

Газпром: Начало покрытия

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мы начинаем аналитическое покрытие Газпрома – крупнейшей российской нефтегазодобывающей компании. Мы проанализировали финансовые и операционные показатели концерна, ситуацию на мировом рынке нефти и газа, а также дальнейшие перспективы работы компании на внешнем и внутреннем рынках. По результатам проведенного исследования наша прогнозная цена акций Газпрома составляет \$10.3 за акцию, что соответствует рекомендации «покупать» с потенциалом роста 39%.

- **Позиция Газпрома на внешних рынках улучшается, но все еще вызывает серьезные опасения.** 2010 год показал, что восстановление спроса на газ в Европе до докризисного уровня происходило без участия Газпрома: рост добычи сланцевого газа в США и избыток предложения СПГ в Европе сделали контрактный газ неконкурентоспособным. Анализ текущей ситуации на рынке говорит о сближении спотовых и контрактных цен, тем не менее, мы не ожидаем, что спред между ними сожмется в ближайшие годы. Возможность выхода на китайский рынок газа в принципе мы рассматриваем как маловероятную.
- **Либерализация внутреннего рынка газа под вопросом.** Цена на газ на внутреннем рынке будет индексироваться на 15% в год в ходе либерализации рынка, тем не менее, по ряду заявлений чиновников, есть большая вероятность того, что тарифы Газпрома будет индексироваться на величину инфляции плюс 2%. В таком случае о либерализации внутреннего рынка газа можно будет забыть.
- **Удвоение ставки НДС в 2012 г. сильно ухудшит показатели концерна.** Минфин одержал серьезную победу в борьбе с Газпромом, значительно увеличив ставку НДС на 2012–2014 гг. Повышение налоговой нагрузки существенно снизит рентабельность компании, и, по словам представителей Газпрома, к 2014 г. сделает нерентабельной добычу на старых месторождениях.
- **Развитие производства СПГ под большим вопросом.** Основной СПГ проект Газпрома – Штокман, уже несколько раз отодвигался в сроках. Сланцевая революция в США привела к тому, что основные рынки сбыта СПГ Штокмана – США и Канада, больше не являются привлекательными. В среднесрочной перспективе мировой рынок СПГ будет «залит» поставками газа из Катара и Австралии, что создаст серьезную конкуренцию будущим СПГ проектам в РФ. Исходя из вышесказанного, логично ставить вопрос о целесообразности реализации Штокмана в принципе.
- **Инвестпрограмма Газпрома может свести к нулю свободный денежный поток компании.** Согласно заявлениям менеджмента компании, инвестпрограмма составит в 2011 г. 1.2–1.3 трлн руб. и сохранится на этом уровне в течение следующих 2 лет. Эти цифры приводятся с учетом НДС, т.е. очищенные от НДС капитальные затраты составят около \$37 млрд в год. Продолжение роста капитальных затрат сведет свободный денежный поток Газпрома к минимуму в последующие несколько лет. Окончательная величина будет зависеть от потребности компании в оборотных средствах: изменение чистого оборотного капитала было отрицательным в 2010 г. несмотря на значительный рост выручки, что существенно увеличило свободный денежный поток за год.
- Мы не видим ни одного позитивного фундаментального фактора, который мог бы способствовать росту капитализации компании. Потенциал роста акций Газпрома связан с его дешевизной по сравнению с российскими нефтегазовыми компаниями. Реализация этого потенциала не сможет переместить Газпром из категории недооцененных компаний.

Тикер (ММВБ)	GAZP
Текущая цена	\$7.4
Целевая цена	\$10.3
Потенциал роста	+39%
Рекомендация	Покупать

Депозитарные расписки

Тикер (LSE)	OGZD
Соотношение акции к ГДР	2:1
Текущая цена	\$14.3
Целевая цена,	\$20.6
Потенциал роста	+44%
Рыночная капитализация, \$ млрд	175
EV, \$ млрд	204
Доля акций в свободном обращении	44%
Количество обыкновенных акций, млн	23 674

Финансовые показатели по US GAAP

\$ млрд	10	11П	12П	13П
Выручка	118	146	153	159
ЕВITDA	45	58	53	52
Рентабельность ЕВITDA	38%	40%	35%	33%
Чистая прибыль	32	43	38	36
Чистая рентабельность	27%	29%	25%	22%
Прибыль на акцию, \$	1.3	1.8	1.6	1.5

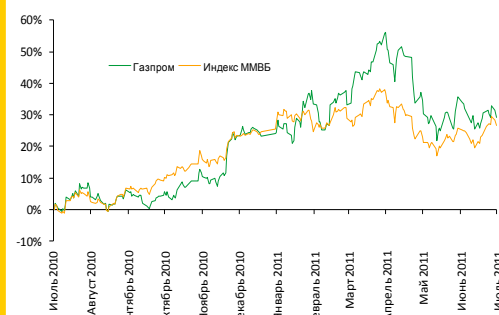
Мультипликаторы

	10	11П	12П	13П
EV/S	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/ЕВITDA	4.6	3.5	3.8	3.9
EV/FCFF	14	29	21	34
P/E	5.5	4.1	4.7	4.9

Структура акционерного капитала



Динамика акций за год



Источник: Bloomberg

ОСНОВНЫЕ РЫНКИ И ДРАЙВЕРЫ КОМПАНИИ

Экскурс в историю

После ряда успешных лет, предшествующих кризисному 2009 году, позиции Газпрома на международном газовом рынке заметно пошатнулись, что во многом было вызвано недооценкой Газпромом перспектив развития добычи сланцевого газа в США и нежеланием пересматривать ценообразование поставок крупнейшим потребителям Европы. Всплеск добычи сланцевого газа в США увеличил предложение газа в регионе на 28 млрд м³ в 2009 году и переориентировал поставки СПГ из США в Европу. На этом фоне значительный рост мощностей по сжиганию газа в Катаре привел к тому, что европейский рынок за 2009–2010 гг. буквально оказался «залит» дешевым катарским газом. Мировой финансовый кризис, острая фаза которого пришлась на 2009 год, сократил потребление газа в Европе, обрушив спотовые цены на голубое топливо. Это привело к образованию широкого спреда между спотовыми ценами и контрактными ценами Газпрома, которые все еще отражали рекордные цены на энергоресурсы 2008 года. Крупнейшие потребители газа Европы снизили до допустимого контрактами минимума покупки газа у Газпрома. Таким образом, за один лишь 2009 год объем экспорта в дальнее зарубежье Газпрома сократился на 12% с 168 млрд м³ до 148 млрд м³ газа, а выручка от продаж в дальнее зарубежье уменьшилась на треть. Россия потеряла первое место по добычи газа в мире, пропустив вперед США. Судьба крупнейших проектов Газпрома, такие как Штокман и Бованенково, оказались во власти неопределенности: потеря приоритетного для Штокмана рынка США и снижение рыночной доли на ключевом для Газпрома европейском рынке поставили под вопрос реализацию этих проектов и обусловили перенос их сроков выполнения. В то время как спотовые цены продолжали оставаться на более низких уровнях относительно контрактных цен, Газпром не менял ценовую политику, предпочитая продавать меньше газа по большим ценам. В итоге восстановление спроса на газ в Европе в 2010 году происходило без участия Газпрома: в то время как потребление газа в Европе выросло на 7.6%, объем поставок Газпрома в Европу практически не изменился по сравнению с 2009 годом.

Сланцевая революция. Как все начиналось

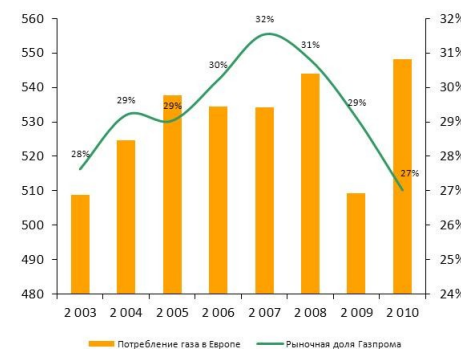
Сланцевой революцией принято называть не сам факт разработки сланцевых месторождений, о которых было известно и ранее, а технологический прогресс в разработке методов добычи, который привел к существенному снижению себестоимости добычи сланцевого газа. Прорыв во многом был обусловлен развитием методов горизонтального бурения и гидроразрыва пласта. Однако, эти методы применимы далеко не везде, так как связаны с впрыскиванием в почву химической жидкости, что может привести к загрязнению окружающей среды и отравлению водных запасов в частности. В этом плане добыча сланцевого газа в Европе выглядит не столь оптимистично, как это происходит в США, ввиду более плотной заселенности Европы.

С 2007 по 2009 гг. добыча сланцевого газа в США увеличилась в 2.4 раза до 87 млрд м³, что составило 15% общей добычи газа в США в 2009 году. В течение этих трех лет практически весь прирост добычи газа в США приходился на сланец.

К 2010 году образовавшийся избыток предложения газа на внутреннем рынке США привел к сокращению цен на газ внутри страны, несмотря на рост потребления газа на 5.6% в 2010 г.

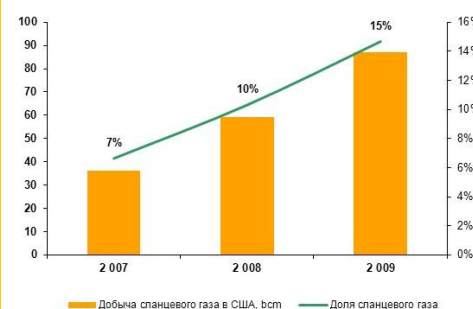
Рост добычи из нетрадиционных источников привел к ее сокращению на группе высокотратных традиционных месторождений и перенаправлению поставок СПГ из США в Европу. В некоторые периоды США реэкспортировали СПГ, однако объемы поставок были незначительными. Всего в 2010 году США реэкспортировали около 1 млрд м³ СПГ.

Потребление газа в Европе (млрд м³) и рыночная доля Газпрома



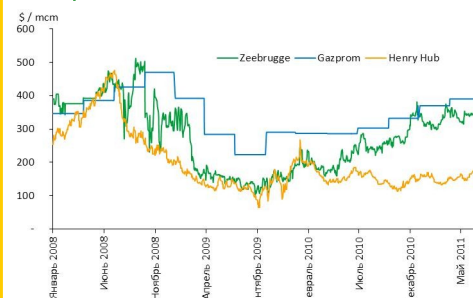
Источник: BP statistical review, Газпром, расчеты АК БАРС Финанс

Добыча сланцевого газа (млрд м³) и его доля в общей добычи газа в США



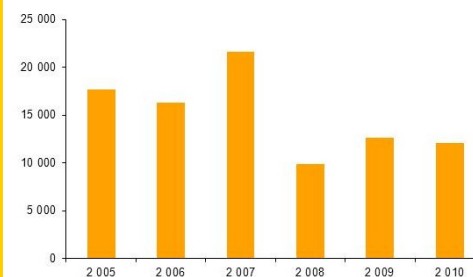
Источник: BP statistical review, U.S. Energy Information Administration, расчеты АК БАРС Финанс

Цена на газ на Henry Hub (США), Zeebrugge (Европа) и средняя контрактная цена Газпрома



Источник: Bloomberg, Газпром, расчеты АК БАРС Финанс

Импорт СПГ в США, млн м³



Источник: U.S. Energy Information Administration

При текущих темпах роста добычи сланцевого газа вполне целесообразно ожидать снижение импорта СПГ в США до нуля в долгосрочной перспективе и, как следствие, увеличение предложения газа на мировых рынках на уровне текущего импорта США – 12 млрд м³ СПГ в год.

Начало стабильных поставок газа из США на экспорт на данный момент выглядит невероятным, тем не менее, три СПГ терминала в США (Freeport, Sabine Pass и Cameron) уже имеют разрешение правительства страны и технические возможности реэкспортировать СПГ.

Европейский рынок газа

Потребление газа в Европе сократилось на 6.4% в 2009 году на фоне углубляющегося мирового финансового кризиса. Цена на газ Газпрома, определяющаяся с лагом в 9 месяцев относительно корзины нефтепродуктов, все еще отражала рекорды, поставленные в 2008 году, когда цена на нефть марки Brent пробила отметку в \$140 за баррель. В 2009 году спотовая цена на газ находилась под сильнейшим давлением двух факторов: снижения спроса на газ и роста поставок газа из Катара.

В 2010 г. мировая экономика постепенно восстанавливалась, спрос на газ по итогам 2010 года вырос на 7.6% или на 39 млрд м³ по сравнению с 2009 годом. Половина этого роста пришлось на дополнительные поставки СПГ, которые увеличились в 2010 г. на 19 млрд м³.

Добыча газа в России в 2010 году выросла на 11.6%, однако экспорт в Европу остался на уровне 2009 года. В результате жесткой ценовой политики Газпрома, несмотря на восстановление спроса на газ в Европе до докризисных уровней, Газпром не смог ни нарастить объем поставок, ни остановить снижение рыночной доли в регионе.

В текущем году ситуация на европейском рынке газа изменилась, но незначительно. Спред между спотовыми и контрактными ценами несколько сузился, тем не менее избыточное предложение СПГ в Европе привело к стагнации спотовых цен.

Трагические события в Японии, в результате которых страна сократила свои атомные мощности и увеличила импорт СПГ, не привели к ожидаемому сокращению предложения СПГ в Европе: на графике цен видно, что мартовские события в Японии вызвали всплеск спотовых цен на газ в Европе, но вскоре скорректировались обратно.

Согласно оценке консалтинговой ассоциации CERA, потеря атомных мощностей в результате землетрясения в марте составила 12 млн мегаватт; по оценке различных экспертов, для того чтобы компенсировать выпадение этих мощностей, импорт дополнительного СПГ в течение ближайших лет увеличится на 12 млрд м³. Для сравнения – одна лишь Австралия только к 2015 г. планирует нарастить производство СПГ на 45 млрд м³, а общая сумма СПГ проектов страны превышает \$200 млрд. Поэтому мы считаем, что влияние японского фактора сильно ограничено и не может являться весомым драйвером роста цен на СПГ.

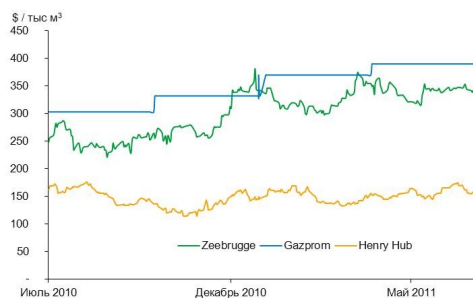
В июне парламент Германии проголосовал за отказ от атомной энергии. Реализацию программы планируется осуществить до 2022 года. Суммарные атомные мощности Германии составляют 21.5 млн мегаватт. По аналогии с Японией, дополнительный объем импорта газа в Германии должен составить 21.5 млрд м³ или четверть текущего потребления газа в стране. Однако, данная ситуация не говорит об однозначной выгоде для Газпрома: во-первых, цифра относится к 2022 году, что уже несет в себе неопределенность в результате значимости временного фактора; во-вторых: далеко не факт, что Германия будет закупать газ у Газпрома, т.к. возможно продолжение текущей ситуации, когда на рынке предостаточно нетрубопроводного газа.

Экспорт СПГ в Европу (млрд м³)

	2008	2009	2010
Экспорт СПГ в Европу	55	69	88
Экспорт из Катара	40	49	76
Экспорт из Катара в Европу	8	19	28

Источник: BP statistical review

Цена на газ на Henry Hub (США), Zeebrugge (Европа) и средняя контрактная цена Газпрома



Источник: Bloomberg, Газпром, расчеты АК БАРС Финанс

В течение 2011 года спотовая цена на газ в Европе и США находилась в боковом тренде. В среднесрочной перспективе наиболее актуальными вопросами останутся распределение поставок СПГ, производимого в Катаре и Австралии между АТР и Европой и последствия отказа Германии от использования мирного атома. Катар и Австралия обладают наибольшим потенциалом увеличения мощностей по сжижению газа. Их основной рынок – страны АТР, однако присутствует неопределенность, сможет ли рост потребления газа в этих странах соответствовать росту производства СПГ, и не получится ли, что предложение СПГ в Европе продолжит восходящий тренд.

Сегодня ясно, что экспорт газа из Катара подорвал позицию Газпрома в Европе даже при том, что Европа не является приоритетным рынком для Катара.

Исходя из вышесказанного, на наш взгляд, пока рано говорить об уравнивании спотовых и контрактных цен, и вероятнее всего, исчезновение спреда между ними – вопрос не одного года. Тем не менее, определенный прогресс в этом направлении наметился.

Рынок Китая

На протяжении всего времени сотрудничества России и Китая в области поставок газа присутствовали непреодолимые препятствия для заключения контрактов на долгосрочной основе. В начале 90-х, когда цены на нефть держались на уровне \$20, Китай не был заинтересован в поставках со стороны России ввиду избытка предложения газа и низкого спроса: Китай потреблял около 17 млрд м³ в год. В 2000-х, когда цены на нефть взяли восходящий тренд, а потребление газа в Китае набирало стремительные обороты, стороны вернулись к переговорам. Тем не менее, результатов они не принесли: Россия заключила долгосрочные поставки с европейскими потребителями газа, а интерес к Китаю пропал, т.к. последний отказывался платить равнодоходную с Европой цену.

В итоге Китай начал искать альтернативные варианты поставок газа: был построен газопровод Туркменистан–Узбекистан–Казахстан–Китай мощностью 40 млрд м³ с перспективой увеличения до 60 млрд м³, заключены долгосрочные соглашения с крупнейшими поставщиками СПГ. Китай продолжает строительство мощностей по приему СПГ и активно инвестирует в добычу сланцевого газа как внутри страны, так и в США.

По прогнозам китайского правительства объем внутреннего потребления газа вырастет с 113 млрд м³ в 2010 году до 260 млрд м³ в 2015 году, из которых 130 млрд м³ составит собственная добыча страны (97 млрд м³ в 2010 г.). К этому времени трубопроводные поставки газа из Центральной Азии превысят 60 млрд м³, а крупнейшие австралийские СПГ заводы обеспечат стабильное предложение СПГ в регионе. Запасы сланцевого газа в Китае в два раза превышают показатель США. Их разработка – далеко не миф, что заставляет тревожиться традиционных поставщиков СПГ в регион.

Ситуация, когда Китай полностью закрывает свои потребности в газе за более низкую, по сравнению с Газпромом, цену, означает для Газпрома невозможность диктовать свои условия. Цены на газ в Китае регулируются государством и в свете усиленной борьбы с инфляцией, поэтому прогнозировать значительный рост цен на газ в стране, на наш взгляд, обоснованно. Газпром в свою очередь настаивает на принципе равнодоходности в цене по сравнению с Европой: различные источники говорят о разнице между приемлемой ценой для Газпрома и Китая в \$65 за м³. При таких условиях это равносильно потере китайского рынка. Последние встречи российской и китайской стороны, посвященные поставкам газа в Китай, прошли безрезультатно как на уровне глав компаний, так и на уровне глав государств.

Не так давно, Газпром и Китай обсудили новый вариант урегулирования разногласий в отношении определения цены на газ, по которой Газпром собирается поставлять газ в Китай на долгосрочной основе. Рассматривается вариант выдачи

Изменение средних спотовых цен и цен Газпрома за шесть месяцев 2011 и 2010 гг.

\$ / тыс м ³	1Н2010	1Н2011	Изменение
Zeebrugge	200	332	66%
Газпром	287	380	33%

Источник: Bloomberg, расчеты АК БАРС Финанс

Китаем кредита в размере \$40 млрд под 6% годовых с погашением в течение 30-ти лет равными частями.

Согласно нашим расчетам, в случае получения кредита Газпром будет выплачивать Китаю \$3.1 млрд ежегодно, из которых \$1.33 млрд – тело кредита, а \$1.72 млрд – проценты. Газпром может хранить на депозитах выданную сумму по близкой к 6% ставке и «выйти в ноль», однако тогда \$40 млрд превратятся в мертвые деньги.

