



Российские акции / Нефтегазовый сектор

## Татнефть АП

Следование дивидендной политике повышает привлекательность акций

UPDATE

Татнефть АП	TATNP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	MOEX
Целевая цена	434,9 руб.
Цена сделки	337,0 руб.
Потенциал роста	29,0%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация (АО и АП)	841 млрд. руб.
Среднедневной оборот (АП)	0,13 млрд руб.

### Динамика котировок



### Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2021	2022П	2023П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, млрд руб.	1 265	1 453	1 241
Выручка, г/г	59%	15%	-15%
ЕВITDA, млрд руб.	293	374	274
ЕВITDA, г/г	63%	27%	-27%
Чистая прибыль, млрд руб.	198	264	189
Чистая прибыль, г/г	92%	33%	-28%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность ЕВITDA	23,2%	25,7%	22,1%
Чистый долг / ЕВITDA	-31%	-18%	-29%
P/E	4,0x	3,0x	4,1x
EV/ЕВITDA	2,3x	1,8x	2,5x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, руб.	42,6	56,7	40,6
Див. доходность, ао	11,7%	15,6%	11,2%
Див. доходность, ап	12,7%	16,8%	12,1%

Источники: Московская Биржа, данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции».

- «Татнефть» – качественная региональная нефтяная компания со сбалансированными активами в добыче и переработке и отрицательным чистым долгом.
- Мы ожидаем, что ограничения на экспорт российских углеводородов повлияют на «Татнефть» меньше, чем на более крупные компании. Мы прогнозируем сохранение добычи компании 2022 г. на уровне 2021 г. (0,54 мбс) и снижение на 3% в 2023 г. до 0,53 мбс со стабилизацией в 2024 г. и возобновлением роста в 2025 г.
- Модернизация «ТАНЕКО», в основном законченная в 2021 г., поможет улучшить структуру продаж нефтепродуктов и увеличить их общий выпуск в 2022 г. на 17% до 0,28 мбс. Так, в 1 кв. 2022 г. переработка выросла на 35% год к году до 0,32 млн барр./с (мбс), создав задел на неблагоприятный 2 кв. 2022 г. и на 2023 г.
- Компания продолжает раскрывать промежуточную отчетность по РСБУ и МСФО и придерживаться дивидендной политики. Минимальные дивидендные выплаты – 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ (большее из двух). Дивидендная доходность по АП на ближайшие 12 месяцев, по нашему прогнозу, – около 14%. В среднесрочной перспективе мы прогнозируем рост выплат до 75% чистой прибыли по МСФО.
- Мы оцениваем справедливую стоимость привилегированных акций «Татнефти» методом дисконтированных дивидендов. Наша оценка – 434,9 руб./акция – подразумевает потенциал роста 29%, наша рекомендация – «ПОКУПАТЬ».

### О компании

«Татнефть» — вертикально интегрированная нефтяная компания, активы которой в добыче и переработке расположены главным образом в Республике Татарстан. Добыча нефти компанией в 2021 г. составляла 0,54 млн барр./сутки – немногим более 5% от общей добычи нефти и газового конденсата в России. Месторождения в Татарстане обеспечили 99% этого объема. Сверхвязкая нефть (СВН) составила в 2021 г. около 13% добытой нефти (по массе).

Доказанные запасы нефти компании по стандарту SPE-PRMS на конец 2020 г. – 6,34 млрд барр. Исходя из докризисного уровня добычи 2019 г. (0,58 млн барр./сутки) обеспеченность доказанными запасами составляет 30 лет – больше, чем даже у крупнейших российских НК. Основные месторождения компании – зрелые, с высокой степенью обводненности, находящиеся в поздней стадии эксплуатации. Тем не менее добыча компании не уменьшалась год к году в течение 20 лет, пока не была снижена в рамках ОПЕК+ со 2 кв. 2020 г.

Компания принадлежит НПЗ «ТАНЕКО» в Нижнекамске, введенный в эксплуатацию в 2011 и с тех пор значительно расширенный и модернизированный. Его мощность по сырью – 16,2 млн т нефти в год (0,32 млн барр./сутки), доля светлых нефтепродуктов (АБ, нефтя, керосин, ДТ) в продукции – 75% в 2021 г.

