

Апрель 2024

Александр Клещев, Викулов Максим

Тикер	KLOG	Акционер	Доля ао, %
Количество ао, шт.	29 887	Газпром газораспределение	74,99
Капитализация, руб.	1 195 480 000	Государство	6,89
Текущая цена, руб.	40 000	Юр. лица	3,01
		Физ. лица	15,10

Газпром газораспределение Калуга является естественным монополистом и обладает самым ценным активом – эксклюзивным доступом к конечному потребителю, «последней милей» - сетью газопроводов в Калужской области, через которую структуры Газпрома, а также в будущем другие производители газа, такие как Роснефть, Лукойл и Новатэк, могут продавать свой газ населению и предприятиям.

Инвестиционное резюме:

- На газификацию в России выделено более 500 млрд. рублей. **Это в 10 раз выше капитализации всех газораспределительных компаний России!** 270.3 млрд. рублей будет потрачено уже в этом году.
- Акции ГР Калуга наряду с ГР Тула и ГР Уфа стали **первыми облигациями**, которые допущены к торгам на внебиржевую секцию Московской Биржи и теперь доступны к торговле в мобильных приложениях для всех квалифицированных инвесторов ВТБ, Финам, БКС и многих других брокеров. **Код для поиска klog или ГР Калуга**
- Собственный капитал ГР Калуги за 2023 год вырос с 2,45 млрд. до 2,7 млрд. р за счёт программы газификации. Прирост чистых активов составил 253 млн. рублей при текущей капитализации всего в 1,2 млрд. рублей. **Доходность составила 21% годовых** и будет резко расти в ближайшие годы за счёт масштабной программы газификации в Калужской области.
- **Объём инвестиций в Калужскую область**, запланированный Газпромом составляет **17,26 млрд. руб.** при капитализации ГР Калуга 1,2 млрд. руб. (при цене 40 тыс. руб. за акцию). Инвестиции в регион в 14 раз больше текущей капитализации компании. Важно, что инвестиции осуществляются не через допэмиссию акций, а через специальную надбавку к тарифу. **Доли миноритарных акционеров не размываются, а растут в цене благодаря приросту чистых активов.**
- **Грядущий передел рынка может привести к 25-ти кратному росту стоимости акций ГР Калуга за счёт роста тарифа на доставку газа к потребителю или продажи компании Роснефти или Новатэку по справедливой цене.** Подробнее см. раздел «Изменения в отрасли: потенциал роста акций до 2400%».

- Денежный поток от текущих операций после налогов ГР Калуга стабильно **превышает 400 млн. р.** в год даже на фоне сдерживаемого многие года тарифа на транспортировку газа. Мультипликатор «денежный поток от текущих операций» к капитализации компании составляет **33% годовых**, что является весьма привлекательным. Прибыль до налогообложения в 2023 году превысила 260 млн. рублей (21,6% от капитализации).

О компании

АО "Газпром газораспределение Калуга" является ключевым игроком в секторе газораспределения в Калужской области. Компания занимается транспортировкой и распределением природного газа, обеспечивая надежное и безопасное газоснабжение для бытовых и промышленных потребителей. Почти 75% акций АО "Газпром газораспределение Калуга" принадлежит дочерней структуре Газпрома – "Газпром газораспределение". Данный холдинг был создан для консолидации газораспределительных компаний России.

Являясь частью крупнейшего газового холдинга, АО "Газпром газораспределение Калуга" можно считать очень надежной структурой с точки зрения финансового положения. Выручка компании ежегодно растет, а волатильность чистой прибыли в последние годы обусловлена ростом затрат на программу газификации и изменениями тарифа на транспортировку газа. В прошлом на балансе компании находился крупный пакет обыкновенных акций ПАО "Сбербанк", изменения котировок которого в купе с размером дивиденда, оказывали существенное влияние на итоговые результаты деятельности АО "Газпром газораспределение Калуга". В 2019 году данные акции были проданы, а вырученные средства с тех пор размещаются на депозитах и используются для финансирования инвестиционной программы по догазификации регионов.

В бухгалтерской отчетности компании последние годы отображается чистый убыток, однако, на наш взгляд АО "Газпром газораспределение Калуга" ведет неординарный учет специальной надбавки, отражая её в статье "прочее" с отрицательным знаком, снижая тем самым итоговую чистую прибыль (в соответствии с п. 26(24) Постановления Правительства РФ от 29.12.2000 №1021). Другие газораспределительные компании Газпрома делают данную корректировку после подсчета чистой прибыли. Косвенным подтверждением реальности поступления спецнадбавки является начисление налога на прибыль по данной статье доходов. Таким образом, реальное финансовое положение АО "Газпром газораспределение Калуга" существенно лучше, чем это показано в бухгалтерской отчетности.

Зона роста

Существенная часть выручки в АО "Газпром газораспределение Калуга" формируется за счет транспортировки газа и специальной надбавки, поступающей как компенсация ранее понесенных затрат на инвестиционную программу по газификации регионов. Имеющиеся данные по установленным тарифам на транспортировку газа для АО "Газпром газораспределение Калуга" свидетельствуют о более низких значениях, чем по

ближайшим аналогам и отрасли в целом. Выравнивание тарифов до среднерыночных значений позволит увеличить выручку более чем в два раза, а чистую прибыль на 300-400%. Для примера мы модифицировали отчетность 2023 года АО "Газпром газораспределение Калуга" с соответствующей корректировкой по тарифам. Полученные результаты показывают, что в случае реализации такого сценария с выравниванием тарифов приведет к переоценке акций АО "Газпром газораспределение Калуга" на 150-225% под дивидендную доходность текущего периода 15-20%.

	Факт. РСБУ'23	Модиф. РСБУ'23
Выручка	2815	5630
ЧП	415,449	1753,6
Р/Е	3,48	0,82
Р/С	0,51	0,26
Дивиденд, руб.	0	19 839
Дивдоходность, %	0	49,6%

В 2022 году компания приняла дивидендную политику, согласно которой на выплату дивидендов направляется 50% чистой прибыли, скорректированной на курсовые разницы и целевые средства на инвестиционную программу. Но и до принятия дивидендной политики Совет директоров АО "Газпром газораспределение Калуга" использовал данную формулу для рекомендации дивиденда. В прошлые годы из-за переоценки финансовых вложений дивиденды АО "Газпром газораспределение Калуга" достигали 2500 руб. на акцию, в последние годы выплаты были 500-700 руб. при наличии чистой прибыли к распределению. В 2024 и последующие годы ожидается рост дивидендных выплат до 1000-1500 руб. за счет роста бизнеса т.к. оптовые цены на газ в 2023 году проиндексированы на 8% (больше, чем в среднем за прошлые годы), в 2024 году они вырастут на 11,2%, а в 2025 году на 8,2%.

Важно добавить, что в 2021 году дан старт программе догазификации домовладений физических лиц, согласно которой планируется существенное увеличение доли газифицированного населения, а значит, по мере роста количества потребителей газа, выручка региональных газораспределительных компаний будет расти дополнительными темпами. Исключением не станет и ГР Калуга. Рост долговой нагрузки в последние годы как раз связан с увеличением инвестиций на строительство газовой инфраструктуры в регионе. В 2024 году «Газпром» выделил рекордные средства на развитие газификации и догазификацию регионов России – 270,3 млрд руб. Это найдет отражение в будущей отчетности АО "Газпром газораспределение Калуга" в виде роста чистых активов и поступлений по статье «спецнадбавка», а также увеличится выручка и чистая прибыль в среднесрочной перспективе.

Помимо среднесрочной перспективы роста финансовых показателей, в акциях АО "Газпром газораспределение Калуга" существует долгосрочная идея консолидации компании основным акционером. Как уже отмечалось, компания "Газпром газораспределение" была создана с целью консолидации региональных газораспределительных компаний. За прошедшие годы мы видели консолидацию "Газпром газораспределение Нижний Новгород", выкуп и реорганизацию в "Газпром

газораспределение Волгоград", увеличение доли владения и выкуп в "Газпром газораспределение Кострома". Мы считаем, что в будущем консолидирован будет и "Газпром газораспределение Калуга", правда каких-либо сроков для реализации данного события не существует.

Факторы привлекательности: АО "Газпром газораспределение Калуга"

