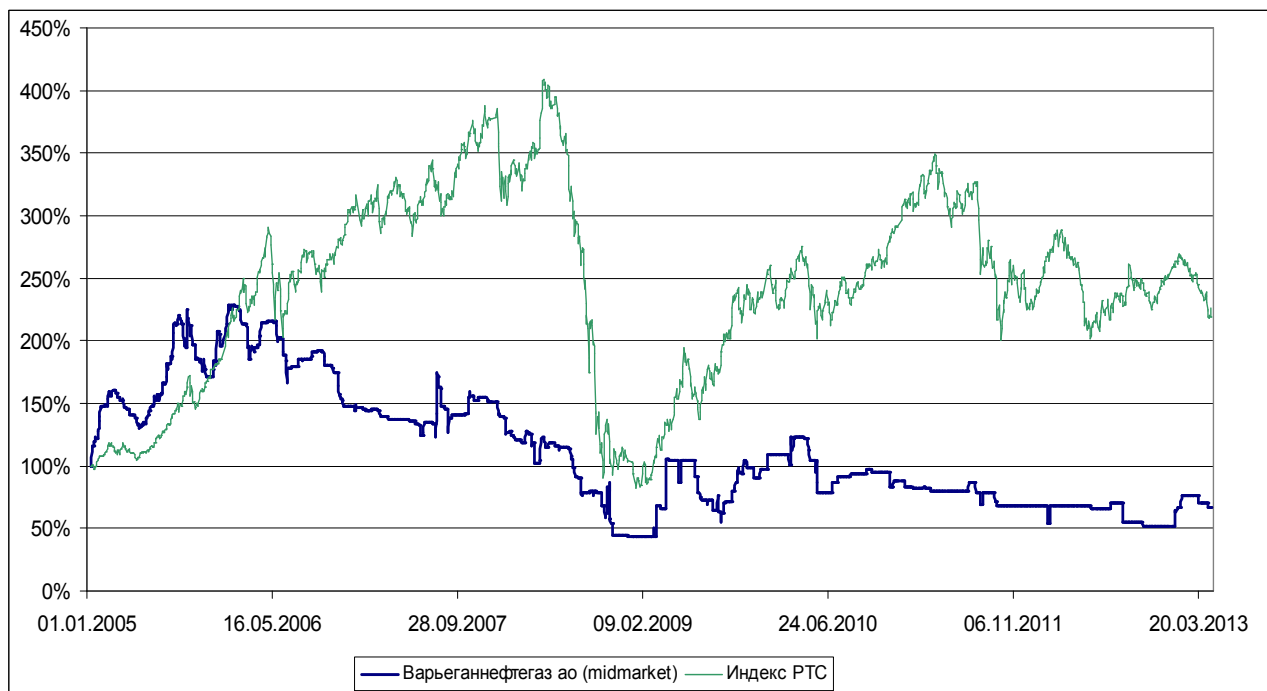
О компании

Варьеганнефтегаз (VJGZ, VJGZP) – единственное из нефтедобывающих предприятий ТНК-ВР Холдинга, акции которого торгуются на бирже. Компания эксплуатирует пять нефтяных месторождений в Западной Сибири со сложным геологическим строением и, по большей части, зрелыми пластами, что требует финансовых вложений для интенсификации добычи и, соответственно, является фактором увеличения себестоимости добываемой нефти и снижения общего объема добычи. Однако, судя по отсутствию у компании долговой нагрузки, Варьеганнефтегаз не испытывает затруднений с финансированием своих проектов, полагаясь, по всей вероятности, на помощь материнской компании.

Акционерный капитал

Акционерный капитал Варьеганнефтегаза разделен на 18 091 110 обыкновенных акций и 5 883 050 привилегированных акций номинальной стоимостью десять копеек. Обыкновенные акции Варьеганнефтегаза торгуются на Московской бирже в секции внесписочных ценных бумаг под тикерами VJGZ и VJGZP соответственно. Контролирующим акционером Варьеганнефтегаза является ТНК-ВР Холдинг, владеющий 96% обыкновенных акций компании (85% в уставном капитале).

Динамика цены акций



Источники: Московская биржа, оценки ИФ «ОЛМА»

Финансовые показатели

Финансовые и производственные показатели Варьеганнефтегаза

	2008	2009	2010	2011	2012
Выручка, \$ млн.	891.5	616.1	653.5	787.0	697.8
ЕВITDA, \$ млн.	114.4	137.5	99.5	98.0	120.92
Рентабельность по ЕВITDA	12.8%	22.3%	15.2%	12.5%	17%
Чистая прибыль, \$ млн.	40.2	62.0	28.4	22.6	33.1
Рентабельность по чистой прибыли	4.5%	10.1%	4.4%	2.9%	4.7%
Чистый долг, \$ млн.	-0.19	-0.05	-0.11	-0.04	-0.02
Добыча, тыс. тонн н.э.	3087	2892	2541	2252 *	н.д.

* - план компании

Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

	2008	2009	2010	2011	2012
Варьеганнефтегаз выручка в расчете на баррель н.э.	39.6	29.1	35.2	47.9 *	н.д.
Средняя цена нефти Brent (\$ за баррель)	98.5	62.7	80.3	110.9	111.7

* - план компании

Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Несмотря на постепенное сокращение объемов добычи, выручка Варьеганнефтегаза колебалась (примерно) в соответствии со средними ценами на нефть на мировом рынке. В 2010-2011 наблюдалось ухудшение показателей рентабельности, что во многом связано с ростом себестоимости добычи, но в 2012 рентабельность улучшилась. Надо заметить, что Варьеганнефтегаз поставляет нефть и попутный газ на предприятия ТНК-ВР Холдинга, что подразумевает возможность трансфертного ценообразования.

Оценка – сравнительный анализ

Варьеганнефтегаз и компании-аналоги

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	ЕВITDA, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	EV/S	EV / ЕВITDA	P/E	EV/ добыча
Вертикально-интегрированные нефтегазовые компании										
Роснефть	ROSN	70255.0	22456.4	98068.9	18603.2	10975.2	0.95	4.98	6.40	0.80
Лукойл	LKOH	50248.2	3421.0	116335.0	18902.0	11004.0	0.46	2.84	4.57	0.59
Газпром нефть	SIBN	18141.5	4605.6	39659.3	8291.3	5683.1	0.57	2.74	3.19	0.38
Татнефть	TATN	12992.8	2444.0	19821.9	3315.3	1977.1	0.78	4.66	6.57	0.60
Башнефть	BANE	12891.7	2504.0	16549.0	3231.0	1696.0	0.93	4.77	7.60	1.02
Среднее		32905.8	7086.2	58086.8	10468.5	6267.1	0.69	3.82	5.25	0.69
Независимые нефтедобывающие компании										
Exillon Energy	EXI LN	368.1	-20.7	301.9	46.1	12.1	1.15	7.53	30.3	0.54
Ruspetro	RPO LN	206.4	310.8	68.8	-4.4	-27.2	7.52	-117.65	-	1.46
Petronet Resources	PTR LN	29.3	42.5	35.3	-2.3	-7.0	2.03	-31.75	-	0.67
Среднее		201.3	110.8	135.3	13.1	-7.4	2.31	7.53	30.3	0.85
Варьеган- нефтегаз	VJGZ	330.7	-0.02	697.8	120.9	33.1	0.47	2.74	10.0	0.15

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА»

Мы сравнили Варьеганнефтегаз с российскими вертикально-интегрированными нефтегазовыми компаниями (ВИНК) и с независимыми нефтедобывающими компаниями, акции которых торгуются на Лондонской фондовой бирже, а нефтедобывающие мощности сконцентрированы в России. Сравнение проводилось по финансовым и производственным сравнительным коэффициентам. В

итоговой оценке мы назначили результатам сравнения по финансовыми и производственным коэффициентам веса 0.3 и 0.7 соответственно – сравнению по финансам назначен меньший вес, поскольку финансовые показатели Варьеганнефтегаза могут быть искажены из-за трансфертного ценообразования. К полученной оценке мы применили 50%-й дисконт, отражающий разность между Варьеганнефтегазом и компаниями-аналогами в размерах, диверсификации бизнеса и ликвидности акций.

Оценка справедливой капитализации Варьеганнефтегаза

	По финансовым коэффициентам (вес 30%)	По EV/добыча (вес 70%)	В среднем	С дисконтом 50%
ВИНК	\$372 млн.	\$1550 млн.	\$1197 млн.	\$598.5 млн.
Независимые производители	\$1609 млн. (*)	\$1914 млн.	\$1823 млн.	\$911.4 млн.
В среднем	\$991 млн.	\$1732 млн.	\$1510 млн.	\$754.9 млн.

* - только по EV/S

Источник: оценки ИФ «ОЛМА»

Наша итоговая оценка справедливой капитализации Варьеганнефтегаза составляет \$754.9 млн., целевые цены по обыкновенным и привилегированным акциям - \$35.8 и \$18.3 соответственно. Сравнение нашей оценки с текущей рыночной ценой предполагает потенциал роста в 128%.

Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Торговые операции

Алексей Быстров
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1601
E-mail: alex@olma.ru

Константин Мельников
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1266
E-mail: melnikov@olma.ru

Дмитрий Лобанов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1608
E-mail: lobanov@olma.ru

Николай Бецкий
Tel: +7 (495) 960-3121, доб. 1617
E-mail: betsky@olma.ru

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев, CFA
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Руслан Юнусов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1227
E-mail: ruslan.yunusov@olma.ru

© 2013 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».