

Gazprom

Odvětví	Produkce a distribuce zemního plynu
Regiony	Evropa, Rusko, Čína
Pozice na trhu	Dominantní v Evropě a Rusku
Počet zaměstnanců	469 600
Produkty	Zemní plyn a trochu ropa
Konkurence	Zejména dovoz LNG do Evropy a Asie
Konkurenční výhoda	Vysoká – LNG je dražší než plynovody
Ticker - kde koupit	GAZPz (Xetra – v Eurech), OGZD (BATS Europe – v USD), GAZPq (Londýn - GBP), ruský trh v rublech
ISIN	US3682872078, RU0007661625

9.11.2019

www.rozumnyinvestor.cz

Prezentace slouží k výukovým účelům. Nejedná se o investiční doporučení.



Gazprom byl posledních 12 let akcií, která nebyla příliš v lásce. Proč je tomu nyní jinak? Na to se budu snažit odpovědět zde.



27 January 2015
EEMEA/Russia
Equity Research
Integrated Oil & Gas

Gazprom

 (GAZPq.L)

Rating	UNDERPERFORM*
Price (23 Jan 15, US\$)	4.85
Target price (US\$)	(from 6.20) 5.20 ¹
Market cap. (US\$ m)	55,643.52
Enterprise value (US\$ m)	78,936.87

*Stock ratings are relative to the relevant country benchmark.
¹Target price is for 12 months.

COMPANY UPDATE

Tougher for Longer

- **Read-through from the European gas market:** we see Gazprom and LNG as the 2 main rivals in shaping the European gas pricing in the near-term. In a weak demand environment supply side of the equation is a zero-sum game – gains for one supplier will have to come at the expense of the other. Thus, Gazprom will focus on 'pricing-out' competition to protect its market share and will remain under pressure on both, sales volumes and pricing. Incorporating our conclusions, we cut 2015 EBITDA by 24% and believe that earnings are unlikely to bottom until 2016 the earliest. Please see our IE on European gas market

Research Analysts
Ilkin Karimli
44 20 7883 0303
ilkin.karimli@credit-suisse.com

Specialist Sales: Jason Turner
44 20 7888 1395
jason.turner@credit-suisse.com

Tato zpráva Credit Suisse z roku 2015 ohodnotila Gazprom akcií, která má zaostávat za ruským trhem. Zpráva indikovala mnoho těžkostí na obzoru.

Zdroj: [Credit Suisse](https://www.credit-suisse.com).

Gazprom vlastní 17 % světových zásob zemního plynu, což je více než zbytek odvětví dohromady

GAZPROM: THE GLOBAL ENERGY MARKET LEADER



#1
IN THE WORLD

NATURAL GAS RESERVES 35 tcm
17% of global reserves

NATURAL GAS PRODUCTION 497.6 bcm
12% of global volumes

SHARE OF CONVENTIONAL PRODUCTION 100%

EXPORTS 201.8 bcm¹

Toto by byl cca 25% nárůst produkce.