1. Уровень газификации Калужской области 91,8% в целом и 72,1% в сельской местности в частности. Это достаточно низкий уровень по сравнению с многими другими регионами страны, что подразумевает повышенный потенциал инвестиций в развитие газовой инфраструктуры региона. Объем инвестиций в Калужскую область, запланированный Газпромом на 2021-2025 год, составляет 17,26 млрд руб. при капитализации ГПР Калуга 1,2 млрд руб. (при цене 40 тыс. руб. за акцию). Инвестиции в регион в 14 раз больше текущей капитализации компании. В долгосрочной перспективе рост абонентской базы увеличит доходы от транспортировки и реализации газа, а также за счет сопутствующих сервисных услуг.
2. Текущая цена в три раза ниже максимальной биржевой цены. Добавление доступа к рынку ОТС новыми брокерами и расширение линейки торгуемых инструментов позволит повысить ликвидность и интерес к ОТС. Это, в свою очередь, приведёт к положительной переоценке торгуемых там акций до средних мультипликаторов по всему рынку Московской биржи.
3. Часть денежных средств (575 млн. руб.) от реализации пакета акций Сбербанка, имевшегося на балансе ГПР Калуга, ранее были переданы в долг основному акционеру и позднее возвращены. В текущий момент данные денежные средства участвуют в инвестиционной программе по догазификации регионов, что позволило ГПР Калуги в меньшей степени по сравнению с другими ГРО использовать кредитные средства. Также, в отличие от других облигаций, поступление такой крупной суммы в сравнении с капитализацией компании (575 млн. руб. при 1,2 млрд. руб. капитализации) делает ГПР Калугу одной из самых дешевых по показателю общей стоимости компании (EV).
4. Срок погашения векселей, эмитированных ГПР Калугой, на сумму 316 млн. руб. определен не ранее 2055 года, без каких-либо промежуточных выплат процентов, амортизации и пр.. Из-за такого длительного горизонта возврата денежных средств в текущих условиях можно не брать их в учет для определения чистого долга.
5. Размер нераспределенной прибыли составляет 1,34 млрд руб., что сопоставимо с капитализацией компании. В случае выплаты крупных дивидендов для нужд основного акционера, дивидендная доходность может потенциально составлять 100% от стоимости акций. Реализация такого события возможна только после реализации инвестиций по программе догазификации регионов.

В текущей ситуации ПАО "Газпром" имеет больший фокус на внутренний газовый рынок, а акции АО "Газпром газораспределение Калуга" – хорошая возможность быть участником данного изменения. Это надежная компания, имеющая хорошие перспективы роста финансовых показателей и дивидендов в будущем. Текущая цена в 40000 руб. соответствует цене приобретения данных акций Газпромом в сделке с Роснефтегазом в 2013 году, что соответствовало на тот момент стоимости чистых активов на акцию компании. На наш взгляд, в случае консолидации АО "Газпром газораспределение Калуга" оценка также будет близка к стоимости чистых активов, которая на данный момент составляет 90699 руб. на акцию, а в будущем будет расти на 8000-15000 руб. при сохранении текущих темпов или может кратно вырасти в случае серьёзных изменений в отрасли.

Изменения в отрасли: потенциал роста акций до 2400%

ГР Калуга - стабильный бизнес, львиная доля выручки которого определялась и определяется до сих пор внутренней политикой Газпрома. Газпром продаёт газ в регионе через ООО «Газпром Межрегионгаз Калуга» на сумму свыше 13,8 млрд. р. в год. И по своему усмотрению решает, сколько из этой суммы заплатить своей же компании ГР Калуга за транспортировку газа. В 2023 году он заплатил всего 2,3 млрд. рублей – ровно столько, чтобы компания стабильно работала и выполняла программу газификации. Миноритарии в этой ситуации не могут рассчитывать на приличные дивиденды.

Задача инвестора найти акции, которые имеют очень высокий потенциал роста и ограниченный потенциал падения. Акции могут вырасти в разы, если в отрасли произойдут существенные изменения. И мы считаем, что в области распределения газа созрели предпосылки для этих изменений.

- В условиях закрытия рынка сбыта газа в Европе, Газпром будет вынуждено наращивать прибыльность от продажи газа на внутреннем рынке. Доступ к потребителю будет ключевым при дележе внутреннего рынка между крупнейшими игроками отрасли. В 2023 году в Калужской области Газпром Межрегионгаз Калуга продал газа на 13,8 млрд. рублей. ГК Калуга получил лишь 2,3 млрд. рублей из этой суммы за прокачку газа. Мы считаем, что в ближайшие годы Роснефть, Новатэк и другие компании начнут бороться за право продажи газа в регионах России через покупку части газораспределительных компаний. Тарифы на газ будут неизбежно расти. Это уже объявлено.
- Сколько стоит право продавать газ на 15-20 млрд. рублей в год? Мы оцениваем эту цифру минимум в 30 млрд. рублей. То есть, в случае, если Роснефть пролоббировать получение рынка сбыта газа в Калуге и захочет приобрести ГР Калуга, Газпром не продаст его дешевле 30 млрд. рублей. А это более 1 млн. рублей за одну акцию – в 25 раз выше текущих уровней.