Концерн планирует продавать в Китай 30 млрд м³ газа ежегодно, что при цене в \$350 млрд означает ежегодную выручку в размере \$10.5 млрд. Таким образом, процентные выплаты представляют для Китая скидку в размере \$57 за тыс м³ газа. По информации Интерфакса, спор между Газпромом и Китаем происходит вокруг цифры \$65 за тыс м³.

По информации газеты «Ведомости», Китай сейчас закупает центральноазиатский газ по цене \$280 за тыс м³ и платить более высокую цену не готов. То есть в случае выдачи кредита, Китай и Газпром заключили бы договор на поставку газа по цене \$337 за тыс м³ при прочих равных условиях. При этом газета указывает, что интересующая Газпром цена находится в пределах \$300–350 за тыс м³, что означает с учетом скидки цену близкую к цене туркменского газа для Китая.

Схема с получением кредита на наш взгляд крайне невыгодна для Газпрома и означает капитуляцию концерна в споре с Китаем. Газпром не раз заявлял об обязательном соблюдении принципа равнодоходности с Европой, таким образом, получение Китаем скидки на газ является нарушением этого принципа и не может быть приемлемым вариантом. Для сравнения: цена на газ Газпрома в Европе в июне, по нашим оценкам, составляла \$390 за тыс м³, тогда как чистая цена для Китая составила бы \$280. Таким образом, если сторонам удастся договориться о выдаче кредита на указанных условиях, единственно выгодный исход для Газпрома – это отмена экспортных пошлин на поставки газа в Китай.

Резюме

Анализ текущей ситуации на Европейском газовом рынке говорит о том, что позиция Газпрома улучшается, однако, мы считаем, что факторов, говорящих о продолжении тренда, недостаточно. В будущем ключевое значение примет распределение поставок СПГ из Катара и Австралии. В случае если спрос со стороны стран АТР превысит предложение, возможно сокращение поставок газа в Европе. Это станет основным стимулом для роста спотовых цен.

Дополнительный спрос со стороны Германии играет на руку Газпрому, однако в случае переизбытка СПГ в Европе, дополнительные закупки Германии, скорее всего, пройдут мимо Газпрома.

Сокращение атомных мощностей в Японии показало, что спрос на дополнительный газ со стороны Японии был переоценен, а влияние этого фактора на мировой рынок газа ограничено.

Рост добычи сланцевого газа в США вероятнее всего сократит до нуля импорт СПГ в эту страну, таким образом, на мировом рынке появится дополнительные 12 млрд м³ газа, что сопоставимо с дополнительными закупками Японии в результате разрушений АЭС.

На сегодняшний день избыток производства СПГ и стагнация спроса на газ в Европе не дают расти европейским спотовым ценам. В среднесрочной перспективе, на наш взгляд, нет оснований полагать об изменении тренда.

Внутренний рынок

В нашей модели оценки стоимости Газпрома мы использовали стандартный вариант индексации цен на газ на внутреннем рынке согласно плану по его либерализации. В то же время Минфин предлагает проводить индексацию цен на уровне инфляции плюс 2 п.п. На наш взгляд пока преждевременно закладывать более низкие темпы роста, тем не менее, мы отмечаем, что реализация варианта Минфин означает сдвиг либерализации внутреннего рынка газа на неопределенный срок. Наша оценка справедливой цены Газпрома сократилась бы на 11% до \$9.2 за акцию.

Прогноз внутренних цен на газ

Руб. за тыс м ³	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Цена на точке входа в ГТС	1 199	1 384	1 591	1 830	2 104	2 420
Темп роста		15%	15%	15%	15%	15%
Тариф на транспортировку	1 099	1 249	1 370	1 494	1 617	1 738
Темп роста		14%	10%	9%	8%	8%
Цена для конечного потребителя	2 296	2 633	2 962	3 323	3 721	4 158
Темп роста		15%	12%	12%	12%	12%

Источник: Газпром, расчеты АК БАРС Финанс

Налогообложение

В течение 2012–2014 гг. Минфин планирует увеличить налоговую нагрузку на Газпром на 500 млрд руб. (\$18 млрд по текущему курсу). Министерство предлагает два варианта увеличения ставок НДС: с учетом отмены льгот от продаж газа по Голубому потоку (продажа газа Турции в размере 18 млрд м³ в год) и без. По нашим расчетам оба варианта идентичны.

Увеличение налогового бремени, скорее всего, вызвано высокими ценами на энергоресурсы и их прогнозом на среднесрочную перспективу: в отличие от НДС на нефть, НДС на газ не зависит от мировой конъюнктуры и устанавливается «в ручном режиме» на каждый отдельный год.

В результате увеличения ставки НДС Газпром сильно сократит операционную рентабельность: по нашим прогнозам она упадет с 34% в 2011 г. до 28% в 2012 г. Однако, не смотря на дополнительные расходы в размере 500 млрд руб., Газпром заявляет о значительном увеличении инвестпрограммы на текущий год и ближайшие два года.

Капитальные затраты

В июне Газпром увеличил инвестпрограмму на 2011 год на 52% с 816 млрд руб. (\$29 млрд), утвержденных в 2010 г., до 1.24 трлн руб. (\$44 млрд). Помимо этого было отмечено, что в 2012–2013 гг. инвестпрограмма может составить 1.2–1.3 трлн руб. в год.

