



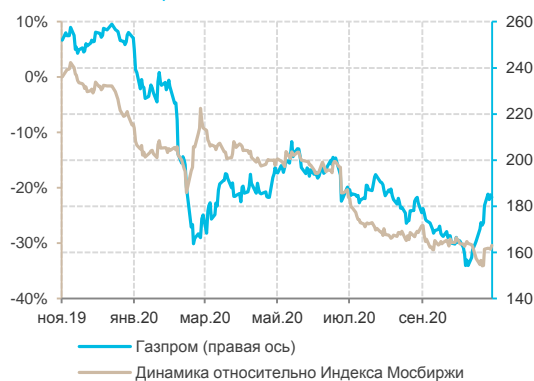
Российские акции / Нефтегазовый сектор

BUY

Газпром Постковидное возрождение

Газпром	GAZP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	НИЗКИЙ
Торговая площадка	Мосбиржа, NYSE, LSE
Целевая цена	₽247,00
Цена сделки	₽183,00
Потенциал роста	35%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	10%
Капитализация	₽4 352 млрд
Среднедневной оборот	₽10,6 млрд

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (non-GAAP)

Отчетный год	2019	2020П	2021П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	7 660	6 150	7 850
Выручка, г/г	-7%	-20%	28%
ЕБИТДА, млрд руб.	1 860	1 350	1 853
ЕБИТДА, г/г	-28%	-27%	37%
Чист. прибыль, млрд руб.	1 203	425	1 445
Чистая прибыль, г/г	-17%	-65%	240%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	24%	22%	24%
Чистый долг / ЕБИТДА	2,0x	2,7x	2,0x
P/E	3,6x	10,2x	3,0x
EV/ЕБИТДА	4,3x	5,9x	4,3x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	15,2	10,3	25,4
Див. доходность	8,3%	5,6%	13,9%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

- «Газпром» — глобальная энергетическая компания, мировой лидер по добыче и запасам природного газа, системная значимость которого для мирового энергетического рынка не вызывает сомнений. «Газпром» — ключевой поставщик ЕС, закрывающий порядка 30% потребностей европейских стран в голубом топливе.
- Конъюнктура на мировых рынках углеводорода начала постепенно восстанавливаться, и одним из главных бенефициаров этого процесса будет «Газпром». В умеренно оптимистическом сценарии мы ожидаем средних цен на газ в Европе в 2021 году в районе \$200 за тыс. куб. метров. В таком случае финансовые результаты «Газпрома» окажутся близкими к рекордным показателям 2018 года, а дивиденды на акцию превысят 20 руб. и будут максимальными в истории компании.

О компании

«Газпром» - глобальная энергетическая компания, более 50% акций которой принадлежит государству. Основные направления деятельности - геологоразведка, добыча, транспортировка, хранение, переработка и реализация природного газа, газового конденсата и нефти, а также производство с быт тепловой и электрической энергии. «Газпрому» принадлежит 95,7% «Газпром нефти», а также 100% «Газпром Энергохолдинг», в периметр которого входят «Мосэнерго», ТГК-1 и ОГК-2. «Газпром» является мировым лидером по добыче природного газа, на которого приходится 12% мировой и 68% российской добычи газа. Одновременно «Газпром» располагает самыми богатыми в мире запасами природного газа. Его доля в мировых запасах газа составляет 16%, в российских — 71%. Компании принадлежит крупнейшая в мире газотранспортная система, а также монополия на экспорт трубопроводного газа за пределы РФ. Более половины добываемого газа «Газпром» поставляет на внешние рынки, в основном в страны ЕС. При этом компания закрывает порядка 30% потребностей Европы в голубом топливе.

Рыночная конъюнктура

«Газпром» является многопрофильным конгломератом, получающим доходы на множестве различных рынков. При этом бизнес компании в области добычи, транспортировки и продажи газа, по-прежнему является ключевым. Около четверти выручки «Газпрома» номинирована в рублях (продажи газа на внутреннем рынке, услуги по транспортировке газа, а также реализация тепло- и электроэнергии), тогда как большая часть доходов прямо или косвенно привязана к глобальным ценам на энергоносители (см. диаграмму 1). Конъюнктура на рынке нефти (в меньшей степени) и стоимость газа в Европе (в первую очередь) имеют ключевое значение с точки зрения финансовых результатов «Газпрома». И именно поэтому в 2020 году «Газпром» оказался заложником фронтального обвала цен на углеводороды. Если падение нефтяных котировок было связано с сокращением глобального спроса из-за повсеместных ограничительных мер, принятых в рамках противодействия распространению COVID-19, то история снижения цен на природный газ несколько иная. Цены на голубое топливо в Европе уже к середине 2019 года были на неприлично низких уровнях из-за затоваривания рынка

американским сжиженным природным газом (СПГ), продаваемый в убыток.

Изобилие относительно дешевого СПГ из США на глобальных рынках в последние годы объяснялось в первую очередь избытком голубого топлива на внутреннем американском рынке, где объемы предложения существенно выросли благодаря буму сланцевой добычи (в большинстве случаев газ добывался как побочный продукт при добыче нефти). Цены бенчмарка Henry Hub, упали только к середине еще докризисного 2018 года вдвое за пять лет до уровня \$3/мбте (около \$107 за 1 000 куб. м.), а в первой половине 2020 большую часть времени торговались даже ниже \$2/мбте. Отчасти потери производителей газа смягчались хеджированием на срочном рынке, однако только малое число компаний хеджировало 100% добываемого объема, особенно на срок более 2-3-х лет. Но низкие цены на нефть в текущем году нанесли дополнительный серьезный урон сланцевой индустрии, от которого она оправится нескоро. Заметное число сланцевых производителей уже обанкротились в этом году, и это, видимо, еще не конец истории. Как следствие, предложение газа в США начало сокращаться, а цены снова вернулись к росту. А данный процесс в конечном счёте ведёт к увеличению рыночных цен на СПГ, что позитивно для конъюнктуры рынка голубого топлива ЕС.

На европейском рынке газа теплая зима 2019-2020 годов еще больше усугубила затоваривание рынка. В результате уже в конце февраля 2020 года спотовые цены на газ пробили психологически-важный уровень в \$100 за тыс. куб. м., в последний раз зафиксированный почти 20 лет назад. Впрочем, как оказалось, это были далеко не минимальные значения, и к концу весны цены на газ упали еще в два раза. Здесь в пору говорить исключительно о силе инерции, поскольку даже при \$100 за тыс. куб. м маржа, например, «Газпрома» на европейском рынке уже слабо отличается от нуля. Поставщикам заокеанского СПГ необходима минимум в два раза большая цена на газ для экономически обоснованных поставок. Поэтому не удивительно, что после достижения исторических минимумов в конце мая, уже с июня конъюнктура на европейском рынке голубого топлива начала стремительно восстанавливаться (см. диаграмму 2). Поскольку основное потребление газа традиционно связано с выработкой электроэнергии и тепла, то погода предстоящей зимой окажет куда большее влияние на скорость и масштаб восстановления цен, чем вторая волна пандемии.

Диаграмма 1. Структура консолидированной выручки «Газпрома» по итогам 2019 года

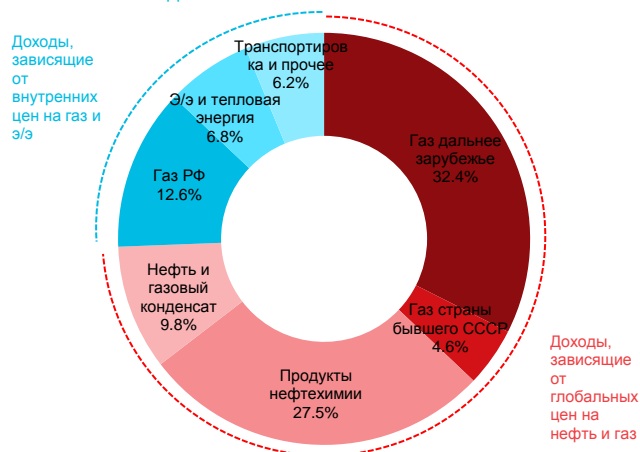
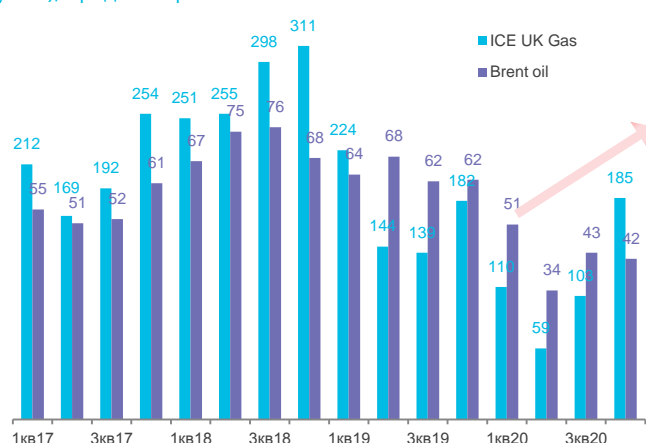


Диаграмма 2. Цены на нефть Brent (\$/барр.) и газ UK ICE(\$/тыс. куб. м), среднеквартальные



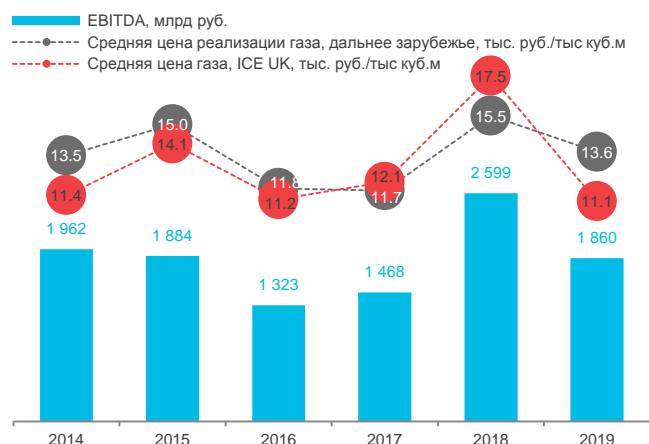
Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

«Газпром» пока аккуратно прогнозирует сохранение избыточного предложения природного газа на европейском рынке, однако уже видит начало восстановления цен в IV квартале 2020 – I квартале 2021. Срочный рынок также сигнализирует рост цен на газ на европейском рынке выше \$150 за тыс. куб. м. В нашем умеренно-позитивном сценарии мы ожидаем возврата среднегодовых цен на газ в 2021 году в район \$200 за тыс. куб. м, что представляется довольно устойчивым уровнем в долгосрочной перспективе (см. выше про американский СПГ).

Глобальные цены на нефть также двинулись вверх после того, как основным странам-производителям в рамках сделки ОПЕК+ удалось договориться о сокращении совокупного предложения в ответ на провалившийся из-за пандемии спрос (см. диаграмму 2). При этом мы

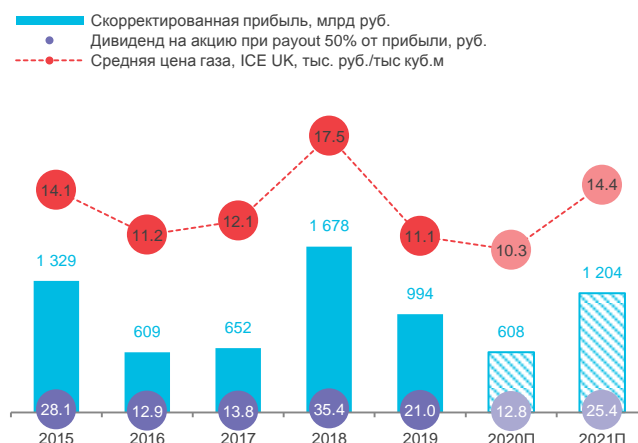
полагаем, что их восстановление будет проходить более плавно, чем в случае с природным газом, однако этот процесс в любом случае уже начался.