EXPANSION OF RISK-FREE EXPORT ROUTES TO EUROPE



NORD STREAM 2²
+55 BCM
TURKSTREAM
+31.5 BCM

ENTRY TO THE CHINESE MARKET VIA THE PIPELINE



POWER OF SIBERIA
+38 BCM

DIVERSIFICATION AND IMPROVEMENT OF EXPORT EFFICIENCY

1967

START OF THE RUSSIAN GAS SUPPLIES TO EUROPE

2003

START OF RISK-FREE SUPPLIES

2009

FIRST RUSSIAN LNG PLANT LAUNCH

2018

2019

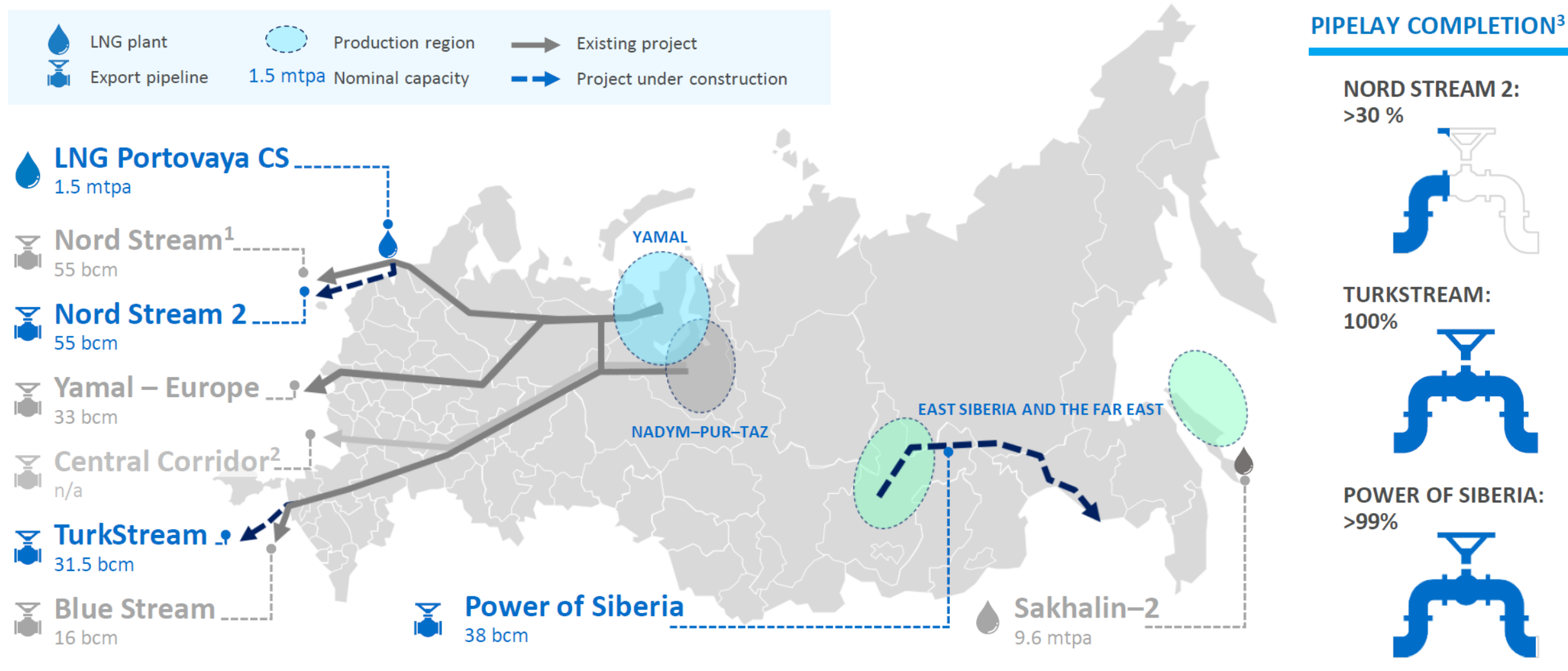
2020-2035

FURTHER STRENGTHENING OF LEADING POSITION AMONG GLOBAL ENERGY COMPANIES

Zdroj: [Gazprom](https://www.gazprom.com).

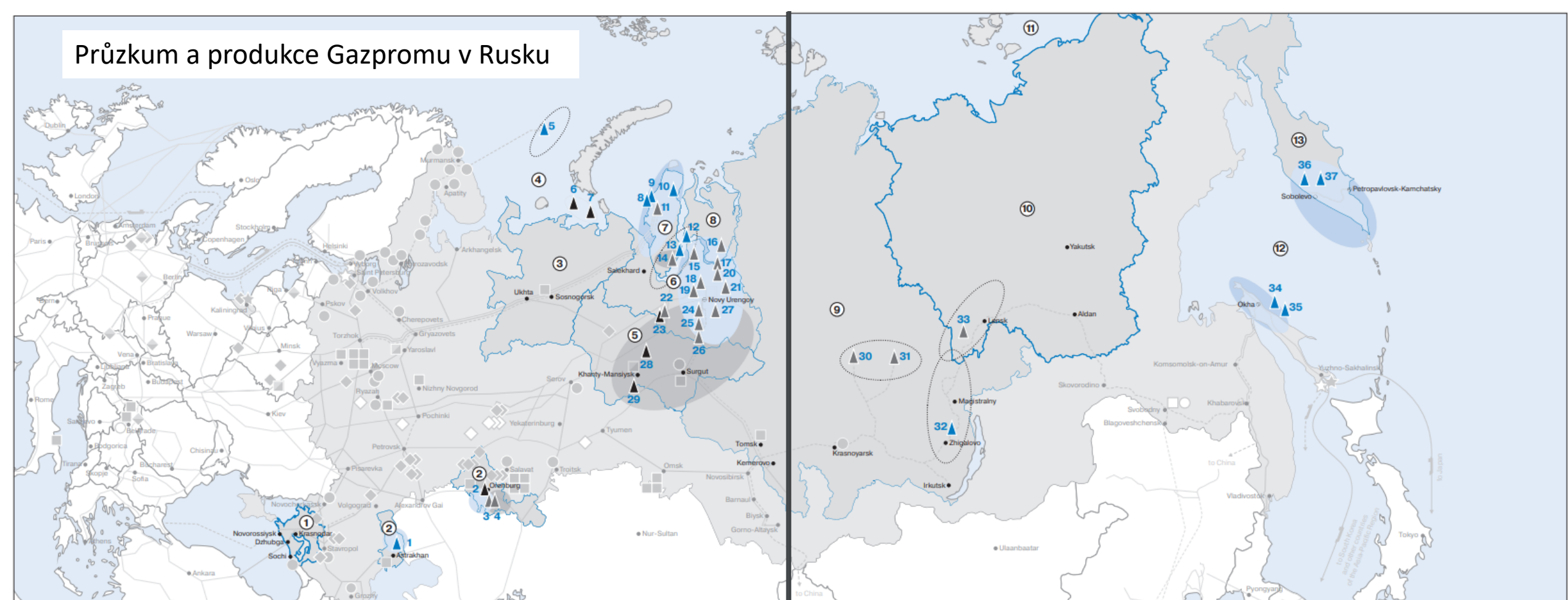
Gazprom roste díky expanzi do Evropy a Asie

KEY EXPORT ROUTES: LOOKING WEST AND EAST



Zdroj: [Gazprom](https://www.gazprom.com).

