



ИНВЕСТКАФЕ -  
НЕЗАВИСИМОЕ  
АНАЛИТИЧЕСКОЕ  
АГЕНТСТВО

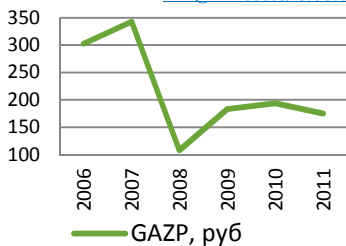
# ГАЗПРОМ

Аналитики – Нефть и Газ

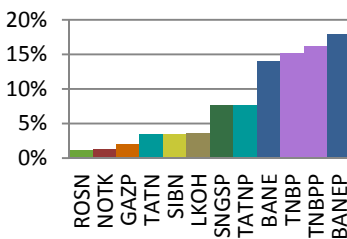
Григорий Бирг, АСА, MiF  
+7 903 720 03 65  
[gb@investcafe.co.uk](mailto:gb@investcafe.co.uk)

Дмитрий Адамидов, к.э.н.  
[da@investcafe.co.uk](mailto:da@investcafe.co.uk)

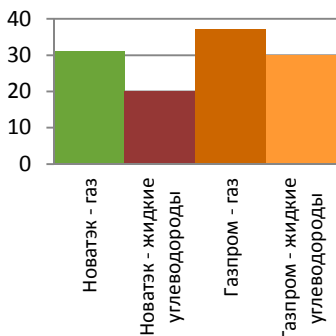
Виталий Михальчук  
[vm@investcafe.co.uk](mailto:vm@investcafe.co.uk)



Дивидендная  
доходность, 2010



Обеспеченность  
запасами, лет



Этим исследованием мы инициируем покрытие ОАО «Газпром». Текущие котировки ценных бумаг компании демонстрируют низкую оценку рынком, в связи с чем рекомендация Инвесткафе по обыкновенным акциям Газпрома — «**покупать**». Целевая цена — **244 руб** с потенциалом роста **39%**.

Монопольное положение Газпрома на российском рынке на ближайшее время непоколебимо и законодательно защищено. Закон предписывает Газпрому безальтернативное владение магистральными газопроводами РФ. Газпром наделен исключительным правом на экспорт природного газа из России как минимум до 2015 года (первые экспортные поставки с «Ямал СПГ» Новатэка и Total должны начаться именно тогда). Одновременно мы ожидаем дальнейшую либерализацию российского рынка газа, которая вместе с плавным ростом цен будет означать сокращение доли Газпрома на российском рынке с текущих 71% до 68%. Вместе с тем российский рынок газа вырастет более, чем на 30% к 2020 году. Таким образом, потеря небольшой части рынка будет компенсирована большими объемами проданного газа.

Закон «О недрах» назначает Газпром чуть ли не единственным бенефициаром всех российских стратегических газовых месторождений вне конкурсов и аукционов по номинальной стоимости. Главный регион добычи на сегодня и в последующие годы — Ямало-Ненецкий автономный округ в Западной Сибири, которая дает группе около 90% газа. Месторождения в регионе истощены, но существующая ресурсная база уже позволяет увеличить добычу газа компании к 2030 году вдвое. Наиболее перспективные новые проекты Газпрома по освоению ресурсной базы — разработка месторождений полуострова Ямал, Восточной Сибири и Дальнего Востока, а также Штокмановского. Мы ожидаем рост добычи до 635 млрд куб м к 2020 году.

Несмотря на то, что компания работает «от рынка», находясь в сильной зависимости от него, Газпром был и остается и крупнейшим поставщиком газа в Европу, его доля на европейском рынке составляет 25% (продажи в 2010: 148 млрд куб. м). Рынки абсолютного большинства стран СНГ-импортеров газа тоже всецело зависимы от поставок Газпрома. Ожидаемый CAGR объемов экспортных продаж на последующие 10 лет — более 4%. У компании имеются внушительные перспективы увеличения поставок газа на азиатский рынок за счет разработки новых месторождений, строительства газопроводов и терминалов по сжижению газа. Мы ожидаем, что поставки в Китай по трубопроводу начнутся в 2016 году и будут составлять в среднем 30 млрд куб. м в год в течение первых 5 лет.

С финансовой точки зрения на Газпром продолжит оказывать давление ситуация с ухудшением позиции компании на главном для нее экспортном рынке Европы. Вряд ли доля Газпрома превысит 30%. Впрочем, принятие курса на переход к «равнодоходным» с Европой внутренним ценам на газ частично нивелирует это негативное влияние. Ввод в строй новых трубопроводных мощностей в обход стран-транзитеров позволят Газпрому в будущем увеличить рентабельность продаж газа.

Подкрепляя наши предположения расчетами, мы присваиваем акциям Газпрома рекомендацию «**покупать**» с целевой ценой в **244 руб.** за акцию.

## Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млрд. руб)	3,597	4,171	5,100	5,648
ЕБИТДА (млрд. руб)	1,534	1,777	2,200	2,504
Чистая прибыль (млрд. руб)	981	1,114	1,412	1,608
Рентабельность ЕБИТДА (%)	43%	43%	43%	44%
Чистая рентабельность (%)	27%	27%	28%	28%
EPS (руб)	41.45	47.08	59.64	67.94
DPS (руб)	3.85	5.55	8.52	11.41
P/E (x)	4.7	3.7	2.9	2.6
EV/S	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/ЕБИТДА (x)	3.6	3.0	2.5	2.3
ROE (%)	16%	15%	16%	16%
Цена Urals (\$/bbl)	90	96	105	110
Free Cash Flow (млрд. руб)	(156)	175	260	178

## Акции компании, GAZP

Целевая цена – ао	руб.	244
Текущая цена – ао (Декабрь 2011)	руб.	175
Потенциал – ао	%	39
Кол-во обыкн. акций	млн.	23,6 74
Free Float – ао	%	40%
Рыночная капитализация	млрд. руб	4,147
Текущая Enterprise Value	млрд. руб	5,022

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

