



## ГАЗПРОМ

### Либерализация и итоги за 1-е полугодие 2005 г.

*Ожидается принятие законопроекта о либерализации рынка акций «Газпрома», который позволит иностранным инвесторам владеть бумагами газовой монополии без ограничений. Власти рассчитывают на резкий рост капитализации компании, но участники рынка считают, что монополия уже переоценена.*

*В целом, мнение о том, что бумаги Газпрома переоценены, объективно, однако, несмотря на это, приток иностранного капитала на российский рынок, как показала статистика, поддерживает котировки бумаг газовой монополии. Согласно фундаментальным исследованиям, Газпром в настоящий момент переоценен на 10-12%. Однако, факт, что либерализация рынка акций сделает один из наиболее привлекательных активов на российском рынке более доступным, незамедлительно отразился в росте котировок его акций вплоть до 180 руб. за акцию. Вместе с тем, по достижении предельного уровня стоит ожидать консолидации и постепенного снижения котировок акций компании в силу ее текущей переоцененности к отметке 165-170 руб. за акцию.*

*Опубликованные 25 ноября финансовые результаты Газпрома за 1-е полугодие 2005 г. оправдали ожидания участников рынка.*

**Наши рекомендации: *ПОКУПАТЬ***

**Цель: *180 руб.***





Тикер	Текущая цена, руб.	Цель, руб.	Потенциал роста, %	Капитализация, млн. руб.	Рекомендация
GSPBEX	168	180	7%	3 839 184	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Либерализация

В пятницу Госдума РФ приняла в первом чтении законопроект о либерализации рынка акций «Газпрома»\*. Законопроект предполагает снятие существующих ограничений на обладание иностранными инвесторами бумагами газового концерна. Сейчас иностранцы не имеют права владеть больше 20% акций газовой монополии. Кроме того, снимается ограничение, связанное с регламентацией бирж, на которых могут торговаться акции российской газовой компании.

Чтобы обезопасить государство от возможной потери контроля над «Газпромом», более 50% обыкновенных акций компании закрепляются в государственной собственности и в собственности акционерных обществ, находящихся под контролем государства. Этот пункт, по мнению разработчиков законопроекта, должен обеспечить правовые гарантии сохранения государственного контроля над Единой системой газоснабжения.

Российские власти на протяжении 2005 года убеждали участников рынка в том, что либерализация режима торговли акциями «Газпрома» состоится в конце 2005 года. С этой целью государство привлекло у западных банков кредит на \$7,5 млрд. и закупило 10,74% акций газовой монополии с помощью компании специального назначения «Роснефтегаз». Но накануне Госдума неожиданно перенесла обсуждение законопроекта на 7 декабря, и акции «Газпрома» тут же упали в цене. Однако, Кремль сумел переломить ситуацию в свою пользу, и законопроект, несмотря на все попытки фракций КПРФ и «Родина», в пятницу был рассмотрен и принят в первом чтении.

Второе и третье чтение могут состояться на пленарном заседании 9 декабря, а Совет Федерации может рассмотреть законопроект на заседании 14 декабря. Очевидно, тот факт, что процесс либерализации рынка акций "Газпрома" завершится в текущем году, повысит доверие к России со стороны крупных фондов и, вероятно, приведет к увеличению вложений в российские активы.

Несмотря на то, что событие было ожидаемым, и Газпром торгуется выше рынка уже достаточно давно, существует большая вероятность, что под наплывом иностранного спроса котировки его акций взлетят до уровня 180 руб. за акцию. Капитализация «Газпрома», вполне вероятно, вырастет на 10-15% сразу после окончательной либерализации рынка акций, - именно этому значению равен спрэд акций Газпрома по отношению к торгуемым на западных площадках ADR. По мере удовлетворения спекулятивного спроса стоит ожидать снижения котировок компании до 165-170 руб.

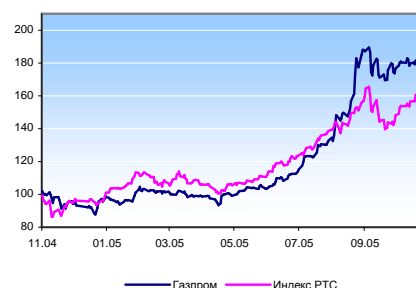
В настоящее время время капитализации концерна мешают расти низкие цены на газ на внутреннем рынке. Газпром по нашим расчетам, переоценен на 10-12%».

\* Примечание: Россия ввела ограничения на обращение акций «Газпрома» в 1997 году. Разрешались торги только на четырех биржах, а нерезиденты и компании, в которых более трети мест в органах управления или более 50% уставного капитала принадлежит нерезидентам, могли покупать их только с разрешения ФКЦБ. Доля иностранцев в уставном капитале «Газпрома» была ограничена 9%; в 1999 году она была повышена до 20%. Это разделило рынок акций «Газпрома» на две части – местные акции и обращающиеся на западных биржах депозитарные акции (ADS).

### Динамика котировок

Минимум за 52 недели, Руб.	69,6
Максимум за 52 недели, Руб.	161,84

Динамика котировок акций Газпрома и индекса РТС, %



— Газпром — Индекс РТС



## Финансовая отчетность за первое полугодие 2005 г.

Консолидированная чистая прибыль ОАО «Газпром» (ПТС: GAZP) по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) в январе-июне 2005 года составила 152,81 млрд. рублей, увеличившись на 66% по сравнению с аналогичным периодом 2004 года (92,258 млрд. руб.).

Выручка «Газпрома» выросла на 30% до 611,233 млрд. руб., при этом операционные расходы увеличились на 15% до 402,178 млрд. руб. Прибыль от продаж выросла на 70% до 209,055 млрд. руб., а EBITDA - на 49%, до 270,458 млрд. руб.

Согласно данным консенсус-прогноза, подготовленного Агентством газовой информации по итогам опроса аналитиков 18 российских и зарубежных инвестиционных компаний и банков, показатель полугодовой выручки ожидался на уровне 620,575 млрд. руб., EBITDA - 260,237 млрд. руб., а чистой прибыли - 150,537 млрд. руб.

За шесть месяцев 2005г. операционные расходы по сравнению с аналогичным периодом 2004г. увеличились на 53 106 млн. руб., или на 15 %, и составили 402 178млн. руб.

Основными статьями, рост которых повлек увеличение общей суммы операционных расходов, являются «Налоги, кроме налога на прибыль» (8 889 млн. руб.), «Расходы на покупку газа» (3 009 млн. руб.), «Расходы на ремонт и эксплуатацию» (10 324 млн. руб.), «Амортизация» (4 876 млн. руб.). Увеличение суммы налогов, кроме налога на прибыль, обусловлено, главным образом, изменениями в налоговом законодательстве на добычу полезных ископаемых, вступившими в силу с 1 января 2005 г. Увеличение расходов на покупку газа связано, главным образом, с увеличением объемов покупок газа в Средней Азии и Европе для целей перепродажи потребителям в Западной Европе и в странах бывшего Советского Союза. Увеличение расходов на ремонт и эксплуатацию связано, главным образом, с увеличением объема ремонтно-эксплуатационных работ, осуществляемых внешними сервисными организациями, в основном, в сегменте «Транспортировка».

Чистая сумма долга (определяемая как краткосрочные займы и текущая часть обязательств по долгосрочным займам, краткосрочные векселя к уплате, долгосрочные займы, долгосрочные векселя к уплате и реструктурированные налоговые обязательства за вычетом денежных средств и их эквивалентов, а также денежных средств и их эквивалентов с ограничением по использованию в соответствии с условиями некоторых займов и других договорных обязательств) сократилась на 33 544 млн. руб., или на 7%, с 499855 млн. руб. по состоянию на 31 декабря 2004г. до 466 311млн. руб. по состоянию на 30 июня 2005г. Сокращение чистой суммы долга, в основном, было вызвано увеличением притока денежных средств от операционной деятельности.

В октябре 2005 г. Группа увеличила свое участие в капитале ОАО «Сибнефть» до 75,68% после приобретения дополнительной доли в размере 72,66% за 13079 млн. долл. США с оплатой денежными средствами, полученными в рамках кредита от синдиката банков.

Финансовые показатели за I п/г 2005 ОАО Газпром в соответствии с МСФО, млн.руб.

	I п/г 2005	I п/г 2004	%, изм.
Выручка от продаж	611233	471474	29.64%
Операционные расходы	402178	349072	15.21%
ЕБИТ	209055	122402	70.79%
ЕВТ	211645	131694	60.71%
Чистая прибыль	7.57	4.63	63.50%
EPS	7.57	4.63	63.50%
Активы	3450576	3205789	7.64%
Обязательства	1115112	1067765	4.43%

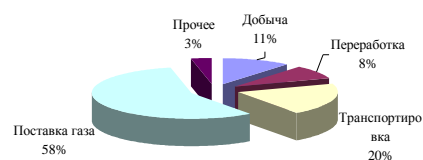
Источник: Bloomberg, оценка ИФК «Алемар»

Финансовые показатели за II кв. 2005 ОАО Газпром в соответствии с МСФО, млн.руб.

