

11 марта 2011 г.

## Dragon Oil PLC

### Стратегия роста

Адилъ Табылдиев  
atabyldiev@bcc-invest.kz

Dragon Oil PLC 22 февраля 2011 года опубликовала предварительные финансовые результаты за 2011 год, ранее, 20 января 2011 года, были опубликованы производственные итоги 2010 года и обновленные данные по состоянию нефтяных и газовых резервов.

Опубликованные данные несколько превзошли наши прогнозы, в основном за счет отклонения фактической доли Dragon Oil PLC в валовой добыче в соответствии с Соглашением о разделе продукции от прогнозной.

Соответственно, мы скорректировали наш прогноз по объемам реализации нефти компанией, однако, оставили без изменений наш прогноз по валовой добыче.

Мы также скорректировали наш прогноз по среднегодовым ценам марки BRENT в сторону увеличения.

На основе параметров, заложенных в нашу модель, мы получили расчетную справедливую цену акций Dragon Oil PLC £7.40.

Акции Dragon Oil PLC в настоящий момент по отношению к своим сопоставимым аналогам из Казахстана и России торгуются с небольшой премией по коэффициенту «цена/прибыль» и значительным дисконтом по коэффициенту «стоимость предприятия/EBITDA».

Мы определили целевую цену по акциям Dragon Oil PLC на ближайшие 6-12 месяцев на уровне £7.40 за акцию, что предполагает потенциал роста порядка 28% от цены закрытия в четверг, 10 марта 2011 года, – £5.80.

Учитывая потенциал роста, а также относительно высокую ликвидность акций компании на Лондонской Фондовой Бирже, мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Dragon Oil PLC с повышением целевой цены на ближайшие 6-12 месяцев до уровня £7.40 за акцию.

***DGO LN: целевая цена – £7.40,  
Рекомендация – «ПОКУПАТЬ»***

## ОБНОВЛЕНИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

### ПОКУПАТЬ

|                                |                    |
|--------------------------------|--------------------|
| <b>Капитализация</b>           | <b>£2 983 млн.</b> |
| <b>Простые акции</b>           | -                  |
| В составе индекса              | -                  |
| Beta                           | 0.91 (FTSE100)     |
| Диапазон, последние 52 нед.    | £3.62 - £6.06      |
| Последняя цена                 | £5.80              |
| Целевая цена                   | £7.40              |
| Рекомендация                   | ПОКУПАТЬ           |
| <b>Привилегированные акции</b> | -                  |
| Диапазон, последние 52 нед.    | -                  |
| Последняя цена                 | -                  |
| Целевая цена                   | -                  |
| Рекомендация                   | -                  |
| <b>Депозитарные расписки</b>   | -                  |
| Диапазон, последние 52 нед.    | -                  |
| Последняя цена                 | -                  |
| Целевая цена                   | -                  |
| Рекомендация                   | -                  |
| <b>Кредитные рейтинги</b>      | -                  |
| Moody's                        | -                  |
| Standard and Poor's            | -                  |
| Fitch                          | -                  |

## Операционные и финансовые показатели за 2010 год

Dragon Oil PLC 22 февраля 2011 года опубликовала предварительные финансовые результаты за 2011 год, ранее, 20 января 2011 года, были опубликованы производственные итоги 2010 года и обновленные данные по состоянию нефтяных и газовых резервов.

Опубликованные данные несколько превзошли наши прогнозы, в основном за счет отклонения фактической доли Dragon Oil PLC в валовой добыче в соответствии с Соглашением о разделе продукции от прогнозной.