- Возможен также сценарий, когда другие нефтегазовые компании захотят конкурировать в каждом регионе и продавать свой газ потребителям на конкурентной основе, используя облгазы Газпрома. Примерно так происходит сейчас при продаже электроэнергии крупным промышленным потребителям. Но естественно, что тянуть параллельные газопроводы никто не будет – это будет стоить триллионы рублей. Просто Газпром повысит тариф за услуги транспортировки газа для себя и других продавцов газа до рыночных уровней. В электроэнергетике доля сетей в цене электричества доходит до 50%. В газовой отрасли в Калуге доля газораспределительных сетей составляет всего 10-16%. То есть выручка ГР Калуги может вырасти в 3-5 раз при переходе на рыночное ценообразование. Так как затраты ГР Калуги более или менее постоянны, такой скачок в тарифе приведёт к дополнительной чистой прибыли в 3-5 млрд. рублей в год, причём большая её часть скорее всего пойдёт на дивиденды. **Это даст дивиденд на одну акцию ГР Калуга 100-170 тыс. рублей и соответствующий рост стоимости компании.** Как мы видим, этот сценарий также предполагает потенциальный рост акции до уровня 1 млн. рублей за штуку.

Стоит отметить, что описанные выше сценарии являются маловероятными в краткорочном и среднесрочном периоде, но возможными на длительном промежутке времени.

Риски

Инвестиции в любые акции содержат в себе значительные риски падения цены и ликвидности.

Финансовые результаты ГР Калуга во многом определяются политикой его мажоритарного акционера – Газпрома, а также тарифными решениями ФАС и других государственных институтов. Все текущие результаты компании, её выручка, чистые активы, свободный денежный поток и прибыль - отражение этой политики. Анализ и простая экстраполяция этих показателей не позволяет увидеть кратный потенциал роста акций, так как он будет возможен **только при существенном изменении правил игры внутри Газпрома или продажи общества другой нефтегазовой компании.** Самым главным и наиболее вероятным риском инвестирования в акции ГР Калуга является сохранение статус-кво на протяжении длительного периода времени. Тогда компания будет балансировать на грани рентабельности, дивиденды будут эпизодическими и инвесторы не смогут рассчитывать на кратный рост котировок долгое время.

Тем не менее, текущие цены уже предполагают более чем 50% дисконт к чистым активам, что во многом отражает слабые результаты общества в последние годы. И позитивные сценарии изменений способны привести к куда более значимому росту, чем возможному падению при реализации негативных сценариев.

Также существенным риском являются права миноритариев в ГК Калуга. Текущий free float не позволяет Газпрому провести принудительный выкуп миноритариев по

заниженной цене, однако теоретически существует сценарий, при котором Газпром проведёт серию дополнительных эмиссий акций с целью размыть долю миноритарных акционеров.

Также возможны процессы объединения облигаций в одно или несколько более крупных предприятий на невыгодных для миноритариев условиях. Однако высокие чистые активы ГР Калуга относительно текущей цены могут помочь миноритариям добиться выкупа по цене, близкой к 90 тыс. рублей за акцию.

Мы рекомендуем приобретать акции АО "Газпром газораспределение Калуга" по 40000-60000 руб. как актив с асимметричными параметрами доходность-риск на небольшую долю долгосрочного инвестиционного портфеля. Компания сочетает в себе потенциал стартапа с 25 кратным потенциалом роста стоимости и стабильность операционного бизнеса, защищённого монопольным положением.

Показатель. млн. руб.	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	2 085	2106	2386	2 455	2 815
ЕБИТДА	331	290	497	253	370
Чистая прибыль	56	-5	113	-123	-95
ЧП. без спецнадбавки	32	-35	86	-128	-97
Чистый долг	-502	-503	-533	79	233
Рен-ть по ЕБИТДА	16%	14%	21%	10%	13%
Чистая рен-ть	3%	0%	5%	-5%	-3%
EV/ЕБИТДА	2,09	2,39	1,33	5,04	3,86
Выручка на акцию, руб.	69 762	70 466	79 825	82 139	94 188
ЧП на акцию, руб.	1 885	-161	3 782	-4 109	-3 184
СЧА на акцию, руб.	67 834	71 167	82 058	82 227	90 699
Дивиденд на акцию	532,45	0	690,91	0	

Контакты**Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
----------------------	------------------------	-----------------

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клецёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
----------------------	---------------------------	------------------------------------

Аналитический отдел	Викулов Максим Олегович Матюшин Даниил Викторович	8 812 329 19 99
---------------------	--	-----------------

Отдел торговых операций	Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 10 41
-------------------------	----------------------------------	-----------------

Отдел клиентского сервиса

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
---------------------	---------------------------	-----------------

Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание		8 812 329 19 98
---	--	-----------------