Эти цифры приводятся с НДС. Очищенные от НДС капитальные затраты согласно прогнозу Газпрома в среднесрочной перспективе составят около \$37 млрд в год. Концерн рассчитывает, что положительные тенденции на внешнем и внутренних рынках, которые наблюдались в первом полугодии этого года сохранятся, что потребует дополнительных инвестиций в добычу для удовлетворения растущего спроса. В то же время необходимо отметить, что рост спроса происходил за счет ожиданий роста цен на газ в будущем: т.к. цены на газ индексируются с лагом, цены на газ в оставшейся части года будут значительно выше текущих, т.к. нефтяные котировки находились несколько предыдущих месяцев в восходящем тренде. Мы ожидаем, что экспорт Газпрома значительно сократится во втором полугодии этого года, когда контрактные цены превысят \$450 за тыс м³.

Действительно ли Газпром ожидает столь значительного роста потребления газа и как следствие увеличивает для этого инвестпрограмму, или же концерн все же планирует рост капитальных затрат в связи с масштабным строительством газопроводов – нам выяснить не удалось. Не дает внятного ответа по этому вопросу и отчетность Газпрома.

Структура капитальных затрат

Сарех (вкл. НДС)	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
Добыча газа, bcm	555	556	549	550	462	509
Транспортировка	184 496	242 305	197 849	280 457	289 164	503 487
Добыча газа	100 316	130 751	185 722	252 645	274 755	281 540
Итого	352 620	485 640	576 885	801 331	810 870	1 110 834
Инвестиции в добычу/Сарех	28%	27%	32%	32%	34%	25%
Удельные затраты на добычу	181	235	339	460	595	554
Темп роста		30%	44%	36%	30%	-7%

Источник: Отчетность Газпрома, расчеты АК БАРС Финанс

Тем не менее, согласно данным за последние три года, инвестиции в добычу оставались на уровне 270 млрд руб. в год, а существенный рост инвестпрограммы в 2010 г. произошел из-за роста капитальных вложений в инфраструктуру. Вполне вероятно, что Газпром на самом деле задумывается не о повышении уровня добычи, а об увеличении финансирования строительства газопроводов.

Строительство газопроводов заслуживает отдельного внимания. Газпром достаточно редко публикует данные о параметрах газотранспортных проектов, тем не менее, на основании того, что уже было представлено, можно сделать вывод о явном завышении стоимости проектов по сравнению с первоначальными оценками и при сравнении с западными аналогами. В качестве примеров можно привести строительство подводного газопровода Джубга-Лазаревское-Сочи, который недавно торжественно запустил премьер-министр РФ Владимир Путин. Параметры проекта: стоимость – 31.5 млрд руб., длина – 171.6 км, диаметр – трубы 530 мм и расход – труб на 1 км в 202 тонны. Исходя из этих данных, стоимость 1 тонны трубы для этого газопровода составила \$32.6 млн. В качестве сравнения можно привести основной подводный газотранспортный проект Газпрома – Nord Stream. Его параметры: стоимость - \$12.3 млрд, длина – 2460 км, диаметр труб – 1153 мм, расход труб на 1 км – 992 тонны. Для Nord Stream стоимость 1 тонны трубы составила \$5.1 млн. Стоимость одной тонны трубы для международного проекта была в 6.4 раза меньше, чем для внутреннего. Стоит отметить, что первоначальная оценка Газпромом газопровода Джубга-Лазаревское-Сочи была в 3.5 раза меньше окончательной.

Источник расчетов: East European Gas Analysis

В конце 2005 года Газпром опубликовал информацию о стоимости линейной части Североевропейского газопровода на участке Грязовец – Выборг: 19.8 млрд руб. на 144 км. Это эквивалентно \$5.1 млн на 1 км газопровода. В марте 2006 г. появились данные по газопроводу Алтай, по которому планировалось поставлять газ в Китай. Российская часть этого проекта (2700 км) была оценена в \$4-4.5 млрд, т.е. удельные затраты составили \$1.6-1.8 млн на 1 км. Стоимость строительства 1 км газопровода Грязовец – Выборг оказалась в 3 раза выше, по сравнению с Алтаем. Для сравнения, аналогичный немецкий газопровод Ораб в 2009 году оценивался в \$3 млн на 1 км, при том, с момента оценки газопровода Грязовец – Выборг прошло 3 года.

Источник расчетов: East European Gas Analysis

Производство СПГ

Газпром планирует к 2030 г. занять 14% мирового рынка СПГ. Основным проектом является Штокмановский проект, где на полной мощности планируется производить 50 млрд м³ СПГ.

Согласно данным британского аналитического агентства Evaluate Energy, производство СПГ в мире в 2010 г. составило 350 млрд м³. Это означает, что если бы сейчас Штокман работал на полной мощности, доля Газпрома на мировом рынке СПГ составила бы 15%. Учитывая, что мировой рынок СПГ активно растет, в оценке будущей доли рынка Газпрома присутствуют и другие проекты, о которых пока ничего не известно. Однако, в случае с наиболее приближенным к реальности СПГ проектом Газпрома – Штокманом, дела обстоят не столь радужно: сроки реализации Штокмановского проекта несколько раз переносились из-за того, что проект разрабатывался до возникновения сланцевой революции в США. Штокман в первую очередь был ориентирован на американский рынок, однако, в результате бума добычи сланцевого газа и, как следствие, переизбытка предложения газа в США, этот рынок оказался закрытым для Газпрома. Более того, в среднесрочной перспективе, в авангард производителей СПГ выйдет Австралия, которая к 2015 г. увеличит производство СПГ на 45 млрд м³ с текущих 25 млрд м³.

Исходя из вышесказанного, оценка доли Газпрома на рынке СПГ в долгосрочной перспективе выглядит явно завышенной. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе единственным действующим СПГ проектом Газпрома останется Сахалин-2.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Основные допущения

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Brent, \$ / bbl	80	109	111	114	118	121
Контрактная цена на газ в Европе, \$ / тыс м ³	302	389	393	399	405	411
Цена на газ для конечного потребителя в РФ, \$ / тыс м ³	76	90	103	117	133	151
Темп роста		20%	14%	14%	14%	13%
Добыча газа, млрд м ³	509	507	505	502	500	497
Темп роста		-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Экспорт в дальнее зарубежье, млрд м ³	148	152	146	139	134	129
Темп роста		2.6%	-4.3%	-4.5%	-3.7%	-3.8%
Экспорт в страны БСС, млрд м ³	70	72	75	78	80	81
Темп роста		3.0%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%
Внутренний рынок, млрд м ³	277	280	283	286	289	291
Темп роста		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
НДПИ на газ, руб. / тыс м ³ *	147	237	431	502	544	577

* - в модели используется вариант, предложенный Минфином, который предполагает отмену льгот по Голубому потоку

Финансовые показатели. \$ млн

\$ млн	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Выручка	117 838	145 550	152 798	159 034	165 901	173 443
в том числе:						
Дальнее зарубежье	44 697	59 183	57 190	55 430	54 185	52 876
Внутренний рынок	20 962	25 312	29 151	33 496	38 408	43 963
ЕБИТДА	44 624	58 377	53 197	51 744	52 616	54 149
Рентабельность ЕБИТДА	38%	40%	35%	33%	32%	31%
Чистая прибыль	31 727	42 587	37 178	34 548	33 488	32 595
Чистая рентабельность	27%	29%	25%	22%	21%	21%

Оценка денежных потоков. \$ млн

\$ млн	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015 Terminal year
Операционная прибыль	36 603	49 288	43 010	40 424	40 131	40 462
Налог на прибыль	8 558	9 858	8 602	8 085	8 026	8 092
Амортизация	8 021	9 088	10 187	11 320	12 486	13 687
Сарех	30 263	36 314	37 404	38 526	39 682	40 872
Изменение оборотного капитала	-8 338	5 456	-2 379	-914	7	264
Свободный денежный поток	14 141	6 749	9 570	6 047	4 901	4 920
Сарех / (FCFF + Сарех)	68%	84%	80%	86%	89%	89%

Расчет WACC

Безрисковая ставка (долларовые евробонды РФ 2030, последние 6 месяцев)	4.7%
Рыночная премия в США (последние 6 месяцев)	5.2%
Дефолт-спред российских евробондов к UST (последние 6 месяцев)	1.4%
Волатильность фондового рынка к рынку евробондов в РФ (историческая)	1.41
Рыночная премия в РФ	7.1%
Ожидаемая рыночная доходность	11.7%
Бета компании	1.06
Премия за риск компании	7.5%
Стоимость собственного капитала	12.2%
Стоимость заемного капитала до налогов	6.6%
Доля заемного капитала	20%
Доля собственного капитала	80%
WACC	10.8%

Расчет справедливой стоимости

WACC	10.8%
TGR	3.0%
Дисконтированный денежный поток 2011-2015	27 488
Терминальная стоимость	408 637
Дисконтированная терминальная стоимость	244 680
EV, \$ млн	271 859
Чистый долг, \$ млн	28 520
Капитализация	243 339
Число акций, млн	23 674
Прогнозная цена, \$	10.3

Анализ чувствительности

		Долгосрочный темп роста				
		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	9.5%	9.6	11.2	13.1	15.8	19.7
	10.0%	8.9	10.2	11.9	14.2	17.3
	10.8%	7.9	8.9	10.3	12.0	14.4
	11.5%	7.1	8.0	9.1	10.6	12.4
	12.0%	6.6	7.4	8.4	9.7	11.3