Опубликованные данные приведены в таблице ниже:

### Производственные показатели Dragon Oil PLC

|                                 | 2009FY Ф | 2010FY Ф | изменение | 2010FY П | отклонение |
|---------------------------------|----------|----------|-----------|----------|------------|
| Валовая добыча нефти, млн. бое  | 16.3     | 17.2     | 5%        | 17.9     | -4%        |
| Доля Dragon Oil PLC, %          | 58%      | 61%      | 5%        | 52%      | 17%        |
| Доля Dragon Oil PLC, млн. бое   | 9.5      | 10.5     | 11%       | 9.4      | 12%        |
| Объем реализации, млн. бое      | 10.5     | 10.5     | 0%        | 9.4      | 12%        |
| Средняя цена реализации, \$/бое | \$62     | \$72     | 17%       | \$73     | -1%        |

ИСТОЧНИК: отчетность компании, прогноз BCC Invest

### Отчет о доходах Dragon Oil PLC

|                                 | тыс. долл. США | 2009FY Ф       | 2010FY Ф       | изменение  | 2010FY П       | отклонение |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------|----------------|------------|
| <b>Выручка</b>                  |                | <b>623 480</b> | <b>780 409</b> | <b>25%</b> | <b>683 130</b> | <b>14%</b> |
| Операционные расходы            |                | -309 295       | -292 889       | -5%        | -268 612       | 9%         |
| Прочие доходы                   |                | 260            | 203            | -22%       | 95             |            |
| <b>Операционная прибыль</b>     |                | <b>314 445</b> | <b>487 723</b> | <b>55%</b> | <b>414 613</b> | <b>18%</b> |
| Финансовые доходы               |                | 30 553         | 26 952         | -12%       | 26 388         | 2%         |
| <b>Прибыль до уплаты налога</b> |                | <b>344 998</b> | <b>514 675</b> | <b>49%</b> | <b>441 001</b> | <b>17%</b> |
| КПН                             |                | -85 971        | -128 592       | 50%        | -112 757       | 14%        |
| <b>Чистая прибыль</b>           |                | <b>259 027</b> | <b>386 083</b> | <b>49%</b> | <b>328 244</b> | <b>18%</b> |

Источник: Финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

### Капитальные затраты Dragon Oil PLC

|                         | млн. долл. | 2009FY Ф   | 2010FY Ф   | изменение  | 2010FY П   | отклонение |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Развитие инфраструктуры |            | 159        | 253        | -5%        | 250        | 1%         |
| Буровые работы          |            | 159        | 207        | -5%        | 250        | -17%       |
| <b>Всего</b>            |            | <b>317</b> | <b>460</b> | <b>-5%</b> | <b>500</b> | <b>-8%</b> |

Источник: Финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

### Выдержка из Отчета о движении денежных средств Dragon Oil PLC

|  | тыс. долл. США | 2009FY Ф        | 2010FY Ф        | изменение  |
|--|----------------|-----------------|-----------------|------------|
| <b>Изменение денежных средств</b>                |                | <b>-181 941</b> | <b>-125 653</b> | <b>-5%</b> |
| Денежные средства от Операционной деятельности   |                | 500 305         | 594 707         | -5%        |
| Денежные средства на Инвестиционную деятельность |                | -682 293        | -721 934        | -5%        |
| Денежные средства от Финансовой деятельности     |                | 47              | 1 574           | -5%        |

Источник: Финансовая отчетность компании

*Соответственно, мы скорректировали наш прогноз по объемам реализации нефти компанией, однако, оставили без изменений наш прогноз по валовой добыче.*

Компания также опубликовала данные по запасам нефти и газа. Так, валовые доказанные и вероятные извлекаемые резервы нефти на 31 декабря 2010 года составляли 639 млн. баррелей, газа – 1.6 трлн. кубических футов, а условные валовые ресурсы газа – 1.6 трлн. кубических футов.

## Прогноз производственных и финансовые показатели

При составлении прогноза производственных и финансовых показателей Dragon Oil PLC мы опирались на планы компании по проведению буровых работ и развитию инфраструктуры, а также на производственные планы компании, озвученные в пресс-релизе.

Менеджмент компании планировал увеличить валовую добычу нефти в 2011 году на 10-15% по сравнению с предыдущим годом, и в 2011 – 2013 годы прогнозирует среднегодовой темп роста валовой добычи на уровне 10-15% в год.

Мы оставили без изменения наши прогнозы по валовой добыче нефти, однако, мы изменили допущение, что доля Dragon Oil в валовой добыче нефти на контрактном блоке Челекен составит 60%. Компания не раскрывает точные условия СПП.