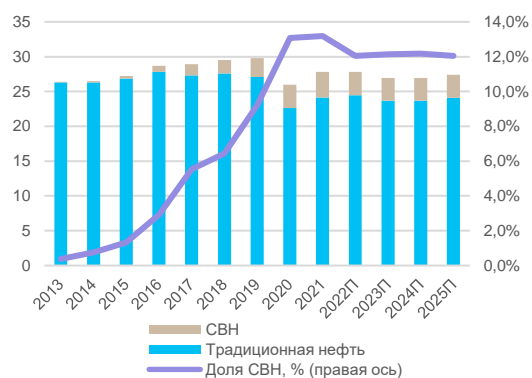
«Татнефть» также владеет сетью АЗС – 723 станции в РФ и 111 в ближнем зарубежье. Во 2 кв. 2022 г. компания продала группу предприятий по

Структура продаж по МСФО за 1 п/г 2022 г.



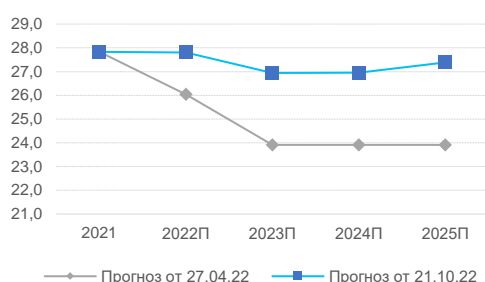
Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Добыча нефти, млн т/г



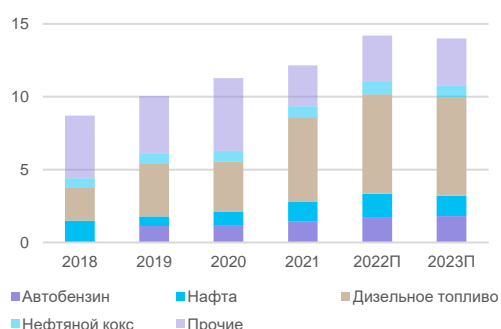
Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Изменение прогноза добычи, млн т/г



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Выпуск основных нефтепродуктов, млн т/г



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

производству легковых и грузовых шин Кама Tyres за 35,6 млрд руб. В 3 кв. 2022 г. завершено приобретение бизнеса по нефтепромысловому сервису за 19,3 млрд руб. Кроме того, с 2016 г. «Татнефть» консолидирует в отчетности банк ЗЕНИТ.

По данным компании, около 34% уставного капитала принадлежит юридическим лицам под контролем Республики Татарстан, 25% было задепонировано под программу американских депозитарных расписок (АДР), 3,2% УК – казначейские обыкновенные акции. Привилегированные акции составляют 6,3% выпущенных акций, или 6,6% с учетом казначейских.

Инвестиционный тезис

Результаты «Татнефти» по МСФО за 1 п/г 2022 г. превзошли наши ожидания. Выручка выросла на 41,7% г/г до 790,8 млрд руб., EBITDA от основной деятельности – на 101,4% до 276,2 млрд руб., чистая прибыль на долю акционеров – на 51,7% до 139,9 млрд руб. Дивиденд за 1 п/г 2022 г. составил 32,71 руб. для АО и АП – на 15% выше нашего прогноза. Для инвесторов также важен факт раскрытия полугодовой отчетности по МСФО и квартальной по РСБУ.

Добыча нефти компанией, по-видимому, в 2022-3 гг. также превысит наши прогнозы. По оценкам Минэнерго, добыча нефти в целом в РФ в 2022 г. снизится не более чем на 2%. По материалам к проекту республиканского бюджета, в Татарстане добыча нефти в 2022 г. вырастет на 1,2% до 34,9 млн т, а в 2023 г. снизится на 1,1% до 34,5 млн т – уровня 2021 г. (Доля «Татнефти» в добыче 2021 г. в республике – около 80%.) Наш прогноз для «Татнефти» консервативнее - сохранение уровня 2021 г. (27,8 млн т или 0,54 мбс) в 2022 г. и снижение на 3,1% в 2023 г. (до 26,9 млн т или 0,53 мбс). Однако он заметно оптимистичнее предыдущего прогноза – минус 6,4% в 2022 г. и минус 8,1% в 2021 г.

Мы почти не изменили прогноз по нефтепереработке: рост выпуска на «ТАНЕКО» на 17% до 14,2 млн т (0,28 мбс), на 7% ниже первоначального плана. Для сравнения, в 1 кв. 2022 г. переработка выросла на 35% г/г до 0,32 мбс. В 2023 г. мы прогнозируем снижение выпуска нефтепродуктов на 1,5% до 14 млн т (0,27 мбс).

Относительно небольшой объем добычи компанией, вероятно, уже помог ей переориентировать потоки из ЕС на другие рынки в преддверии эмбарго ЕС на нефть (с 5 декабря) и нефтепродукты (5 февраля). Кроме того, эмбарго не вводится на поставки по южной ветке трубопровода «Дружба», которая традиционно используется «Татнефтью».

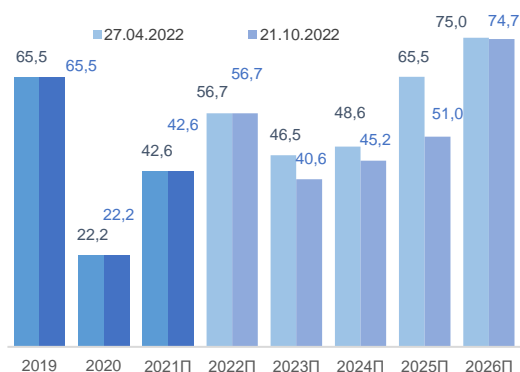
Однако значительное укрепление рубля и снижение прогнозной цены Urals на 2023 г. негативно повлияли на прогнозы и оценку стоимости. Наш прогноз Urals на 2022 г. пересмотрен вниз на 42% в рублях до 5 667/барр., но только на 3,6% в долларах до \$81,9/барр. Прогноз Urals на 2023 г. снижен на 21% в долларах и на 40% в рублях до \$68/барр. и 5 029 руб./барр. соответственно. Другие негативные факторы – вероятное повышение ставки экспортной пошлины на нефть в 2023 г. на 50% относительно плана и продление скорректированного демпфера на бензин на 2023-25 гг.

Мы также осторожно подошли к прогнозу результатов 2 п/г, несмотря на сильные итоги 1 п/г. Отрицательное влияние на них также могут оказать скорректированный демпфер, издержки на переориентацию потоков из ЕС, затраты на интеграцию сервисного бизнеса. Поэтому мы сохраняем прогноз дивиденда на весь 2022 г. – 56,7 руб. – что означает снижение прогнозного дивиденда за 2 п/г на 15% до 24 руб. Дивиденд за 2023 г. -- 40,6 руб., что на 13% ниже апрельского прогноза.

Мы полагаем, что в ноябре 2022 г. будет рекомендован дивиденд за 3 кв. в размере 12 руб./акция. В середине 2023 г. мы ожидаем последнюю выплату за 2022 г. – 12 руб. за 4 кв. 2022 г. В августе 2023 г. мы прогнозируем объявление дивиденда за 1 п/г в размене 55%-60% от общего за 2023 г. – 22,3-24,4 руб. Итого в ближайшие 12 месяца мы ждем выплату 46,3-48,4 руб./акция с доходностью 13,7%-14,4%.

Вероятно, возможности инвестиций за пределами ключевых добывающих активов после 2023 г. будут ограниченными, что способствует росту доли прибыли, возвращаемой акционерам. Мы полагаем, что это возможно уже с 2024 г., а в 2026 г. коэффициент выплат может вырасти до 75%. Для сравнения, по итогам 2018 г. «Татнефть» распределила 100% прибыли по РСБУ и более 90% - по МСФО.

Изменение прогноза дивидендов, руб./акция



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

### Оценка стоимости

Мы оценили справедливую стоимость привилегированных акций «Татнефти» методом дисконтированных дивидендов. Мы использовали ставку дисконтирования 15% -- на 1 п.п. выше, чем в модели ЛУКОЙЛа. Мы используем темп роста в постпрогнозный период (TGR) для Татнефти 1,0%, учитывая ухудшение долгосрочных перспектив для всего нефтегазового сектора. Мы прогнозируем финансовые потоки в номинальных рублях, используя долгосрочный прогноз инфляции 4%. В реальном выражении дивиденд в постпрогнозный период снижается, что отражает снижение рентабельности из-за роста издержек на зрелых месторождениях, а затем и добычи. Полученная целевая цена – 434,9 руб./акция, потенциал роста – 29,0% к предыдущей цене закрытия.

Мы рассмотрели чувствительность целевой цены к ставке дисконтирования и темпу роста в терминальном периоде. При снижении ставки дисконтирования на 1 п.п. до 14% целевая цена растет на 8,2% до 470,4 руб./акция, а при увеличении TGR на 1 п.п. до 2% – на 5,0% до 456,5 руб./акция.

### Оценка акции методом дисконтированных дивидендов

		2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	TV
Выручка	млрд руб.	1265,4	1453	1241	1298	1388	1595	
ЕВITDA	млрд руб.	293,2	374	274	285	296	346	
Чистая прибыль	млрд руб.	198,4	264	189	191	198	232	
Чистая прибыль на акцию	руб.	85,3	113,3	81,3	82,1	85,0	99,6	
Коэффициент дивидендных выплат	%	50%	50%	50%	55%	60%	75%	
Дивиденд на акцию	руб.	42,6	56,7	40,6	45,2	51,0	74,7	
Дивиденд, объявленный в данном году (искл. прошлые)	руб.	-	12,0	42,5	44,0	49,5	68,8	
Ставка дисконтирования	%	-	15%	15%	15%	15%	15%	
Коэфф. дисконтирования	%	-	100%	87%	76%	66%	57%	
Темп роста в постпрогнозный период	%							1,0%
Приведенная стоимость дивидендов в постпрогнозный период	руб.							491
Чистая приведенная стоимость (ЧПД)	руб.	-	12,0	36,9	33,3	32,6	39,3	280,8
Целевая цена акции	руб.		434,9					
Текущая цена акции	руб.		337,0					
Потенциал роста	%		29,0%					

Источник: расчеты «Открытие Инвестиции»

### Основные макроэкономические предположения для прогноза

		2019	2020	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Brent, средняя цена	\$/бarr.	64,2	43,2	71,0	99,5	88,0	83,4	80,6	83,8
Urals, средняя цена	\$/бarr.	63,9	41,4	69,1	81,9	68,0	68,4	70,6	78,8
Urals, средняя цена	RUB/бarr.	4 134	2 986	5 089	5 667	5 029	5 153	5 426	6 206
Средний курс рубля к доллару США	руб./\$	64,7	72,2	73,7	69,2	74,0	75,3	76,9	78,8
Курс рубля к доллару на конец года	руб./\$	61,9	73,9	74,3	69,0	75,0	76,1	77,8	79,7
Инфляция в РФ (CPI), средняя	%	4,5%	3,3%	6,5%	14,0%	6,4%	4,2%	4,0%	4,0%
Инфляция накопленная, 2021 = 100%				100%	114%	121%	126%	131%	137%

Источник: расчеты Открытие Research

### Чувствительность целевой цены (руб./акция) к стоимости капитала и росту в постпрогнозный период

TGR/WACC	12%	13%	14%	15%	16%
-1,0%	461,8	428,7	399,8	374,4	351,9
0,0%	484,9	448,0	416,2	388,4	363,9
1,0%	512,0	470,4	434,9	404,2	377,4
2,0%	543,9	496,5	456,5	422,3	392,7
3,0%	582,3	527,4	481,7	443,1	410,2

Источник: расчеты «Открытие Инвестиции»

### Риски

- Ввод новых ограничений на операции с нефтью и нефтепродуктами из РФ, таких как запрет на страхование и аренду танкеров, в сочетании с «ценовым потолком». Они могут вызвать падение объемов добычи и нефтепереработки, а также цен, глубже наших прогнозов.
- Воплощение в реальность идеи банка качества нефти – риск для цены реализации тяжелых сортов «Татнефти».
- Режим НДС на зрелых месторождениях может не дать ожидаемых результатов по снижению налоговой нагрузки.
- В условиях технологических ограничений растет вероятность геологических осложнений на зрелых месторождениях, которые приведут к падению добычи или вызовут быстрый рост удельных операционных или капитальных затрат.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиций в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/> Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остается актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их.

Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ

[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)

[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Берিশев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования