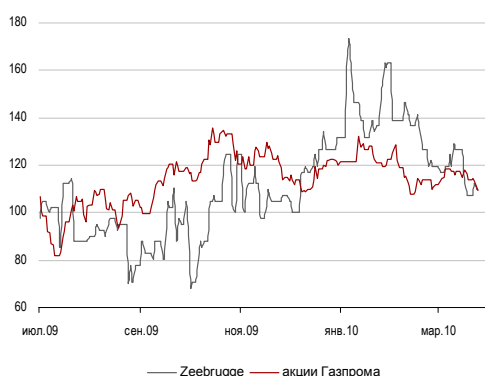


Газпром: спотовые цены под пристальным вниманием

Последние события на европейском газовом рынке (сохраняющийся высокий спрэд между оптовыми и спотовыми ценами, корректировка некоторыми газопроизводителями условий долгосрочных контрактов и т. п.) заставляют нас еще раз внимательно посмотреть на перспективы развития компании «Газпром». Отмечая негативное влияние низких спотовых цен на текущие котировки акций GAZP, мы, тем не менее, полагаем, что опасения инвесторов относительно влияния данного фактора на будущие денежные потоки концерна являются преувеличенными. По нашим оценкам, даже в случае если 30 % от экспортируемого Газпромом газа будет продаваться по спотовым ценам (наш новый базовый сценарий), то таргет по бумагам концерна составит \$ 8.16 за одну акцию. При этом мы полагаем, что возможности дальнейшего увеличения уровня добычи shale gas (одна из основных причин, создавших переизбыток предложения на газовом рынке) в условиях нынешних цен является ограниченными.

На основании проведенных корректировок нашей финансовой модели концерна мы несколько снижаем наш таргет по акциям Газпрома (с \$ 8.91 до \$ 8.16), сохраняя рекомендацию «покупать». Мы по-прежнему полагаем, что бумаги GAZP имеют существенный фундаментальный потенциал для роста, а основные условия реализации внутренней стоимости концерна – это не только приток «новых» денег на российский фондовый рынок, но и осознание инвесторами того факта, что влияние европейских спотовых цен на денежные потоки Газпрома ограничено.

Динамика спотовых цен на газ Zeebrugge и акций Газпрома, %



Источники: Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Акции

Нефть и газ

Борисов Денис

Borusov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	GAZP
Цена акции \$	5.96
Капитализация млн. \$	140 713
EV млн. \$	187 268
Целевая цена \$	8.16
Потенциал %	37%
Рекомендация	покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

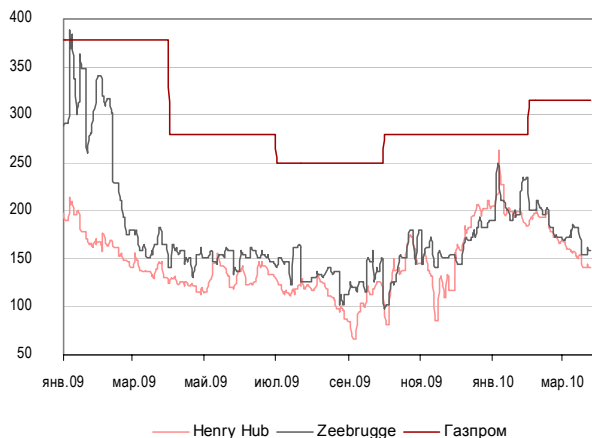
в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	141 472	103 660	119 566
ЕБИТДА	62 486	37 125	44 102
Прибыль	29 868	22 264	27 726
EV/ЕБИТДА	3.0	5.0	4.2
EV/S	1.3	1.8	1.6
P/E	4.7	6.3	5.1
Рентабельность			
По ЕБИТДА	44.2%	35.8%	36.9%
Чистая	21.1%	21.5%	23.2%

Акционеры

	Доля%
Государство	50.0%
The Bank of New York	23.6%
E.ON	4.0%
компани	7.0%
Прочие	15.4%

По завершении трех месяцев 2010 г. ситуация на газовом рынке в Европе остается во власти покупателей: избыточное предложение «голубого топлива» оказывает сильное давление на цены, что приводит к сохранению высокого спреда между оптовыми и спотовыми ценами.

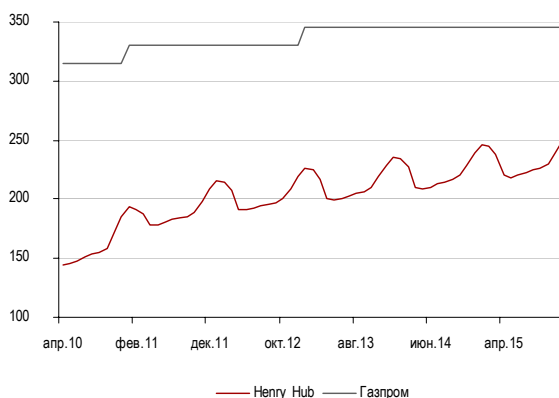
Динамика контрактных и спотовых цен на газ в ЕС, \$ за 1 тыс. куб. м



Источники: Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика форвардных контрактов указывает на ожидания участников рынка по сокращению ценовой диспропорции, однако пока заявления Газпрома о возможном устранении дисбаланса к 2012 г. по-прежнему вызывают сомнения у инвесторов.

Динамика прогнозных контрактных цен Газпрома и фьючерсных цен на газ в ЕС, \$ за тыс куб м



Источники: Bloomberg, данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

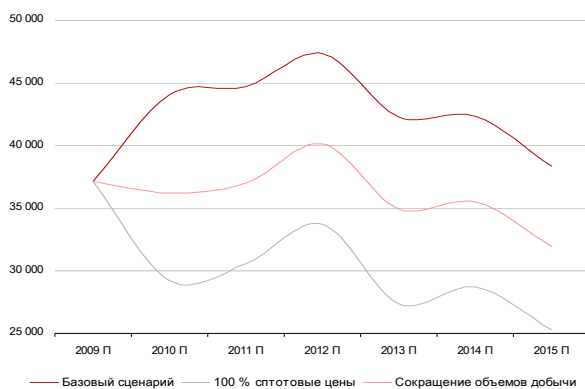
Мы полагаем, что именно приведенные выше графики являются основным ответом на вопрос, почему не растет капитализация Газпрома. При этом сохраняющийся низкий уровень спотовых цен приводит к формированию у участников рынка следующих убеждений:

- Газпром пересмотрит свои ценовые параметры по продажам сырья в Европе в сторону понижения (за счет привязки стоимости продаваемого природного газа к спотовому рынку).
- Газ, поставляемый из РФ, не сможет выдержать ценовую конкуренцию, и, как следствие, доля Газпрома на европейском рынке будет неуклонно снижаться.

Мы оценили потенциальное влияние каждого из указанных факторов на денежные потоки компании и пришли к выводу, что в случае если 100 % реализуемого Газпромом газа будут привязаны к цене спот, то, по нашим оценкам, это приведет к снижению ожидаемого показателя EBITDA концерна к 2015 г. с \$ 38 млрд до \$ 25 млрд (таргет снизится до \$ 2.7)

В случае если Газпром не пойдет ни на какие уступки европейским потребителям, то, по нашим оценкам, минимально возможные объемы продаж в ближайшие годы не упадут ниже уровня 110-120 млрд (остальной «высвобождаемый» газ ЕС может получать из других источников, прежде всего за счет LNG-поставок). При таких условиях прогнозная EBITDA концерна к 2015 г. составит \$ 32 млрд (таргет \$ 5).

EBITDA Газпрома при различных сценариях, \$ млн



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что мы не рассматриваем сценарий сокращения Газпромом собственной добычи, хотя в случае резкого падения спроса компания будет стараться сокращать объемы закупок среднеазиатского газа (потенциал снижения закупок оценивается нами в 20-30 млрд куб. м ежегодно).

При этом мы отмечаем, что реализация обоих сценариев в полном объеме (т.е. при одновременном существенном снижении и цен, и объемов) является крайне маловероятной. Это связано со следующими факторами:

Фактор №1

В основе возникновения ценовой диспропорции на европейском рынке лежит рост объема добычи shale gas (сланцевого газа) в США (за счет этого происходит переориентация поставок LNG с американского рынка в Европу, создавая избыток предложения). В настоящее время на территории Северной Америки располагается 24 месторождения сланцевого газа с оцениваемыми извлекаемыми запасами на уровне 20-25 трлн куб. метров (сопоставимо с запасами самого Газпрома, оцениваемыми в объеме 33 трлн куб. м), при этом уровень добычи метана из сланцев в США вырос с 9 млрд куб. м в 1998 году до 100-120 млрд куб. м в 2009 г. (примерно 15 % от общей добычи газа в США). Логично было бы предположить, что столь высокие темпы прироста добычи shale gas при высоком уровне его запасов приведут к отказу США от импорта природного газа – как следствие, ожидаемый маржинальный объем с североамериканских LNG-терминалов (оценивается нами примерно в 50 млрд куб. м) будет направлен в ЕС. Однако ситуация далеко не так однозначна, как ее в последнее время преподносят некоторые эксперты: наиболее рентабельные американские проекты по добыче shale gas (Barnett, Haynesville и др., т.е. те, которые окупаются при нынешних спотовых ценах) уже введены в разработку, при этом «точка безубыточности» для значительного количества новых аналогичных проектов находится на уровне \$ 6.0-8.0 за MMBtu (\$ 210-280 за 1 тыс. куб. м) Соответственно, экономически вновь вводимые проекты по производству сланцевого газа будут конкурировать не только друг с другом, но и с LNG-поставками, окупаемость которых происходит при более низких ценах (порядка \$ 5-6 за MMBtu). В итоге мы полагаем, что дальнейшее перенаправление импортного LNG-газа из США в ЕС в полном объеме является маловероятным, и, следовательно, диспропорции между спросом и предложением на европейском рынке будут постепенно нивелироваться.

Фактор №2

В экспортных контрактах Газпрома зафиксированы уровни take or pay, которые призваны обезопасить Газпром от резкого падения объемов экспорта в случае снижения общего спроса в ЕС на среднесрочном временном интервале. Прошлогоднее уменьшение доли российского газа в балансе европейских стран было вызвано не только и не столько краткосрочно-спекулятивными факторами, сколько январским конфликтом Газпрома с Украиной, приведшим к остановке поставок. Динамика добычи газа в РФ с начала 2010 г. свидетельствует о восстановлении объемов производства Газпрома, которое является следствием нормализации экспортных поставок.

Динамика добычи Газпрома, % год к году



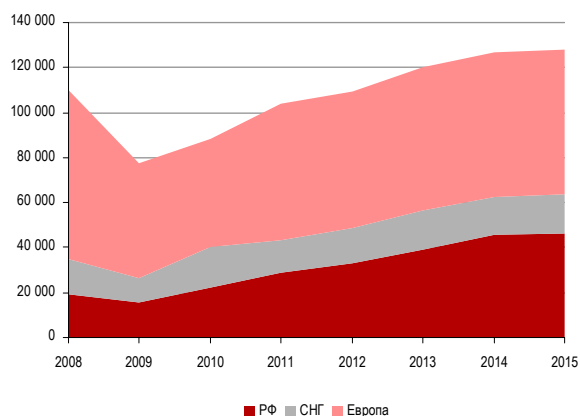
Источники: Reuters, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В конечном итоге мы полагаем, что с учетом относительно невысокой доли спотового рынка в общем балансе европейского спроса и озабоченности зарубежных потребителей относительно надежности поставок природного газа из РФ в средне- и особенно долгосрочной перспективе, масштабного пересмотра уровней take or pay не произойдет. При этом, даже если Газпром и пойдет на какие-либо уступки европейским потребителям (что вовсе не выглядит очевидным), то привязка цен к спотовому рынку не будет 100%-ной.

Также мы по-прежнему обращаем внимание на то, что высокие темпы роста цен на внутреннем рынке являются важным конкурентным преимуществом газовиков. По нашему мнению, инвесторы недооценивают значение внутреннего рынка для будущего развития компаний сектора, а ведь именно рост выручки на внутреннем рынке является ключевым для дальнейшего увеличения доходов Газпрома.

Наш прогноз по структуре выручке Газпрома выглядит представлен на нижеприведенном графике.

Выручка от продаж газа Газпрома по направлениям, \$ млрд



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Для актуализации оценки справедливой стоимости акций Газпрома мы внесли следующие корректировки в нашу финансовую модель концерна:

1. Снизили наш прогноз по экспортным ценам Газпрома за счет увеличения доли спотовой составляющей в контрактных ценах на экспортный газ с 10 % до 30 %;
2. Изменили прогноз по динамике внутренних тарифов в соответствии с последними предложениями Газпрома;
3. Пересмотрели прогнозы по объемам закупок среднеазиатского газа в соответствии с последними договоренностями Газпрома;
4. Скорректировали уровень капитальных вложений Газпрома исходя из планов менеджмента концерна, озвученных на Дне инвестора;
5. Увеличили наш прогноз по транспортным расходам;
6. Снизили WACC с 11.3% до 11.0% за счет уменьшения безрисковой ставки, вследствие улучшения конъюнктуры на финансовых рынках.

В результате мы получили таргет по акциям GAZP на уровне \$ 8.16 и сохраняем рекомендацию «покупать».

Сравнение нового и старого прогноза по финансовым показателям Газпрома				
\$, млн	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
ЕБИТДА, новый прогноз	37 125	44 102	44 680	47 337
ЕБИТДА, старый прогноз	35 361	55 127	60 685	68 220
Чистая прибыль, новый прогноз	24 600	27 726	27 889	28 919
Чистая прибыль, старый прогноз	21 982	35 530	39 335	44 369
Денежные потоки от операций, новый прогноз	30 222	37 896	36 390	38 819
Денежные потоки от операций, старый прогноз	31 605	41 218	51 472	52 782

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отчет о прибылях и убытках

	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	79 326	94 837	141 472	103 660	119 566	135 817	144 271	157 570	166 291
Операционные расходы	44 102	59 886	78 985	66 534	75 464	91 138	96 933	115 309	123 898
Амортизация	6 172	7 185	7 840	5 920	8 649	9 212	10 464	11 555	12 717
Операционная прибыль	28 114	27 767	54 646	31 205	35 453	35 467	36 873	30 707	29 676
ЕВИТДА	34 286	34 951	62 486	37 125	44 102	44 680	47 337	42 261	42 392
Чистые процентные расходы	269	62	526	1 357	1 559	1 361	1 434	1 349	1 386
Прочие расходы (доходы)	- 1 296	- 8 465	12 646	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000
Прибыль до налогов	31 554	36 170	41 474	31 848	35 894	36 106	37 439	31 357	30 289
Налоги на прибыль	8 095	8 971	10 463	6 370	7 179	7 221	7 488	6 271	6 058
Доля миноритариев	852	1 446	1 144	878	990	996	1 033	865	835
Чистая прибыль	22 608	25 753	29 868	24 600	27 726	27 889	28 919	24 221	23 396

Баланс

	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	10 225	16 011	12 501	10 941	14 318	9 370	8 358	6 079	4 142
Дебиторская задолженность	25 144	28 414	23 006	24 941	35 823	40 692	43 225	47 210	49 822
Запасы	7 879	9 998	9 426	10 228	12 605	14 318	15 209	16 611	17 530
Прочие оборотные активы	13 049	9 392	8 574	9 431	10 374	11 412	12 553	13 808	15 189
Основные средства	115 267	142 200	136 844	139 544	159 970	184 519	206 371	228 405	249 635
Прочие внеоборотные активы	30 105	70 710	53 640	56 066	56 627	57 193	57 765	58 343	58 926
Итого активы	201 668	276 725	243 992	251 151	289 718	317 504	343 481	370 456	395 245
Кредиторская задолженность	15 121	22 775	17 840	14 330	28 562	34 075	36 468	43 078	46 389
Краткосрочный долг	11 041	21 410	15 000	16 742	15 963	14 396	12 832	12 697	12 697
Прочие краткосрочные обязательства	6 504	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочный долг	25 383	39 982	31 423	33 166	32 387	30 820	29 255	28 041	28 041
Прочие долгосрочные обязательства	16 395	16 846	12 505	6 698	9 325	11 614	14 198	16 582	19 087
Капитал и резервы	127 224	175 713	167 224	180 216	203 482	226 598	250 728	270 057	289 031
Итого пассивы	201 668	276 725	243 992	251 151	289 718	317 504	343 481	370 456	395 245

Отчет о движении денежных средств

	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	29 052	27 767	54 646	31 205	35 453	35 467	36 873	30 707	29 676
Налоги на прибыль	8 095	8 971	10 463	6 370	7 179	7 221	7 488	6 271	6 058
Амортизация	6 172	7 185	7 840	5 920	8 649	9 212	10 464	11 555	12 717
Изменение оборотного капитала	- 5 940	- 2 557	- 11 149	- 534	973	- 1 069	- 1 031	1 223	- 221
Денежные потоки от операций	21 190	23 424	40 875	30 222	37 896	36 390	38 819	37 213	36 113
Капиталовложения	- 18 029	- 22 763	- 31 801	- 23 659	- 28 500	- 33 432	- 31 913	- 33 251	- 33 629
Прочие доходы (инвестиции)	- 1 015	- 12 340	- 4 364	- 8 621	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000
Денежные потоки от инвестиций	- 18 881	- 34 919	- 36 011	- 32 280	- 30 500	- 35 432	- 33 913	- 35 251	- 35 629
Свободные денежные потоки	2 353	- 11 496	4 863	- 2 058	7 396	957	4 906	1 962	485
Изменение долга	3 224	14 596	474	3 485	- 1 559	- 3 133	- 3 129	- 1 349	-
Дивиденды	1 249	2 713	2 734	2 987	2 460	2 773	2 789	2 892	2 422
Чистые денежные потоки	4 327	387	2 603	- 1 560	3 377	- 4 948	- 1 012	- 2 279	- 1 937

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	79 326	94 837	141 472	103 660	119 566	135 817	144 271	157 570	166 291
Темп роста (%)	62%	20%	49%	-27%	15%	14%	6%	9%	6%
ЕБИТДА	34 286	34 951	62 486	37 125	44 102	44 680	47 337	42 261	42 392
Рентабельность (%)	43%	37%	44%	36%	37%	33%	33%	27%	25%
ЕБИТ	28 114	27 767	54 646	31 205	35 453	35 467	36 873	30 707	29 676
Рентабельность (%)	35%	29%	39%	30%	30%	26%	26%	19%	18%
-Налоги на прибыль	8 095	8 971	10 463	6 370	7 179	7 221	7 488	6 271	6 058
НОРАТ	20 020	18 796	44 183	24 835	28 274	28 246	29 385	24 435	23 618
+ Амортизация	6 172	7 185	7 840	5 920	8 649	9 212	10 464	11 555	12 717
- Капвложения	-18 029	-22 763	-31 801	-32 280	-30 500	-35 432	-33 913	-35 251	-35 629
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-5 940	2 265	1 045	-534	973	-1 069	-1 031	1 223	-221
Чистый денежный поток	2 223	5 483	21 268	-2 058	7 396	957	4 906	1 962	485

Основные предположения

WACC	11.0%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	5.5%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.3%
Целевой уровень D/(E+D)	35.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.43
Безрисковая ставка	5.5%
Стоимость капитала	12.8%
Стоимость долга	9.4%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	7.5%
WACC	11.0%

Конечный темп роста (%)

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	26 540
Конечная стоимость	314 920
Приведенная конечная стоимость	187 144
Стоимость денежных потоков	213 684
Текущий чистый долг (наличность)	46 555
Чистая стоимость компании	167 129
Стоимость инвестиций	25 610
Количество акций (млн.)	23 608
Цель на начало 2009 г., \$	8.16

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
5.5%	15.40	13.39	11.79	10.48	9.40	8.49	7.71
5.0%	13.64	12.01	10.68	9.58	8.65	7.86	7.18
4.5%	12.24	10.89	9.76	8.82	8.01	7.31	6.71
4.0%	11.10	9.95	8.99	8.16	7.45	6.84	6.29
3.5%	10.14	9.16	8.32	7.60	6.97	6.42	5.93
3.0%	9.34	8.48	7.74	7.10	6.54	6.04	5.60
2.5%	8.65	7.89	7.24	6.67	6.16	5.71	5.30

Специфический риск эмитента

	1.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.5%
Конфликт акционеров	0.5%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

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 Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные 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 единственно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств 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. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.