Мы также скорректировали наш прогноз по среднегодовым ценам марки BRENT.

В связи с отсутствием достаточной информации мы не включили в прогноз производственных и финансовых показателей Dragon Oil PLC возможную реализацию газа, хотя компания планирует активно развивать проект монетизации условных газовых ресурсов.

Также мы прогнозируем, что эффективная ставка корпоративного налога на прибыль в прогнозируемом периоде сохранится на уровне 25%. Мы не ожидаем существенных изменений налогового режима в Туркменистане и изменений СРП в части налогообложения.

В таблице ниже представлен наш прогноз по производственным и финансовым показателям Dragon Oil PLC до 2015 года:

**Прогноз по основным параметрам операционной деятельности Dragon Oil PLC**

|  | 2009Ф   | 2010Ф   | 2011П   | 2012П    | 2013П    | 2014П    | 2015П   |
|--|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|
| Валовая добыча нефти, млн. boe         | 16.3    | 17.9    | 18.9    | 20.8     | 22.9     | 22.9     | 22.9    |
| Доля Dragon Oil PLC, %                 | 58%     | 52%     | 60%     | 60%      | 60%      | 60%      | 60%     |
| Доля Dragon Oil PLC, млн. boe          | 9.5     | 9.4     | 11.3    | 12.5     | 13.7     | 13.7     | 13.7    |
| Объем реализации, млн. boe             | 10.5    | 9.4     | 11.3    | 12.5     | 13.7     | 13.7     | 13.7    |
| Средняя цена нефти марки BRENT, \$/boe |         |         | \$98.00 | \$101.00 | \$102.00 | \$103.00 | \$90.00 |
| Средняя цена реализации, \$/boe        | \$61.60 | \$73.00 | \$88.00 | \$90.00  | \$91.00  | \$92.00  | \$81.00 |

Источник: Финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

**Прогнозный Отчет о доходах Dragon Oil PLC**

|                                 | тыс. долл. | 2009Ф    | 2010Ф    | 2011П    | 2012П     | 2013П     | 2014П     | 2015П     |
|---------------------------------|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Выручка</b>                  |            | 623 480  | 780 409  | 998 773  | 1 123 619 | 1 249 714 | 1 263 447 | 1 112 383 |
| Операционные расходы            |            | -309 295 | -292 889 | -322 109 | -360 152  | -402 871  | -409 876  | -430 930  |
| <b>Операционная прибыль</b>     |            | 314 185  | 487 520  | 676 663  | 763 467   | 846 843   | 853 571   | 681 453   |
| Прочие доходы                   |            | 260      | 203      |          |           |           |           |           |
| <b>ЕВГ</b>                      |            | 314 445  | 487 723  | 676 663  | 763 467   | 846 843   | 853 571   | 681 453   |
| Финансовые доходы               |            | 30 553   | 26 952   | 26 388   | 26 388    | 26 388    | 26 388    | 26 388    |
| <b>Прибыль до уплаты налога</b> |            | 344 998  | 514 675  | 703 051  | 789 855   | 873 231   | 879 959   | 707 841   |
| КПН                             |            | -85 971  | -128 592 | -175 763 | -197 464  | -218 308  | -219 990  | -176 960  |
| <b>Чистая прибыль</b>           |            | 259 027  | 386 083  | 527 289  | 592 391   | 654 924   | 659 969   | 530 881   |

Источник: Финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

**Прогноз по капитальным затратам Dragon Oil PLC**

|                         | млн. долл. | 2009Ф | 2010Ф | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|-------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Развитие инфраструктуры |            | 159   | 253   | 250   | 250   | 150   | 100   | 100   |
| Буровые работы          |            | 159   | 207   | 250   | 250   | 150   | 100   | 100   |
| Проект монетизации газа |            |       |       | 100   | 50    | 70    | 50    | 50    |
| <b>Всего</b>            |            | 317   | 460   | 600   | 550   | 370   | 250   | 250   |

Источник: Финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

## Оценка акций

Для оценки акций Dragon Oil PLC мы продолжили использовать модель дисконтирования денежных потоков (DCF). В связи с тем, что у компании отсутствует финансовый долг, мы используем метод дисконтирования денежных потоков на акционерный капитал (DCF-FCFFE) вместо метода дисконтирования денежных потоков на предприятие (DCF-FCFFF).

Наша модель оценки акций Dragon Oil PLC методом дисконтирования денежных потоков (DCF-FCFFE) представлена в таблице ниже:

**Dragon Oil PLC**

|  | тыс. долл. | 2009Ф                                   | 2010П    | 2011П    | 2012П    | 2013П    | 2014П    | 2015П            |
|--|------------|---|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| <b>Прибыль до уплаты налога</b>                |            | 344 998                                 | 514 675  | 703 051  | 789 855  | 873 231  | 879 959  | 707 841          |
| + Амортизация                                  |            | 188 558                                 | 176 460  | 204 294  | 224 724  | 247 196  | 247 196  | 260 929          |
| - КПН  |            | -85 971                                 | -128 592 | -175 763 | -197 464 | -218 308 | -219 990 | -176 960         |
| - Инвестиции в оборотный капитал               |            | 48 791                                  | -33 000  | -30 000  | -20 000  | -10 000  | 0        | 0                |
| - Капитальные затраты                          |            | -317 000                                | -460 000 | -600 000 | -550 000 | -370 000 | -250 000 | -250 000         |
| <b>Свободные денежные потоки</b>               |            | 179 376                                 | 69 543   | 101 583  | 247 115  | 522 120  | 657 166  | 541 810          |
| Период   |            |   |          | 1        | 2        | 3        | 4        | 5                |
| Фактор дисконтирования                         |            |   |          | 1.14     | 1.29     | 1.46     | 1.66     | 1.88             |
| Дисконтированные денежные потоки               |            |   |          | 89 496   | 191 806  | 357 037  | 395 913  | 287 576          |
| Безрисковая ставка доходности в Великобритании | 3.06%      | Сумма дисконтированных денежных потоков |          |          |          |          |          | 1 321 828        |
| Ожидаемая рыночная доходность (FTSE100)        | 17.96%     | Терминальная стоимость                  |          |          |          |          |          | 3 433 792        |
| Коэффициент Beta (дневной, 1 год)              | 0.701      | Стоимость предприятия                   |          |          |          |          |          | 4 755 620        |
| Расчетная стоимость акционерного капитала      | 13.51%     | Чистая денежная позиция                 |          |          |          |          |          | 1 336 605        |
| Ожидаемые темпы роста в постпрогнозный период  | 4.00%      | <b>Расчетная капитализация</b>          |          |          |          |          |          | <b>6 092 225</b> |
| Курс GBP/USD                                   | 1.60       | Количество акций в обращении, тыс.      |          |          |          |          |          | 515 229          |
|  |            | Расчетная стоимость акции, USD          |          |          |          |          |          | \$11.82          |
|  |            | <b>Расчетная стоимость акции, GBP</b>   |          |          |          |          |          | <b>£7.40</b>     |

На основе параметров, заложенных в нашу модель, мы получили расчетную справедливую цену акций Dragon Oil PLC вновь на уровне £7.40, что предполагает потенциал роста в 28% от цены закрытия в четверг, 10 марта 2011 года – £5.80.

Акции Dragon Oil PLC в настоящий момент по отношению к своим сопоставимым аналогам из Казахстана и России торгуются с небольшой премией по коэффициенту «цена/прибыль» и значительным дисконтом по коэффициенту «стоимость предприятия/ЕВITDA». По нашему мнению, премия по коэффициенту «цена/прибыль» оправдана более высокими ожидаемыми темпами роста прибыли Dragon Oil PLC по сравнению со своими аналогами, и в будущем эта премия будет расти. В тоже время мы считаем, что дисконт по коэффициенту «стоимость предприятия/ЕВITDA» объясняется значительной денежной позицией (отрицательный чистый долг) компании; чистый долг традиционно используется для расчета показателя «стоимость предприятия» (Enterprise Value, EV); и, по нашему мнению в будущем этот дисконт будет сокращаться.

**Таким образом, мы определили целевую цену по акциям Dragon Oil PLC на ближайшие 6-12 месяцев на уровне £7.40 за акцию.**

## Риски

Риски инвестирования в акции Dragon Oil PLC включают, но не ограничиваются:

- ✓ риск неблагоприятного изменения рыночной цены акций (волатильность);
- ✓ риск невозможности приобрести/реализовать акции без существенной потери стоимости (риск ликвидности);
- ✓ возможное неблагоприятное изменение мировых цен на нефть и газ;
- ✓ возможное отклонение фактических производственных, операционных и финансовых результатов от плановых/прогнозных;
- ✓ возможное неблагоприятное изменение условий Соглашения о разделе продукции (СРП);
- ✓ возможное неблагоприятное изменение налогового режима;
- ✓ политические риски.

## Инвестиционное резюме

По нашему мнению, компания Dragon Oil PLC представляет собой отличный объект инвестирования в разведку месторождений и добычу нефти и газа в Центрально-Азиатском регионе.

Мы считаем необходимым выделить такие положительные качества компании Dragon Oil PLC, как высокий уровень корпоративного управления, прозрачность, четкая последовательная стратегия менеджмента, а также относительно низкий уровень удельных издержек на добычу нефти.

Из негативных сторон необходимо отметить риск страновой концентрации – все добывающие активы компании расположены в одной стране – Туркменистане, и компания в большой степени подвержена страновым рискам, прежде всего политическим.

Мы определили целевую цену по акциям Dragon Oil PLC на ближайшие 6-12 месяцев на уровне £7.40 за акцию, что предполагает потенциал роста 28% от цены закрытия в среду, 10 марта 2011 года – £5.80. Учитывая потенциал роста, а также относительно высокую ликвидность акций компании на Лондонской Фондовой Бирже, мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Dragon Oil PLC с сохранением целевой цены на ближайшие 6-12 месяцев на уровне £6.00 за акцию.

**DGO LN: целевая цена – £7.40,  
Рекомендация – «ПОКУПАТЬ»**

## Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит

Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж

Телефон: +7 (727) 244-32-30, факс: +7 (727) 244-32-31

E-mail: [info@bcc-invest.kz](mailto:info@bcc-invest.kz)

Web: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Управление торговых операций:

Жанар Бигазанова

Телефон: +7 (727) 244-32-30 (прямой), 244-32-32 (вн. 7256)

E-mail: [bigazanovazh@bcc-invest.kz](mailto:bigazanovazh@bcc-invest.kz)

Управление маркетинга и продаж:

Ермек Исаханов

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-32 (вн. 7214)

E-mail: [isahanove@bcc-invest.kz](mailto:isahanove@bcc-invest.kz)

Аналитическое управление:

Адиль Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-32 (вн. 7215)

E-mail: [atabyldiev@bcc-invest.kz](mailto:atabyldiev@bcc-invest.kz)

Аналитические материалы доступны на сайте компании: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Страница в Bloomberg: BССК <GO>

### **Бесплатный телефонный круглосуточный автоматический сервис Auto Call Center (авто справка по банковским вопросам)**

Всю интересующую информацию о продуктах и услугах нашей компании, Вы можете получить в бесплатной круглосуточной телефонно-автоматической справочной службе Auto Call Center.

Позвонив к нам, Вы можете в режиме дозвона на внутренние телефонные номера (авто соединение), прослушать интересующую Вас банковскую информацию, набрав указанный № ячейки (см. информацию ниже)

- Звонок по Казахстану БЕСПЛАТНЫЙ 8- 8000 8000 88 далее \* 5156
- Звонок по Алматы 2 598-598 или 244- 32- 44 далее \* 5156

## Заявление об ограничении ответственности

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО "BCC Invest" рассматривает в качестве достоверных. Однако АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. АО "BCC Invest" не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения АО "BCC Invest". Компания не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

© BCC invest 2010