Сравнение с аналогами

	EV / EBITDA			P / E		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Россия						
Лукойл	4.2	3.6	3.9	6.0	4.9	5.7
Газпром	4.6	3.5	3.8	5.5	4.1	4.7
Новатэк	23.2	14.3	13.6	30.2	18.3	17.5
Роснефть	4.9	4.1	4.4	7.8	6.4	7.3
Сургутнефтегаз	1.9	1.5	1.7	9.4	7.3	9.4
ТНК-ВР	4.8	3.9	4.4	7.0	5.9	6.7
Газпром нефть	4.8	4.4	4.7	7.1	5.5	6.6
Татнефть	6.6	4.8	4.8	8.7	6.2	6.5
Медиана	4.8	4.0	4.4	7.5	6.1	6.7
Развитые рынки						
Exxon Mobil	7.5	4.3	4.3	13.2	9.2	9.4
Chevron	5.4	3.4	3.4	11.0	8.0	8.0
Conoco Phillips	5.3	3.8	3.8	9.3	9.2	9.1
BP	4.1	3.2	3.3	-36.7	5.9	5.8
Royal Dutch Shell	6.0	4.0	3.8	11.0	8.4	7.6
Total	3.8	3.1	3.1	8.6	7.2	7.3
Statoil	2.7	2.1	2.0	11.0	7.6	7.1
Repsol	3.3	4.2	3.7	5.6	10.3	8.9
ENI	3.5	3.0	2.7	9.7	7.4	7.0
Медиана	4.1	3.4	3.4	9.7	8.0	7.6
Развивающиеся рынки						
Petrobras	7.1	5.9	5.2	9.5	9.0	8.7
Petrochina	7.0	5.9	5.5	13.8	11.7	11.5
Sinopec	4.8	4.8	4.4	9.3	8.5	8.0
CNOOC	6.5	5.0	5.1	12.0	9.3	9.4
ONGC	4.2	3.9	3.7	10.7	9.3	8.8
Медиана	6.5	5.0	5.1	10.7	9.3	8.8

Источник: Bloomberg, оценка АК БАРС Финанс

AK BARC Банк (Казань)

Айдар Мухаметзянов
Директор
департамента инвестиционного бизнеса
т. +7 (843) 519-38-32
mai@akbars.ru

Эдуард Вагизов
Торговые операции
т. +7 (843) 519-38-32
vagizov@akbars.ru

**Инвестиционная компания
AK BARC Финанс (Москва)****УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ**

Павел Деменков
Начальник управления
доб. 115; pdemenkov@akbf.ru

ОТДЕЛ РЫНКА АКЦИЙ

Павел Соркин
Начальник отдела
Доб. 178; psorkin@akbf.ru

**ДЕПАРТАМЕНТ ОПЕРАЦИЙ
НА СРОЧНОМ РЫНКЕ**

Игорь Сокол
Управляющий директор/
Руководитель департамента
доб. 205; isokol@akbf.ru

ОТДЕЛ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Александр Верешкин
Начальник отдела
доб. 209; avereshkin@akbf.ru

Илья Чичаев
Трейдера
доб. 159; ichichaev@akbf.ru

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

Юрий Седых
Начальник департамента
доб. 130; ysedyh@akbf.ru

**ОТДЕЛ ПРОДАЖ И УПРАВЛЕНИЯ
ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ**

Наталья Кондратьева
Начальник отдела
доб. 166; nkondrateva@akbf.ru

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Елена Василева-Корзюк
Долговые инструменты,
макрэкономика
доб. 221; evasileva@akbf.ru

Анастасия Арестова
Ассистент
доб. 194; aarestova@akbf.ru

Альфия Хакимова
Брокерское обслуживание
т. +7 (843) 519-39-58
esel@akbars.ru

Дамир Вафин
Торговые операции
т. +7 (843) 523-83-95
dvafin@akbars.ru

**тел. +7 (495) 644-29-95
факс +7 (495) 644-29-96**

ОТДЕЛ ДОЛГОВОГО РЫНКА

Максим Барышников
Начальник отдела
доб. 225; mbaryshnikov@akbf.ru

Степан Богданов
Трейдера
доб. 206; sbogdanov@akbf.ru

Григорий Кривошей
Трейдера
доб. 186; gkrivoshey@akbf.ru

ОТДЕЛ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Яна Трофимова
Начальник отдела
доб. 134; ytrfimova@akbf.ru

Полина Лазич
Банки, металлургия,
химическая промышленность
доб. 155; plazich@akbf.ru

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:

Настоящий обзор ЗАО ИК «АК BARC Финанс» (далее - Компания) носит исключительно информационный характер и не является предложением к совершению операций на рынке ценных бумаг по покупке, продаже ценных бумаг и финансовых инструментов или руководством к иным действиям. Оценки и мнения, отраженные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении рассматриваемых в обзоре ценных бумаг и эмитентов.

При подготовке настоящего обзора были использованы данные, которые Компания считает достоверными, однако Компания, ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации и нести ответственность за инвестиционные решения третьих лиц, которые могут привести к прямым или косвенным убыткам, возникшим в результате использования третьими лицами информации, содержащейся в настоящем обзоре. Компания обращает внимание, что операции на рынке ценных бумаг и финансовых инструментов связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Мнения, прогнозы и рекомендации, содержащиеся в данном отчете, действительны только на даты, приближенные к дате его публикации, и могут меняться в дальнейшем как следствие изменений внутреннего финансового состояния эмитентов, а также внешних условий, напрямую или косвенно влияющих на это состояние.

Компания не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ЗАО ИК «АК BARC Финанс».

ОТДЕЛ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ

Владимир Шабалов
Начальник отдела
доб. 189; vshabalov@akbf.ru

Елена Лаптева
Специалист
доб. 134; elapteva@akbf.ru

Александр Сидоров
Нефть и газ
доб. 192; asidorov@akbf.ru