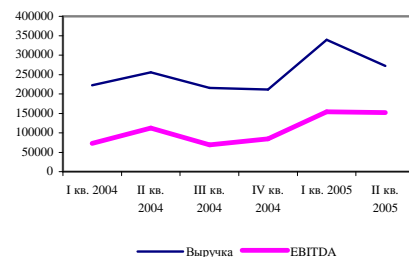
	II кв. 2005	II кв. 2004	%, изм.
Выручка от продаж	272052	215629	26.17%
Операционные расходы	181764	167144	8.75%
ЕБИТ	90288	48485	86.22%
ЕВТ	87132	39643	119.79%
EPS	3.02	1.19	153.78%

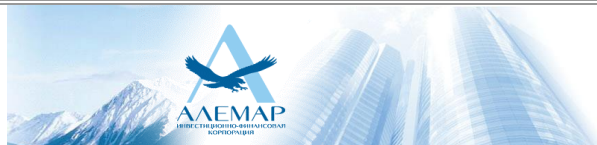
Источник: Bloomberg, оценка ИФК «Алемар»

Доли сегментов в выручке ОАО Газпром по итогам за I п/г 2005г.



Динамика выручки и EBITDA ОАО Газпром млн. руб.





**Финансовые результаты деятельности**

Шесть месяцев, закончившихся

30 июня

	2005г.	2004г.
Выручка от продаж (за вычетом акциза, налога на добавленную стоимость (НДС) и таможенных платежей)	611 233	471 474
Операционные расходы	<u>(402 178)</u>	<u>(349 072)</u>
<b>Прибыль от продаж</b>	<b>209 055</b>	<b>122 402</b>
Доходы от финансирования	25 788	30 261
Расходы по финансированию	(33 568)	(28 387)
Доля чистой прибыли ассоциированных компаний	8 943	3 122
Прибыль от инвестиций, имеющих в наличии для продажи	<u>1 427</u>	<u>4 296</u>
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>211 645</b>	<b>131 694</b>
Текущий налог на прибыль	(51 081)	(26 179)
Отложенный налог на прибыль	<u>(6 565)</u>	<u>(12 610)</u>
Налог на прибыль	(57 646)	(38 789)
<b>Прибыль за период</b>	<b>153 999</b>	<b>92 905</b>
<b>Прибыль за период, относящаяся к:</b>	-	-
Акционерам ОАО «Газпром»	152 810	92 258
Доле меньшинства	<u>1 189</u>	<u>647</u>
	153 999	92 905

**РЕЙТИНГИ ГАЗПРОМА:  
S&P: BB**

**Описание компании<sup>1</sup>**

Открытое акционерное общество «Газпром» - крупнейшая газовая компания мира, занимающаяся геологоразведкой и добычей газа, его транспортировкой и переработкой, а также реализацией газа в России и за ее пределами. Государство является крупнейшим акционером «Газпрома» - на его долю приходится 38,37 % акций компании.

«Газпром» располагает самыми богатыми в мире запасами природного газа. Его доля в мировых запасах газа составляет 16 процентов, в российских - почти 60 процентов. Разведанные запасы газа «Газпрома» оцениваются в 28,8 трлн. куб. м. Всего по международным стандартам

<sup>1</sup> По данным «Газпрома»



по состоянию на 31 декабря 2003 г. независимый аудит прошли около 90 процентов запасов природного газа, 91 процент конденсата и 64 процента нефти «Газпрома». Текущая стоимость запасов углеводородов «Газпрома» оценена в 78 млрд. долларов.

В 2003 г. «Газпром» добыл 540,2 млрд. куб. м газа - на 18,3 млрд. куб. м больше, чем в 2002 году. Достигнутый объем добычи составил около 90 процентов от общероссийской и около 20 % от общемировой добычи газа.

«Газпрому» принадлежат магистральные газопроводы, объединенные в Единую систему газоснабжения (ЕСГ) России. ЕСГ является крупнейшей в мире системой транспортировки газа. Ее протяженность составляет более 150 тыс. км., а пропускная способность - около 580 млрд. куб.м. Кроме того, сегодня в Группу «Газпром» входит 161 газораспределительная организация. Они обслуживают 403 тыс. км (76 процентов) распределительных газопроводов страны и обеспечивают поставку 58 процентов потребляемого газа (около 158 млрд. куб. м) в 75 процентов населенных пунктов России.

Общая численность персонала Группы составляет 330 тысяч человек.

***Наши рекомендации по акциям «ГАЗПРОМА» - «покупать». Целевой уровень цены составляет 180 руб\* (+7-10%)***

\*Оценка основана на собственных расчетах и консенсус-прогнозе других компаний.

## Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин

Григорий Савва

тел. (095) 411-66-55

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

**research@alemar.ru**

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

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. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», 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.

ИФК «Алемар» 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 ИФК «Алемар».