Průzkum a produkce Gazpromu v Rusku



Areas of geological exploration works

- | | |
|--|---|
| ① Krasnodar Territory | ⑧ Gydan Peninsula |
| ② Astrakhan Region and Orenburg Region | ⑨ Krasnoyarsk Territory, Irkutsk, Tomsk and Kemerovo Regions |
| ③ Republic of Komi and Nenets Autonomous Area | ⑩ Republic of Sakha (Yakutia) |
| ④ Continental shelf of the Russian Federation in Kara Sea, Barents Sea and Pechora Sea | ⑪ Continental shelf of the Russian Federation in Vostochno-Sibirskoye Sea and Chukotskoye Sea |
| ⑤ Khanty-Mansi Autonomous Area — Yugra | ⑫ Continental shelf of the Russian Federation in the Okhotsk Sea |
| ⑥ North of Taz Peninsula, Ob and Taz bays, Nadym-Pur-Taz Region | ⑬ Kamchatka Peninsula |
| ⑦ Yamal Peninsula | |

Fields

- | | | |
|---|--|-------------------------|
| 1 Astrakhanskoye | 14 Novoportovskoye | 27 Yety-Purovskoye |
| 2 Tsarichanskoye | 15 Yamburgskoye | 28 Priobskoye |
| 3 Orenburgskoye | 16 Vostochno-Messoyakhskoe* | 29 Zimnee |
| 4 Eastern section of Orenburg OGC field | 17 Tazovskoye | 30 Kuyumbinskoye* |
| 5 Shtokmanovskoye | 18 Urengoyevskoye | 31 Sobinskoye |
| 6 Dolginskoye | 19 Yamskovskoye | 32 Kovyktinskoye |
| 7 Pirazlomnoye | 20 Zapolyarnoye | 33 Chayandinskoye |
| 8 Kruzenshternskoye | 21 Uzhno-Russkoye | 34 Kirinskoye |
| 9 Kharasaveyskoye | 22 Sutorminskoye and Severo-Karamovskoye | 35 Yuzhno-Kirinskoye |
| 10 Tambeyevskoye | 23 Krainee | 36 Kshukskoye |
| 11 Bovanenkovskoye | 24 Vyngayakhinskoye | 37 Nizhne-Kvakchinskoye |
| 12 Severo-Kamennomysskoye | 25 Novogodnee | |

* Field license holders are Group's joint ventures.

Gazprom: To je zejména zemní plyn (a trochu ropa)

Hydrocarbon production of Gazprom Group in Russia

(including share in production of entities,
investments in which are classified as joint operations)

Metric units

	For the year ended 31 December				
	2014	2015	2016	2017	2018
Natural and associated gas, bcm	444.90	419.52	420.13	472.05	498.68
Gas condensate, mm tonnes	14.49	15.34	15.85	15.94	15.93
Crude oil, mm tonnes	43.53	44.04	47.15	48.63	48.28

Oil equivalent

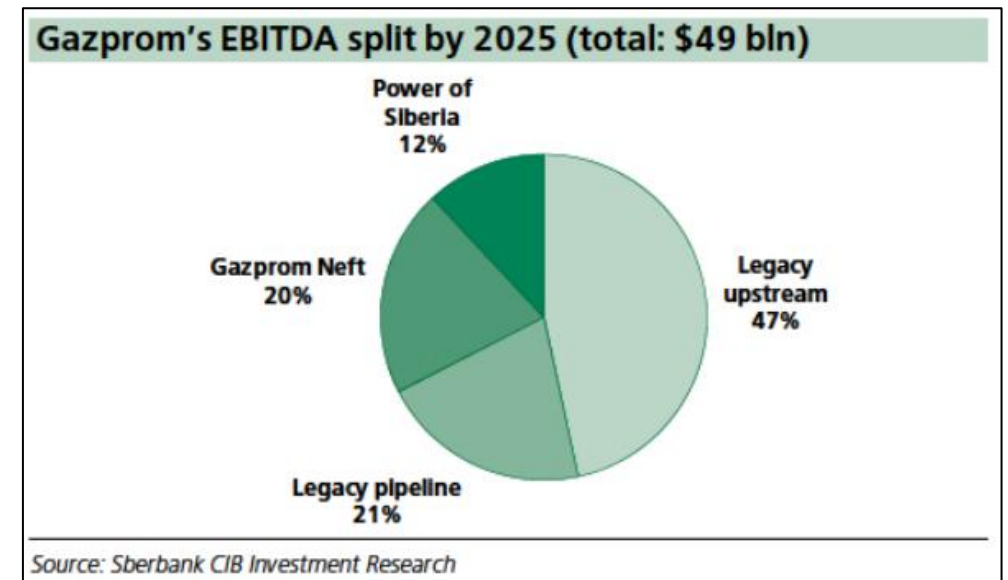
	For the year ended 31 December				
	2014	2015	2016	2017	2018
Natural and associated gas, mm boe	2,887.40	2,722.68	2,726.64	3,063.60	3,236.43
Gas condensate, mm boe	118.53	125.48	129.65	130.39	130.31
Crude oil, mm boe	319.07	322.81	345.61	356.46	353.89
Total, mm boe	3,325.00	3,170.97	3,201.91	3,550.45	3,720.63

Note. For management accounting purposes, Gazprom Group measures hydrocarbon reserves and production in metric units. In this Factbook, gas reserves are converted from metric units to barrels of oil equivalent at a ratio of 1,000 cubic metres to 6.49 boe.

Zdroj: [Gazprom](#).

Gazprom je v podstatě 5 velkých podniků dohromady

- 1) **Původní těžba a prodej.** 18 mld. USD EBITDA a 3 mld. USD roční kapitálové výdaje na údržbu. (čísla z 2016)
- 2) **Transport plynu.** Takový podnik spravuje potrubí a účtuje si poplatek za dopravu plynu. Náklady jsou na opravu potrubí a na personál, který spravuje jednotlivé stanice. 8,5 mld. USD EBITDA a roční kapitálové výdaje na výměnu starého potrubí 5 mld. USD. (čísla z 2017)
- 3) **Gazprom Neft.** Podnik, který je obchodovaný na burze. Gazprom drží 96% podíl. Tržní kapitalizace je 30 mld. USD, tzn. že cena podílu Gazpromu je 29 mld. USD.
- 4) **Power of Siberia.** Plynovod do Asie, dokončený v roce 2019. Tento projekt je oddělený od zbylé infrastruktury Gazpromu. Celkově jde o pravděpodobně ztrátovou investici (více část Rizika). S tím, jak je část nákladů již utopená a fixní, kolem roku 2019 by tento projekt měl být na nule. Ekonomicky tedy nulová hodnota.
- 5) **Novatek.** Producent zemního plynu a LNG, Gazprom drží 10% podíl. Hra na budoucí růst poptávky po LNG. Velké rezervy, expanze, nízký dluh. Tržní kapitalizace 65 mld. USD. Cena podílu Gazpromu je tedy 6,5 mld. USD.



Zdroj: [Sberbank, 2018](#).

Vývoj ceny akcie



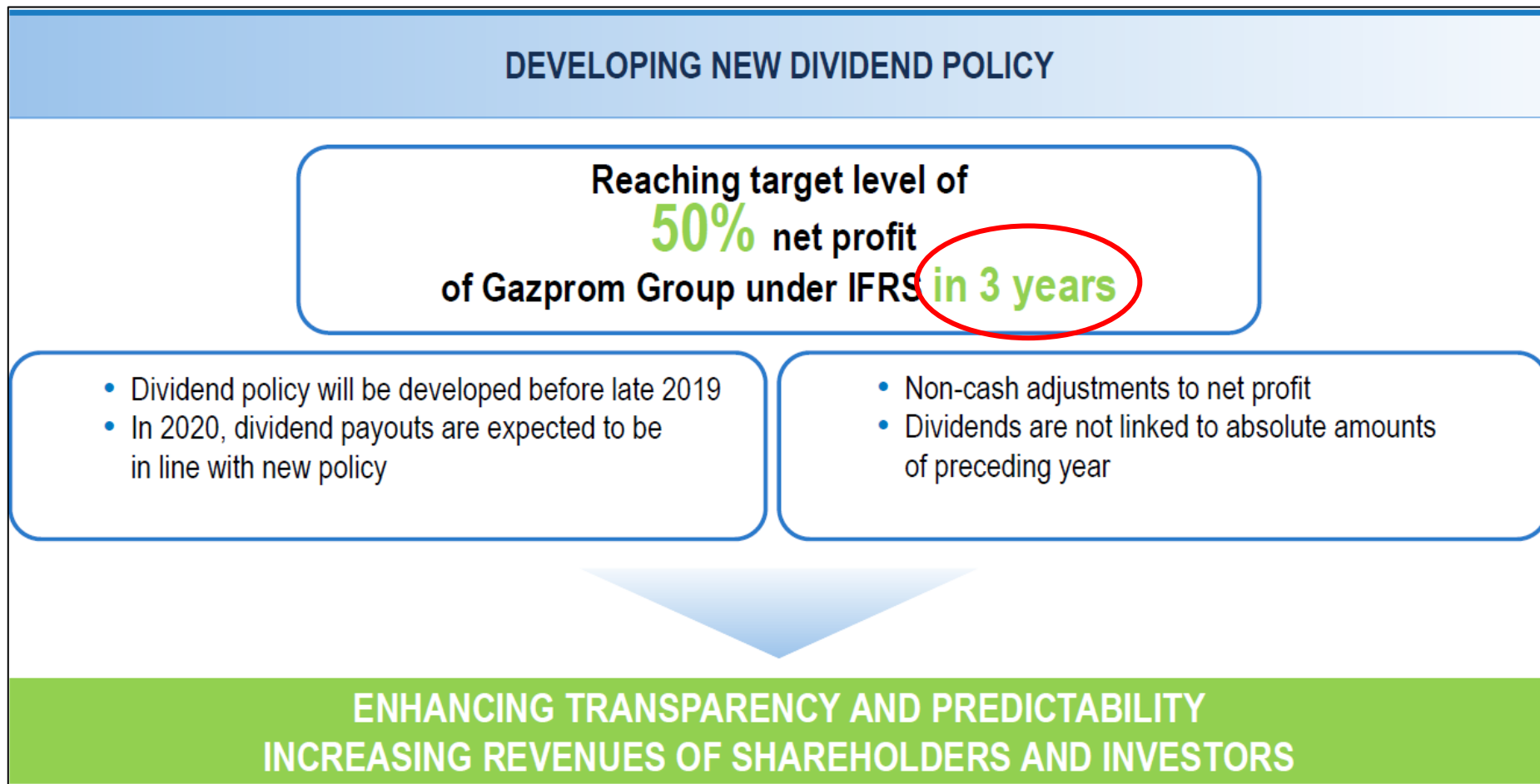
Gazprom po finanční krizi v roce 2008 začal svou desetiletku obrovských kapitálových výdajů (např. investice 100 mld. USD do Yamal pole). Trh byl skeptičtější a skeptičtější, nicméně Gazprom byl stále tou stejnou společností, jen nebylo moc peněz pro akcionáře – kvůli megainvesticím. V prosinci 2018 negativita ohledně Gazpromu dosáhla maxima – prodával se za 3,30 EUR. Nicméně v únoru 2019 Gazprom vyhlásil novou dividendovou politiku – a dividendy vyplácená v roce 2019 se zdvojnásobila. Obavy, že Putin vysaje všechny peníze, tak dostaly trhlinu...

Aktuální tržní kapitalizace je cca 92 mld. USD. Pokud od toho odečteme podíly v Gazprom Neftu a Novateku, pracujeme s 56,5 mld USD, tj. 61 % celkové tržní kapitalizace.

Pro porovnání – jen výstavba Power of Siberia stála 60 mld. USD. – v porovnání s tím dostáváme celý Gazprom za 56,5 mld. USD.

Pozn.: 2 akcie = 1 ADR (pokud nakupujeme v eurech, librách či dolarech, kupujeme ADR)

Nová dividendová politika otáčí sentiment ve prospěch Gazpromu



Zdroj: [Gazprom](https://www.gazprom.com).

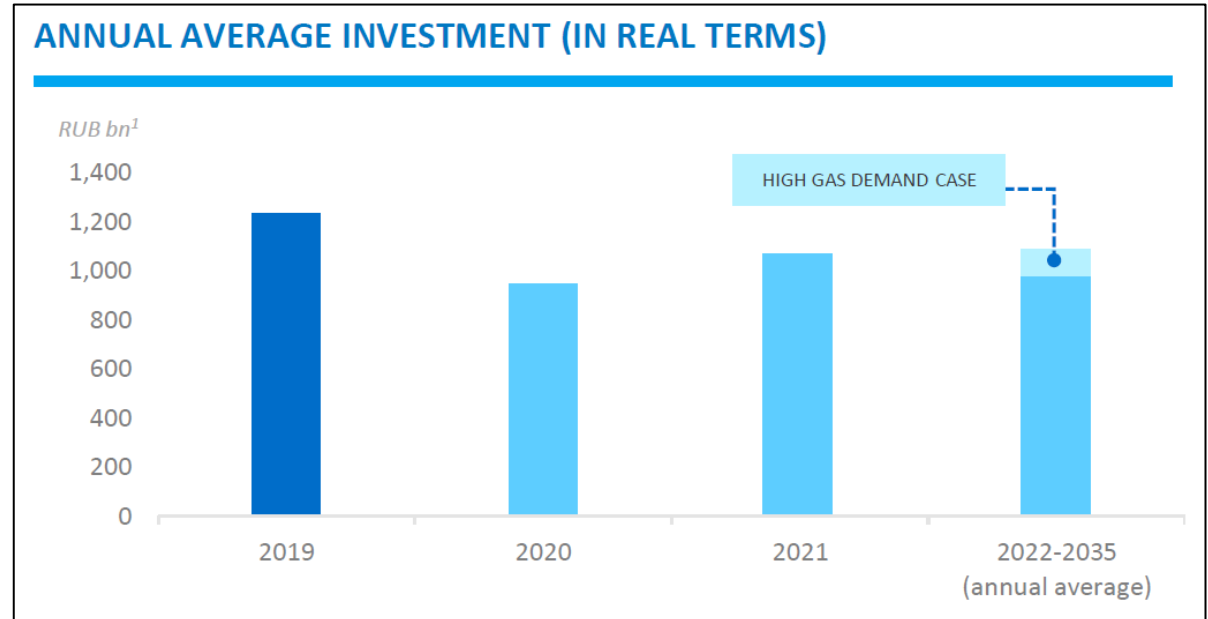
Ruská vláda vlastní přibližně polovinu společnosti. Jako státem držená společnost má zákonem předepsáno vyplácet 50 % čistého zisku na dividendách. To by bylo pro Gazprom dvojnásobek toho, co vyplácí nyní. A Gazprom toto chce naplnit během tří let. Podíváme se tedy, jakou má aktuální Gazprom hodnotu.

Gazprom je rostoucí podnik

Gazprom za posledních 10 let masivně investoval a nyní by měli být odměňováni akcionáři. Proto je aktuálně tak zajímavý.



Zdroj: [Gazprom](https://www.gazprom.ru).



Průměrné roční kapitálové výdaje by v budoucnosti by měly být jen 60 % toho, jaké byly v roce 2018. To dává více volné hotovosti pro akcionáře a prostor pro splnění dividendové politiky.

Aktuální finanční výkonnost

V roce 2018 Gazprom vygeneroval zisk pro akcionáře ve výši 1 456 mld. RUB, což je 22,82 mld. USD.

Gazprom své kapitálové výdaje financuje ze svého zisku, má tak velmi nízký dluh. Roční úrok je jen 197 mld. RUB.

Gazprom má také na účtech 13,3 mld. USD v hotovosti. Jen tak tedy nezkrachuje.

Zisk na akcii za rok 2018 byl 65,89 RUB, dvě akcie jsou jedno ADR, tedy 2,06 USD na ADR. Toto je základ pro výpočet dividendy. Pokud za 3 roky bude dividenda 50 % čistého zisku, tak by to bylo 1,03 USD (0,94 EUR), tj. 12,5 % při aktuální ceně akcie. To nevypadá špatně.

Aktuální P/E tedy je $7,5/1,86 = 4$, tj. u normálního podniku slibující návratnost 25 % ročně. Jenže Gazprom není tak úplně normální podnik. Za posledních 10 let to byl nejlevnější podnik na světě – existují k tomu důvody, více na dalších snímcích.

Pozn. moje nákupní cena Gazpromu byla 5,8 EUR a již jsem dostal dividendu ve výši cca 0,45 EUR na akcii.

Rizika

Celá investice do Gazpromu je totiž opředená otázkou, o kolik mě ruští přátele Putina oberou a kolik mi Gazprom nechá.

Čerpám z práce analytika Sberbank Alexa Faka, který po zveřejnění této zprávy dostal výpověď ze Sberbank. Aktuálně lze tento report jednoduše vygooglit.



Zdroj: [Gazprom](#).

Power of Siberia nebyla nejlevnější cesta dodávek plynu do Číny

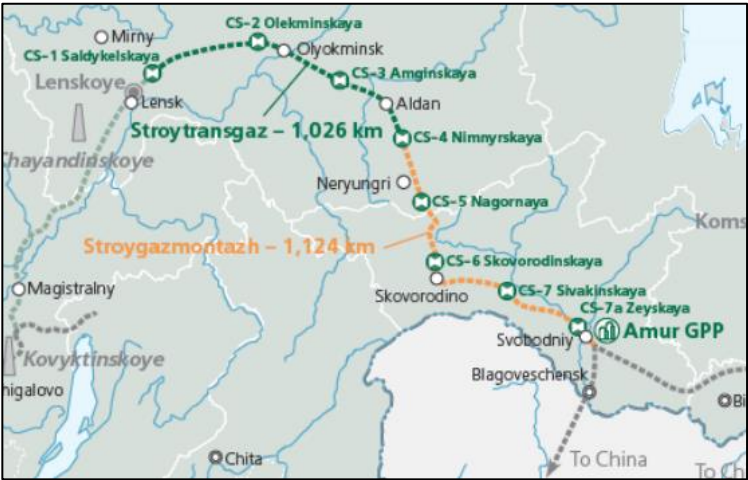
Proposed Altai pipeline route (postponed in favor of Power of Siberia)



Source: Argus, Sberbank CIB Investment Research

Power of Siberia (plynovod do Číny) stál \$60 mld. USD, zatímco „cesta Altai“ (kratší a s napojením na existující plynová pole) by přišla jen na \$10 mld. USD.

Kdo může vydělat na dražším projektu?
Dodavatelé. Projekt si rozdělily Stroytransgaz a Stroygazmontazh. Majitelé těchto firem jsou Gennady Timchenko a Arkady Rotenberg, oba jsou blízcí přátelé prezidenta Putina.



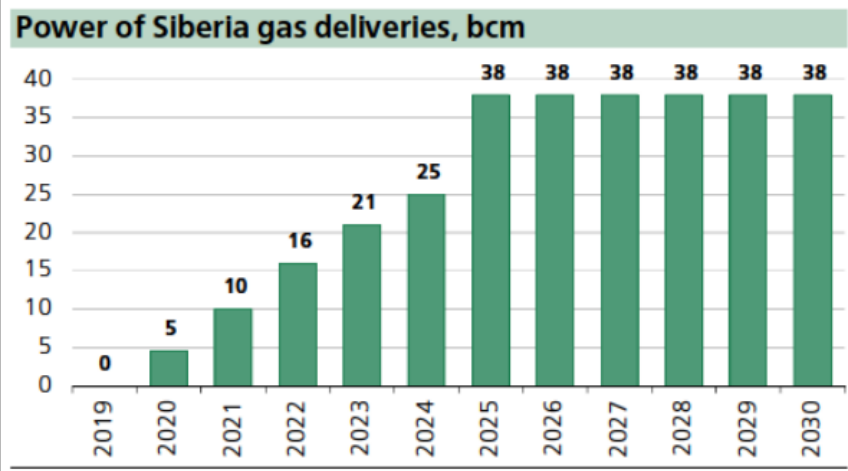
Gazprom has chosen Power of Siberia over the more lucrative Altai option		
	Power of Siberia	Altai
Length, km	2,962	2,700
Sales volumes, bcm	38	30
First pipe to launch, years	6	3
Start to peak output, years	12	6
Cost, \$ bln	55.4	10.1
Break-even gas price, \$/MMBtu*	12.0	7.0
Likely gas price, \$/MMBtu**	7.1	7.3
Years to break-even (from launch)	16	7
NPV, \$ bln	(10.8)	1.0
IRR	5%	13%

* to generate Gazprom's 12% hurdle rate of return on transportation projects
** assuming a \$65/bbl oil price
Source: Sberbank CIB Investment Research

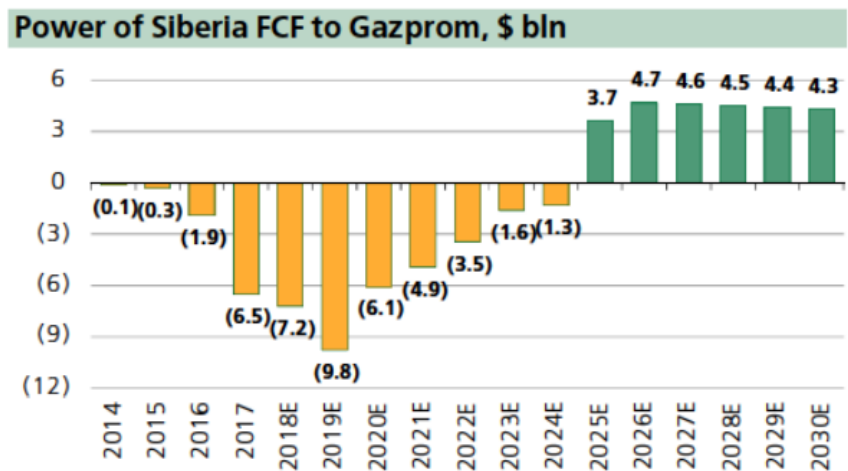


Gennady Timchenko

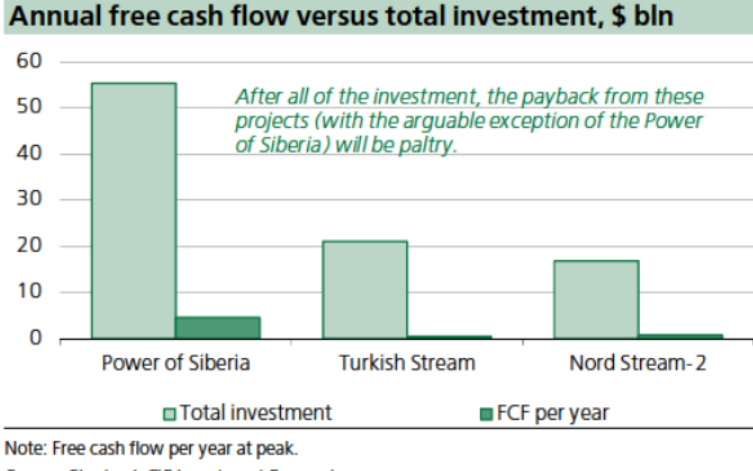
Power of Siberia není nejhorším projektem



Source: Company



Source: Company, Sberbank CIB Investment Research



Note: Free cash flow per year at peak.

Source: Sberbank CIB Investment Research

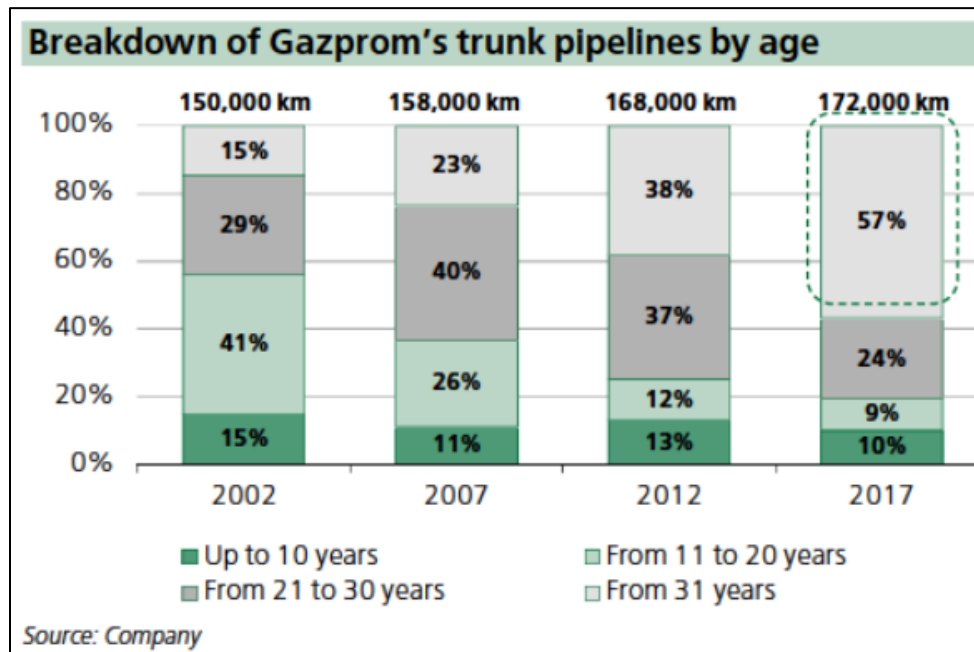
Which of Gazprom's current projects is the worst?			
	Power of Siberia	Turkish Stream	Nord Stream-2
Length, km	2,962	1,137	1,200
Capacity, bcm	38	32	55
Likely throughput at peak, bcm	38	16	34
First pipe to launch, years	6	9	5
First pipe to peak output, years	12	9	7+
Cost, \$ bln	55.4	21.0	17.0
New sales of gas, bcm	38.0	–	–
Free cash flow at peak, \$ bln	4.6	0.5	0.7
Years to break-even (from launch)	16	47	20
NPV, \$ bln	(10.8)	(12.8)	(6.0)
IRR	5%	n/a	3%

Source: Sberbank CIB Investment Research

Z těchto projektů – Turkish Stream a Nord Stream 2 – opět těžil Gennady Timchenko vlastní firmu stavící potrubí.

Turkish stream nebude profitabilní nikdy během našeho života.

Jistě je prostor pro další „zajímavé“ investice



„Bude třeba“ totiž obnovit staré potrubí. Více než jeho polovina je totiž více než 30 let stará. Zároveň není žádné jasné pravidlo, kdy by měly být trubky vyměněny. Gazprom se jednoduše může rozhodnout, že to udělá, a peníze poputují opět dodavatelům potrubí.



Spolehnutí se na dividendy

Dividends paid out per share as at the year end



Určité bezpečí můžeme najít v dividendách. Gazprom zvyšoval svou dividendu během posledních 24 let.

Budu tedy počítat s tím, že Gazprom dostojí své nové dividendové politice: 50 % čistého zisku na dividendách a že zbylý zisk se nějak utopí v obnovovacích investicích či nepříliš ekonomických expanzích.

Výpočet návratnosti

Zvolím si tedy realisticko-skeptický přístup a budu předpokládat, že Gazprom sice bude navyšovat produkci, ale nezvýší mu to zisk, protože dané kontrakty nejsou úplně výhodné (opět report A. Faka), nebo že bude mít vyšší výdaje na „investice“ než plánuje. Dejme tomu, že zisk tedy bude stagnovat.

Ceny zemního plynu jsou nyní spíše nižší, nicméně hrozí scénář, že nízké i zůstanou. Nebudu tedy kalkulovat s růstem cen.

Tedy v roce 2022 máme dividendu 0,94 EUR. Předpokládám, že trh bude vyžadovat 6% dividendu v dlouhém období, tedy cena akcie poroste s tím, jak poroste dividendy.

rok	Očekávaná dividenda	Cena akcie	Dividendová ziskovost	Hotovost pro mě po zdanění
2019	0,48 (skutečnost)	7,50	6,4 %	0,41
2020	0,60	9,38	6,4 %	0,51
2021	0,72	12,00	6 %	0,61
2022	0,94	15,67	6 %	0,80

Suma dividend po zdanění bez diskontování je 8,8 EUR během následujících 10 let.

Pokud někdy do roku 2025 cena akcie bude 15 EUR, je to pro mě +100 % za 6 let, což je 12% návratnost, navíc mám 6 % ročně na dividendách, tedy celkem jsem na 18 % ročně.

Shrnutí

Gazprom je investice do obrovských zásob zemního plynu a do rozsáhlé infrastruktury. Nové investice Gazpromu jsou mixem rozvoje podniku a zásobování dodavatelů tučnými projekty a úkor ekonomické návratnosti.

Pokud Gazprom pouze dodrží svou dividendovou politiku, nabízí aktuálně návratnost kolem 18 % ročně. Pokud přičteme růst o produkce o 25 % projevující se v růstu zisku, jsme nad 20 %.

Riziky jsou ruská politika, možné sankce atd. Na druhou stranu Gazprom nyní dodává i do Číny, je tedy diverzifikovanější.

Nakoupil jsem za 5,8 EUR a již jsem dostal jednu dividendu (termín je v létě). Aktuálně je GAZ cca 10 % mého portfolia, a to mi sedí. Pokud bych ho nevlastnil a měl volné prostředky, nakoupil bych při aktuální ceně cca 8 % portfolia a přikoupil, pokud by cena klesla.

Trh je krátkozraký, a tak se dívá pouze na aktuální dividendu (není to trochu hloupé? Díky Bohu ano). Budu tedy držet a čekat až dojde k plné manifestaci nové dividendové politiky, tedy dividendy aspoň 2krát tak vysoká a tedy cena akcie také dvojnásobná. K tomu by mělo dojít během následujících 3-6 let. Poté se znovu podívám a uvidíme, co s tím.