

Июль 29, 2010
Андрей Герус

 ga@concorde.com.ua
 + 380 44 391 55 77

Рыночные данные

Тикер	UNAF UK
Последняя цена, грн/акцию	293грн
К-во акций, млн.	54.229
Капитализация, млрд. грн.	15.1
Фри-флоут	8%
Капитализация ФФ, млрд. грн	1.2

Источник: УБ, Конкорд Капитал

Структура собственности

Нафтогаз Украины	50%+1
Приват	42%
Другие	8%

Источник: Smida.gov.ua

Текущая цена: 293грн. / \$37
Целевая цена: 470грн. / \$60
ПОКУПАТЬ

В пятницу 30 июля в конце дня будет закрытие реестра на получение дивидендов в размере 44.48 грн./акцию держателям акций Укрнефти. По текущей цене дивидендная доходность является привлекательной: 15,2%. Учитывая впечатляющие улучшения в финансовых показателях Укрнефти в 1-м полугодии 2010г., мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акцию с целевой ценой 470грн, потенциал роста 60%.

В январе акционеры утвердили выплату дивидендов

Акционеры Укрнефти 26 января впервые с мая 2007 провели собрание акционеров, где утвердили выплату дивидендов за 2006-2008гг.

График и размеры выплаты дивидендов Укрнефти за 2006-2008гг.

Отчетн. период	Сумма	На 1 акцию	График выплаты
2006	2.4 млрд.грн.	44.48грн.	1 августа 2010-1 августа 2011
2007	1.2 млрд.грн.	22.82грн.	29 января 2010-29 января 2011
2008	1.4 млрд.грн.	26.54грн.	29 января 2010-1 августа 2010

Источник: Данные компании

Исторически выплаты дивидендов с технически справедливой последующей коррекцией акций на сумму дивидендов создавали возможности для арбитража. В январе этого года после закрытия реестра на выплату дивидендов за 2007 и 2008гг. на сумму 49.36грн./акцию, цена акции снизилась всего лишь на 20грн.

Пок-тели прибыльности за 6 мес. 2010г резко улучшились

Вчера Укрнефть опубликовала неожиданно сильные финансы за первое полугодие: EBITDA выросла до \$261.7 mln (маржа 28%) с отрицательной \$13.9 годом ранее; чистая прибыль составила \$193.3 млн. (против чистого убытка \$64.3 за 6 мес. 2009г.). Основной причиной этого мы считаем улучшение в раскрытии финансовой отчетности и частичный уход от трансферного ценообразования под давлением государства, которое является бенефициарным собственником 50% + 1 акции Укрнефти.

в дол. США	6M09	6M10	2009	2010E
Чист. доход	356.9	933.1	1,123.7	1,613.3
EBITDA	(13.9)	261.7	182.6	511.7
маржа, %	neg	28.0%	16.2%	29.2%
Чист. прибыль	(64.3)	193.3	88.6	284.8
маржа, %	neg	20.7%	7.9%	17.7%

Источник: Данные компании, Конкорд Капитал

Мы ожидаем, что в 2010г. чистый доход компании вырастет на 43.5% до \$1.6 млрд. EBITDA, по нашим прогнозам, увеличится в 2.8 раза до \$511 млн., а чистая прибыль более чем утроится до \$284.8 млн. Наши прогнозы базируются на результатах компании в первом полугодии, а также на допущении, что компания продолжит уменьшать использование практики трансферного ценообразования. Мы ожидаем, что сильные финансовые результаты компании будут основными драйверами роста акции в последующие 12 мес.

Целевая цена 470грн., потенциал роста 60%

Укрнефть сейчас торгуется с мультипликатором 6.9x 2010E P/E, что подразумевает дисконт 49% к сравнимым компаниям. Сравнительная оценка показывает потенциал роста 36%-106%. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акцию с целевой ценой 470грн (\$60), на основании среднего показателя мультипликаторов P/E и EV/EBITDA за 2010г. Укрнефть остается одной из самых ликвидных акций на Укр. Бирже с дневным объемом торгов около 8 млн. грн.

Сравнительная оценка

Мультипликаторы сравнимых компаний

	EV/EBITDA		P/E	
	2009	2010E	2009	2010E
Укрнефть	11.1	4.0	21.9	6.8
Сравнимые компании				
ROSNEFT OIL COMPANY	7,1	5,0	5,7	7,2
OIL & NATURAL GAS CORP	7,5	5,0	14,8	11,1
LUKOIL OAO-CLS	3,5	3,5	5,0	5,6
NOVATEK OAO-CLS	19,5	11,8	29,5	16,9
TULLOW OIL PLC	23,5	26,9	173,0	124,3
MOL HUNGARIAN OIL&GAS	5,4	6,0	6,9	12,4
OMV AG	3,2	2,9	4,6	6,6
OMV PETROM SA	4,3	6,3	8,8	12,1
PREMIER OIL PLC	8,3	6,6	71,4	17,9
SOCO INTERNATIONAL PLC	523,2	17,7	69,2	37,2
DANA PETROLEUM PLC	6,4	5,2	19,5	15,3
LUNDIN PETROLEUM AB	4,7	3,5	12,4	7,4
ZHAIKMUNAI LP-GDR REG S	28,5	9,1	37,5	18,1
AFREN PLC	-38,3	3,7	-33,1	13,4
SALAMANDER ENERGY PLC	18,2	3,8	120,1	11,0
MELROSE RESOURCES PLC	15,2	5,5	-8,7	27,1
PETRONEFT RESOURCES	-66,6	17,7	-70,3	49,0
Медиана	7.1	5.5	12.4	13.4
Предполагаемая цена	22.5	48.61	20.31	70.61
Потенциал роста	-37%	36%	-43%	97%

Источник: Данные компании, Bloomberg, Concorde Capital

Отчет о финансовых результатах, \$ mln

	1Q09	2Q09	3Q09	2009	1Q10	2Q10
Net Revenues	153,0	356,9	787,8	1 123,7	413,7	933.1
<i>Change y-o-y</i>	-30,8%	-56,6%	-47,7%	-38,4%	170,4%	
Cost Of Sales	(142,2)	(328,6)	(657,1)	(846,2)	(925,1)	
Gross Profit	10,8	28,3	130,7	277,5	148,3	
<i>Gross Margin, %</i>	7,1%	7,9%	16,6%	24,7%	35,9%	
Other Operating Income/Costs, net	(0,1)	12,2	14,2	12,7	3,1	
SG&A	(25,6)	(54,4)	(103,3)	(107,6)	(33,7)	
EBITDA	(14,9)	(13,9)	41,6	182,6	117,8	261.7
<i>EBITDA margin, %</i>	-9,7%	-3,9%	5,3%	16,2%	28,5%	28.0%
Depreciation	(20,6)	(42,1)	(64,4)	(63,9)	(20,7)	
EBIT	(35,5)	(56,1)	(22,8)	118,6	97,1	
<i>EBIT margin, %</i>	-23,2%	-15,7%	-2,9%	10,6%	23,5%	
Interest Expense	(4,0)	(6,9)	(9,2)	(6,0)	-	
Financial income/(expense)	0,5	4,6	7,7	8,8	5,2	
Other income/(expense)	(0,6)	(5,8)	(10,6)	(13,8)	(9,0)	
PBT	(39,6)	(64,1)	(34,9)	107,6	97,2	
Tax	-	-	(1,2)	(21,3)	(25,2)	
<i>Effective tax rate</i>	0,0%	0,0%	-3,6%	19,8%	26,0%	
Net Income	(39,7)	(64,3)	(35,6)	88,6	74,9	193.3
<i>Net Margin, %</i>	-25,9%	-18,0%	-4,5%	7,9%	18,1%	20.7%

Баланс, \$ mln

	1Q09	2Q09	3Q09	2009	1Q10
Current Assets	679,6	894,5	1 095,1	1 382,9	1 522,1
Cash & Equivalents	143,4	73,7	69,6	102,0	39,4
Trade Receivables	43,4	60,7	128,7	168,0	173,5
Inventories	285,1	320,4	320,6	335,6	356,9
Other current assets	207,6	439,8	576,3	777,2	952,2
Fixed Assets	1 022,4	1 029,8	978,7	986,8	984,8
PP&E, net	836,0	845,8	792,4	816,4	802,3
Other Fixed Assets	186,4	184,0	186,3	170,4	182,5
Total Assets	1 702,0	1 924,3	2 073,8	2 369,7	2 506,8
Shareholders' Equity	1 306,9	1 297,3	1 262,4	1 351,8	789,8
Share Capital	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
Reserves and Other	181,1	185,7	176,8	177,6	178,1
Retained Earnings	1 124,0	1 109,8	1 083,9	1 172,5	610,0
Current Liabilities	390,0	572,8	756,7	948,8	1 648,0
ST Interest Bearing Debt	145,0	14,7	-	-	-
Trade Payables	22,1	18,4	22,5	29,4	59,3
Accrued Wages	5,9	5,6	5,3	5,8	6,5
Accrued Taxes	44,3	48,9	45,3	45,1	86,2
Other Current Liabilities	172,6	485,2	683,7	868,5	1 496,1
LT Liabilities	5,1	54,3	54,7	69,0	69,1
LT Interest Bearing Debt	-	49,2	49,8	44,9	44,8
Other LT	5,1	5,1	4,8	24,1	24,2
Total Liabilities & Equity	1 701,9	1 924,3	2 073,8	2 369,7	2 506,8

Source: Company data, Concorde Capital

Конкорд Капитал, Центральный Офис

ул. Мечникова 2, 16 этаж
 Бизнес Центр Парус
 Киев 01601, Украина
 Тел.: +380 44 391 5577
 Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua

Генеральный Директор

Игорь Мазепа im@concorde.com.ua

Директор Д-та Продаж

Александр Шнир ash@concorde.com.ua

Международные Продажи

Анастасия Назаренко an@concorde.com.ua
 Марина Мартиросян mm@concorde.com.ua
 Ростислав Шманенко rs@concorde.com.ua
 Марина Дамаскина md@concorde.com.ua
 Антон Артамонов aav@concorde.com.ua

Локальные Продажи

Юрий Пилипенко up@concorde.com.ua
 Алина Тихомирова at@concorde.com.ua

Директор, Локальный Долговой Рынок

Роланд Визнер rv@concorde.com.ua

Конкорд Капитал

Лесной проулок 4, 5 этаж
 Капитал Плаза
 Москва 125047, Россия
 Тел.: +7 495 642 87 15
 Факс: +7 495 225 85 00

office@concorde.com.ua

Аналитический Отдел
Директор Аналитического Отдела (Инвестиции)

Ребекка Балдридж, CFA rb@concorde.com.ua

Директор Аналитического Отдела (Анализ акций)

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Стратегия

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Металлургия и Горнодобывающая Промышленность

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Коммунальные Услуги/Энергетика

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Нефть и Газ

Андрей Герус ga@concorde.com.ua
 Руслан Патлавский rp@concorde.com.ua

Недвижимость/Строительство

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Сельское хозяйство и потребительский сектор

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua
 Руслан Патлавский rp@concorde.com.ua

Машиностроение

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Экономика, Банки

Никита Михайличенко mms@concorde.com.ua

Долговой Рынок

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Редактор

Бред Вэллс bw@concorde.com.ua

Disclaimer

СПРАВОЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ ИЛИ КОМПАНИЯХ (СОБИРАТЕЛЬНО «КОМПАНИЯ») И ЦЕННЫХ БУМАГ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. 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, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНОВИЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, 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 ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ 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 НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ 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 КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО 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 АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDE CAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.