Диаграмма 3. EBITDA «Газпрома» и цены на газ в Европе



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 4. Расчетный дивиденд «Газпрома» при payout = 50%



Финансовые результаты и перспективы

Помимо глобальных цен на углеводороды финансовые результаты «Газпрома» зависят курса российской валюты. Невооруженным глазом можно заметить высокую корреляцию между ценами на газ в Европе, пересчитанными в рубли, и значением показателя EBITDA «Газпрома», также номинированного в рублях (см. диаграмму 3). Любопытно также, что несмотря на различные ценовые формулы и привязки к топливным корзинам и нефтяным котировкам, прописанные в долгосрочных контрактах на поставку газа в ту или иную европейскую страну, де-факто в среднем по году цены реализации «Газпрома» хорошо коррелируют со стоимостью спотовых газовых контрактов (см. диаграмму 3). Таким образом, при возврате в 2021 году европейских цен на газ в район \$200 за тыс. куб. м, на что мы рассчитываем в базовом сценарии, в рублевом эквиваленте они будут очень близки к значениям 2018 года. А, значит, финансовые результаты также прилично подрастут и, видимо, превзойдут показатели 2019 года (см. диаграмму 4). Учитывая тот факт, что по итогам 2021 года компания планирует заплатить акционерам 50% скорректированной прибыли по МСФО, «Газпром» выплатит держателям рекордный в истории дивиденд в районе 25 руб. на акцию (см. диаграмму 4). Безусловно, все вышесказанное позитивно отразится на капитализации газовой компании.

Оценка стоимости

Оценим справедливую стоимость акций «Газпрома» двумя способами: по модели Гордона и сравнительным методом. В первом случае, учитывая форвардный дивиденд за 2021 год в размере 25,4 руб. на акцию и ставку дисконтирования на уровне 8,5%, получаем оценку в размере 299 руб. Во втором случае для сравнительного анализа возьмем мультипликаторы отечественных ликвидных нефтегазовых компаний за 2019 год, поскольку именно цифры за прошедший год являются, на наш взгляд, хорошей аппроксимацией финансовых результатов представителей сектора в постковидной перспективе. Форвардные же показатели текущего года, с этой точки зрения, куда менее релевантны. Итоговые расчеты представлены в таблице ниже.

Таблица 1. Оценка стоимости «Газпрома»

	P/E	EV/EBITDA	Гордон
Роснефть	6.8x	3.7x	
НОВАТЭК	4.4x	8.2x	
ЛУКОЙЛ	5.3x	2.8x	
Газпром нефть	3.7x	2.5x	
Татнефть	6.1x	3.6x	
Среднее	5.3x	4.2x	
Газпром			
Чистая прибыль, млрд руб.	1 203		
EBITDA, млрд руб.		1 860	
Чистый долг, млрд руб.		3 629	
Акции, млн. шт.	23 674	23 674	
Цена акции, руб.	267,00	175,00	299,00
Оценка стоимости акции, руб.	247,00 (+35%)		

Источник: расчёты Открытие Research

Риски

- Усиление второй волны COVID-19 и масштабная коррекция на глобальных фондовых рынках приведет к распродажам и российских активов в средне- и краткосрочной перспективе.
- Перманентные судебные разбирательства в Европе (Украина, Польша) могут в конечном итоге привести к прямым экономическим потерям «Газпрома» и негативно отразиться на имидже компании.
- «Газпром» может стать объектом новых санкций со стороны США, что способно привести как к финансовым, так и к репутационным потерям.
- Восстановление конъюнктуры на глобальных рынках углеводородов может занять значительно больше времени, чем мы прогнозируем, что значительно удлинит инвестиционный горизонт данной идеи.

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 инвестиции 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 тарифе «**Ваш финансовый аналитик**» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

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/>

Otkritie © 2020

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 остаётся 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 суммы, 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, составлявшего 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, содержащихся в 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
vk.com/openbroker
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

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Олег Федорович

Главный аналитик, международный долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA, MBA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования