

## Реформа на внутреннем рынке газа России открывает дорогу для 20-ти кратного роста акций газораспределительных компаний

Эмитент	Текущая цена акции, руб.	P/E2028	Расчетный дивиденд на 1 акцию 2028	Див. доходность 2028*	Справедливая цена акций 2028 г.	Потенциал роста до справедливой цены 2028 г.
ГР Белгород	60 000	0,34	88 832	148%	888 321	1381%
ГР Брянск	30 000	0,87	17 326	58%	173 263	478%
ГР Великий Новгород	40 000	0,25	80 776	202%	807 763	1919%
ГР Воронеж***	150	0,39	194	129%	1 942	1194%
ГР Екатеринбург	20 000	0,35	28 318	142%	283 183	1316%
ГР Иваново	5 000	0,50	6 296	126%	62 963	1159%
<b>ГР Калуга***</b>	<b>43 000</b>	<b>0,20</b>	<b>105 360</b>	<b>245%</b>	<b>1 053 604</b>	<b>2350%</b>
ГР Курск	15 000	0,28	26 635	178%	266 351	1676%
ГР Ленинградская обл.	140 000	0,59	117 679	84%	1 176 785	741%
ГР Липецк	20 000	0,59	16 937	85%	169 368	747%
ГР Рязанская обл.	500	0,34	729	146%	7 291	1358%
ГР Саратовская обл. ***	900	0,28	1 597	177%	15 973	1675%
ГР Смоленск	4 000	0,43	4 661	117%	46 610	1065%
<b>ГР Ставрополь</b>	<b>30 000</b>	<b>0,21</b>	<b>72 147</b>	<b>240%</b>	<b>721 467</b>	<b>2305%</b>
<b>ГР Сыктывкар</b>	<b>5 000</b>	<b>0,15</b>	<b>16 770</b>	<b>335%</b>	<b>167 695</b>	<b>3254%</b>
ГР Тула***	18 000	0,25	35 402	197%	354 017	1867%
ГР Ярославль	30 000	0,22	67 595	225%	675 952	2153%
ГР Тамбов	2 000	0,40	2 479	124%	24 787	1139%
ГР Тверь***	15 000	0,52	14 508	97%	145 081	867%
<b>Волгоградгоргаз</b>	<b>60 000</b>	<b>0,32</b>	<b>93 551</b>	<b>156%</b>	<b>935 505</b>	<b>1459%</b>
Саратовгаз	18 000	0,16	57 712	321%	577 120	3106%
ГР Ростов-на-Дону**	41 000	0,24	89 847	219%	898 465	2091%
ГР Уфа***	9 710	0,42	11 496	118%	114 962	1084%

\*при сохранении текущей дивидендной политики в 50% от чистой прибыли.

- Жирным выделены наши фавориты

\*\*Доступна на Московской бирже

\*\*\*Доступна на Московской бирже для квалифицированных инвесторов

Остальные эмитенты доступны на внебиржевом рынке для квалифицированных клиентов компании ЛМС  
Открыть брокерский счёт онлайн [через Госуслуги.](#)

## Главные тезисы

1. Из-за санкций высокорентабельные **экспортные рынки газа закрылись** для российских компаний надолго, поэтому они лоббируют реформу внутреннего рынка газа и переход на «рыночные» правила игры
2. **Рост тарифов** на внутреннем рынке газа будет опережать инфляцию. Мы консервативно закладываем в наши модели средний темп роста тарифа на газ на ближайшие 5 лет в 16,5% в год. Но не исключаем более высокие темпы роста
3. Даже этого скромного роста будет достаточно для того, чтобы поставки на внутреннем рынке газа превратились из субсидируемого долгие годы направления в **рентабельный бизнес**
4. Наибольший рост в показателях и стоимости акций придётся на компании газораспределения за счёт эффекта низкой базы. Именно они **владеют газопроводами, «последней милей»** и монопольным доступом к конечному потребителю
5. Стоимость конечного потребителя - клиентской базы - резко возрастает в момент, когда бизнес перестаёт приносить убытки и начинает показывать прибыль. Производителей газа в России несколько, а инфраструктура доставки газа конечному потребителю – одна. И именно она станет бенефициаром роста тарифа
6. Все анализируемые нами компании-владельцы газопроводов - принадлежат на 50% и более Газпрому, который доставляет газ потребителю через них. Тариф за прокачку газа был «внутренним» и не рыночным. Мизерные трансфертные платежи долгие годы едва покрывали себестоимость компаний газораспределения. В результате, эти акционерные общества показывали **близкую к нулю прибыль** или убытки, платили крошечные дивиденды и их **акции торговались по бросовым ценам**
7. **Переход на рыночное ценообразование в отрасли** увеличит долю сетей (компаний газораспределения) в тарифе с нынешних 8-10% до 25-30% от собираемых на внутреннем рынке платежей. Это вместе с ростом тарифа приведёт к 6-ти кратному росту выручки газораспределительных компаний. При росте себестоимости на уровне 10% в год такой рост выручки позволит анализируемым компаниям **в 50 раз увеличить свою чистую прибыль** – суммарно с 4 млрд. р. в 2023 году до 200 млрд. р. в 2028 году.

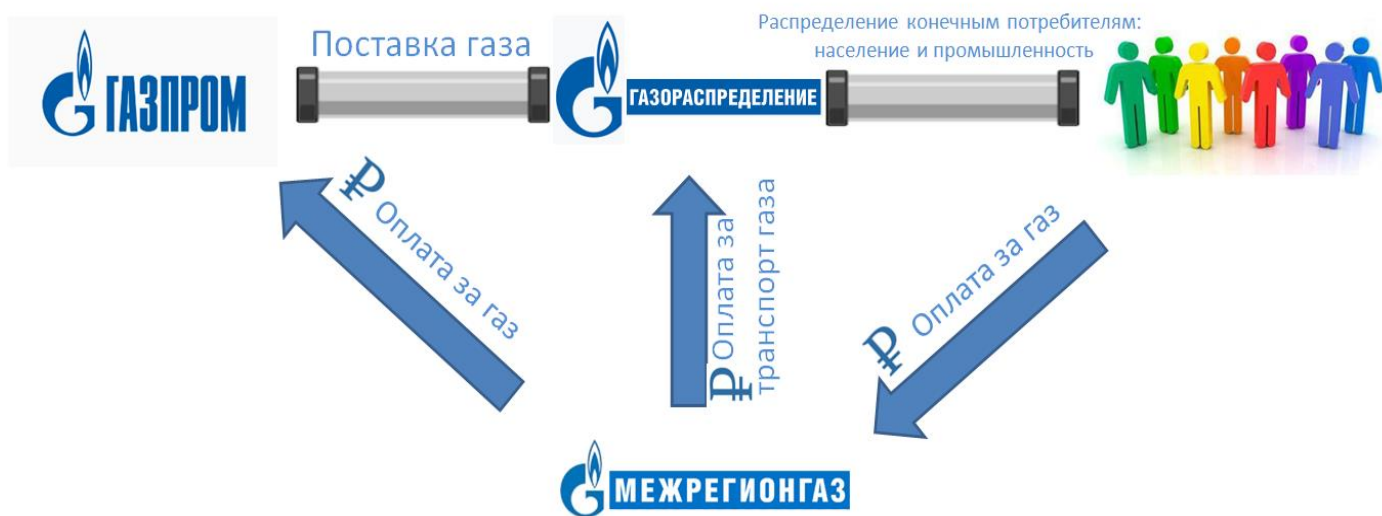
## Что такое облгазы

**Компании газораспределения (ГГР)** или как их ещё называют старожилы рынка, **облгазы**, – это владельцы региональных газовых труб. Почти в каждом регионе есть свой облгаз - Газпром газораспределение Калуга, Газпром газораспределение Сыктывкар, Газпром газораспределение Ставрополь и т.д.

**Сами они газ не продают, а лишь оказывают услуги транспортировки газа по своей трубе и сопутствующей инфраструктуре.** Также Газпром газораспределения оказывают населению услуги по подключению к своим сетям, обслуживанию и ремонту газового оборудования. Этот сектор похож на компании МРСК в электроэнергетике.

Вся продажа газа осуществляется через ООО Газпром межрегионгазы, которые есть в каждом регионе. Именно они собирают деньги с населения и промышленных потребителей. Межрегионгазы - аналог энергосбытовых компаний в электроэнергетике.

Облгазы являются естественными монополистами, поэтому их тарифы согласуются с ФАС. Платёж за услуги транспортировки газа в настоящее время фактически является основой выручки большинства АО Газпром газораспределений.



Через облгазы прокачивает газ не только сам Газпром, но и другие производители, например, Новатэк и Роснефть. Мы прогнозируем, что **рост тарифов для внутренних потребителей газа обострит конкуренцию среди производителей.** Это подтолкнёт Газпром к переходу на «рыночное» ценообразование услуг облгазов, то есть фактически к росту доли в тарифе за перекачку газа.

## Реформы назрели

Снижение экспортного потенциала Газпрома вынуждает сфокусироваться на внутреннем рынке газа, который стагнировал многие годы, как в объемах поставок, так и в маржинальности. Поставки на внутренний рынок газа тремя крупнейшими производителями (Газпром, Роснефть, Новатэк) колеблются вблизи 500 млрд. куб.м. (из них 355 млрд. куб.м. - доля Газпрома), а внутренние цены на газ [в разы ниже внешних рынков](#). Ситуация Газпрома дополнительно осложняется существенной социальной нагрузкой по программе газификации населения, повышенной налоговой нагрузкой и нерыночным ценообразованием. Сложившаяся ситуация требует скорейшего изменения внутреннего рынка газа, **переход от субсидирования внутреннего рынка к эффективному, маргинальному рынку** внутреннего потребителя.

Возможный вектор реформ внутреннего рынка газа сейчас активно обсуждается, но уже есть **консенсус по необходимости повышения рентабельности внутреннего рынка газа**. На наш взгляд, **центром прибыли** в новых условиях должны стать газораспределительные компании, как монопольные **владельцы "последней мили"** и исполнители инвестиционной программы по догазификации населения.

### Финансовые результаты газораспределительных компаний, тыс. руб.:

Эмитент	Цена акции, руб.	Капитализация	Выручка 2023	В т.ч.: (1) Выручка от транспортировки	(2) Спецнадбавка	Чистая прибыль 2023
ГР Белгород	60 000	4 818 600	3 792 280	3 131 688	201 875	-170 922
ГР Брянск	30 000	3 298 050	2 568 090	1 611 253	108 966	-142 066
ГР Великий Новгород	40 000	2 711 800	1 554 204	1 109 276	254 643	-2 414
ГР Воронеж	150	3 326 010	6 127 029	4 633 045	683 644	111 786
ГР Екатеринбург	20 000	1 929 480	1 361 592	555 638	143 450	16 163
ГР Иваново	5000	1 951 800	2 433 380	1 543 871	232 347	35 225
ГР Калуга	43 000	1 285 141	2 814 945	2 327 561	400 348	- 98 638
ГР Курск	15 000	1 326 300	2 437 429	?	?	-243 545
ГР Ленинградская обл.	140 000	11 073 440	5 147 840	3 768 676	-	553 200
ГР Липецк	20 000	2 379 760	4 062 482	?	?	265 045
ГР Рязанская обл.	500	2 401 055	3 160 097	2 509 127	509 479	460 891
ГР Саратовская обл.	900	3 310 290	3 062 532	2 194 391	104 596	17 098
ГР Смоленск	4 000	1 605 664	2 190 450	1 434 463	3 015 981	106 816
ГР Ставрополь	30 000	3 901 170	6 101 378	5 544 371	854 373	205 989
ГР Сыктывкар	5000	1 773 139	2 069 937	1 718 106	436 195	- 95 576
ГР Тула	18 000	2 854 638	6 444 653	2 540 956	543 805	900 640
ГР Ярославль	30 000	2 091 180	1 933 652	1 370 829	251 868	42 652
ГР Тамбов	2 000	1 728 040	2 525 881	1 998 727	395 181	41 237
ГР Тверь	15 000	2 677 020	3 329 099	2 471 599	459 210	101 281
Волгоградгоргаз	60 000	1 782 000	1 235 063	151 000*	559 456	- 76 886
Саратовгаз	18 000	758 232	1 029 645	777 141	73 682	54 097
ГР Ростов-на-Дону	41 000	5 258 016	12 664 083	7 350 707	1 145 404	2 258 910
ГР Уфа	9 710	6 818 012	12 513 475	8 523 725	1 415 521	-372 433

\*за выручку от транспортировки в Волгоградгоргазе приняты арендные платежи за газопровод.

Текущие тарифы на транспортировку газа внутренним потребителям нередко не покрывают операционных затрат облгазов, а реализацию инвестиционной программы приходится выполнять частично за счет заемных средств. В таких условиях стоимость "клиентской базы" газораспределительных компаний можно было считать нулевой, т.к. реальной доходности от них нет. Как только изменения в газовой отрасли приведут к повышению рентабельности внутренних потребителей, такая "клиентская база" будет переоценена участниками рынка, а газораспределительные компании станут прибыльными и ценными для отраслевых участников.

## Сколько стоит трубу построить - восстановительная стоимость Газпром газораспределений

Капитализация рассматриваемых в этом обзоре 23 газораспределительных компаний составляет всего 70 млрд. рублей. Если использовать текущие мультипликаторы для оценки всех компаний отрасли, включая непубличных, капитализация сектора составит менее 150 млрд. рублей.

Много это или мало?

По этим сетям ежегодно перекачиваются сотни миллиардов кубов газа стоимостью в несколько триллионов рублей.

Достаточно сказать, что на программу догазификации в России выделено **более 785 млрд. р.** – в 5,2 раза выше текущей капитализации облгазов.

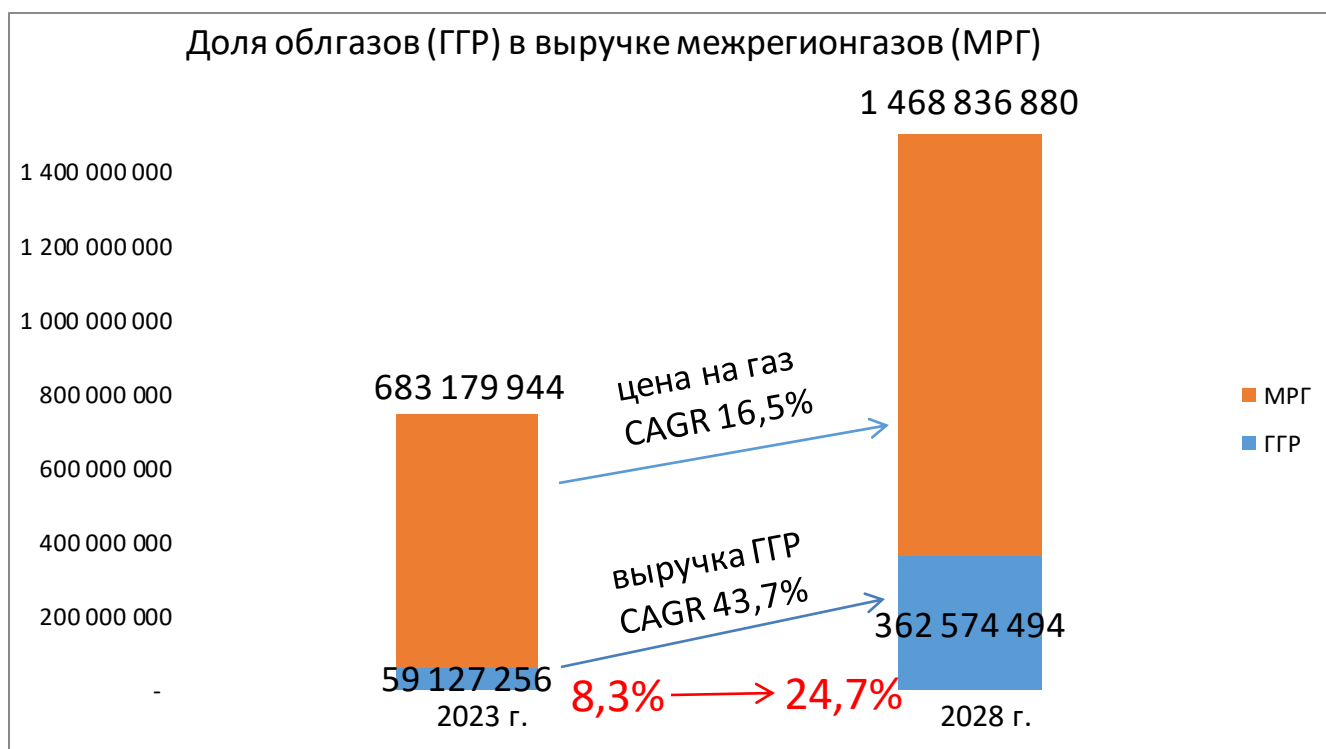
Текущий уровень газификации страны составляет 73,8%. За 2023 год уровень газификации увеличился на 0,8 п.п., а объем затраченных средств на такое увеличение доли составил 236,8 млрд. руб. Таким образом, для газификации регионов до текущего уровня «с нуля» потребовалось бы **более 21 трлн. руб. инвестиций.** Это в **140 раз больше текущей капитализации** всех газораспределительных компаний, на балансе которых находятся газопроводы до потребителя.

## Раскрытие потенциала облгазов

Доля выручки газораспределительных компаний (ГГР) в выручке сбытовых компаний - межрегионгазов (МРГ) в нашей выборке составляет 8,3%. Сейчас газовый бизнес устроен таким образом, что межрегионгазы продают газ потребителям и получают полную оплату за газ, а газораспределительным компаниям достается только плата за транспортировку газа.

Эта плата - тариф за транспортировку – базировалась на операционной себестоимости облгазов и даже не покрывала львиную часть капитальных затрат, совершённых в предыдущие годы. Тариф индексировался по формуле «инфляция минус» или не индексировался вовсе.

Тариф на транспорт газа в России в среднем в 20 раз ниже тарифа в европейских странах. И если себестоимость добычи газа в России очевидно ниже и цена на сам газ для внутренних потребителей должна быть существенно ниже европейской, то себестоимость строительства сетей газопроводов в России и Европе сопоставимы. И такая разница в тарифе именно на транспортировку газа не оправдана.



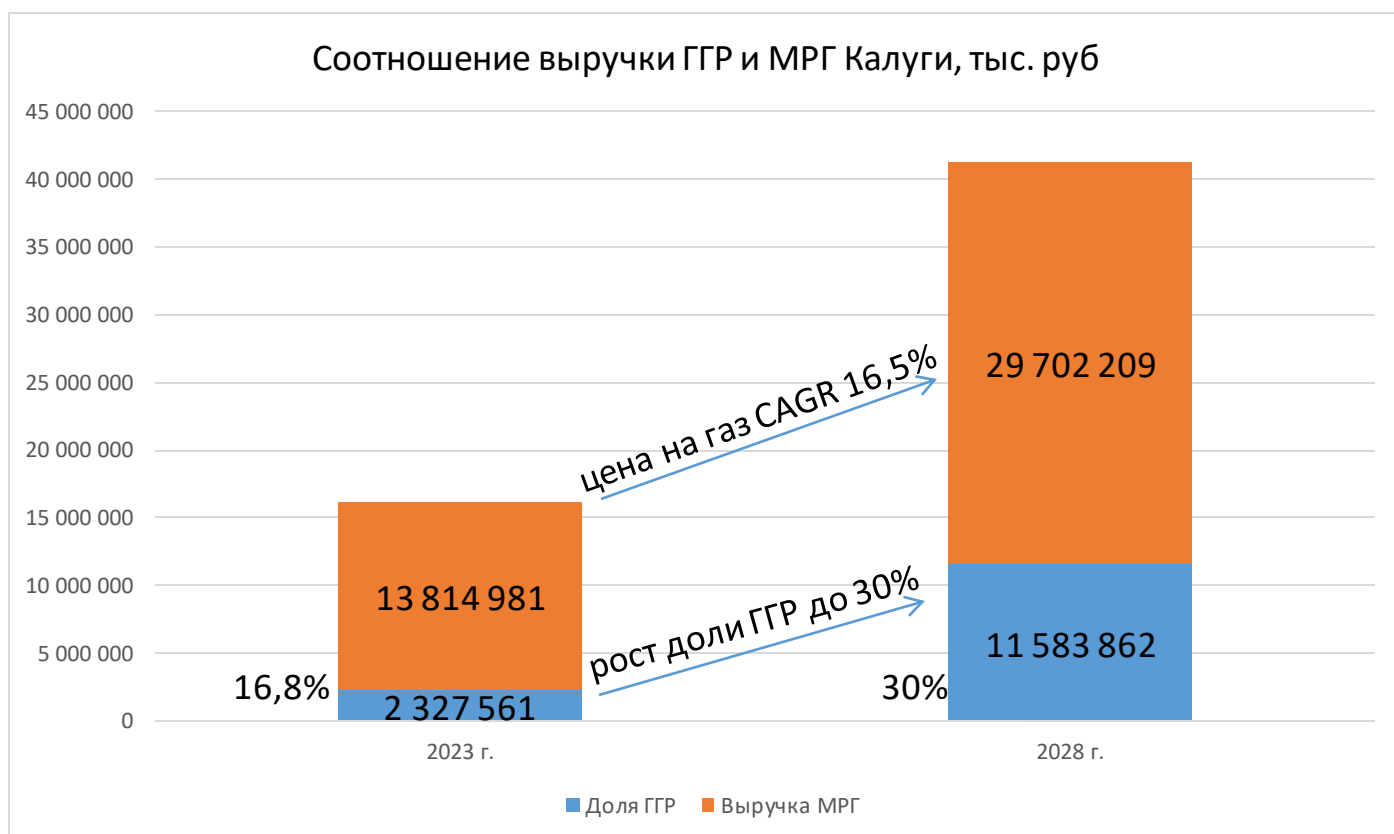
Обсуждаемые изменения в части повышения рентабельности внутреннего рынка газа сводятся к необходимости повышения цены на газ для потребителей. Мы закладываем в наши модели среднегодовые темпы роста цен на газ в 16,5% в следующие 5 лет. При этом за счёт перехода на рыночное тарифообразование и конкуренции среди производителей газа за конечного внутреннего потребителя, произойдет перераспределение маржи в пользу газораспределительных компаний.

По нашим предположениям, доля выручки ГГР в доходах МРГ может достичь 25-30%, что вместе с ростом цены на газ даст среднегодовые темпы роста выручки ГГР в 43,7%.

## Наши фавориты

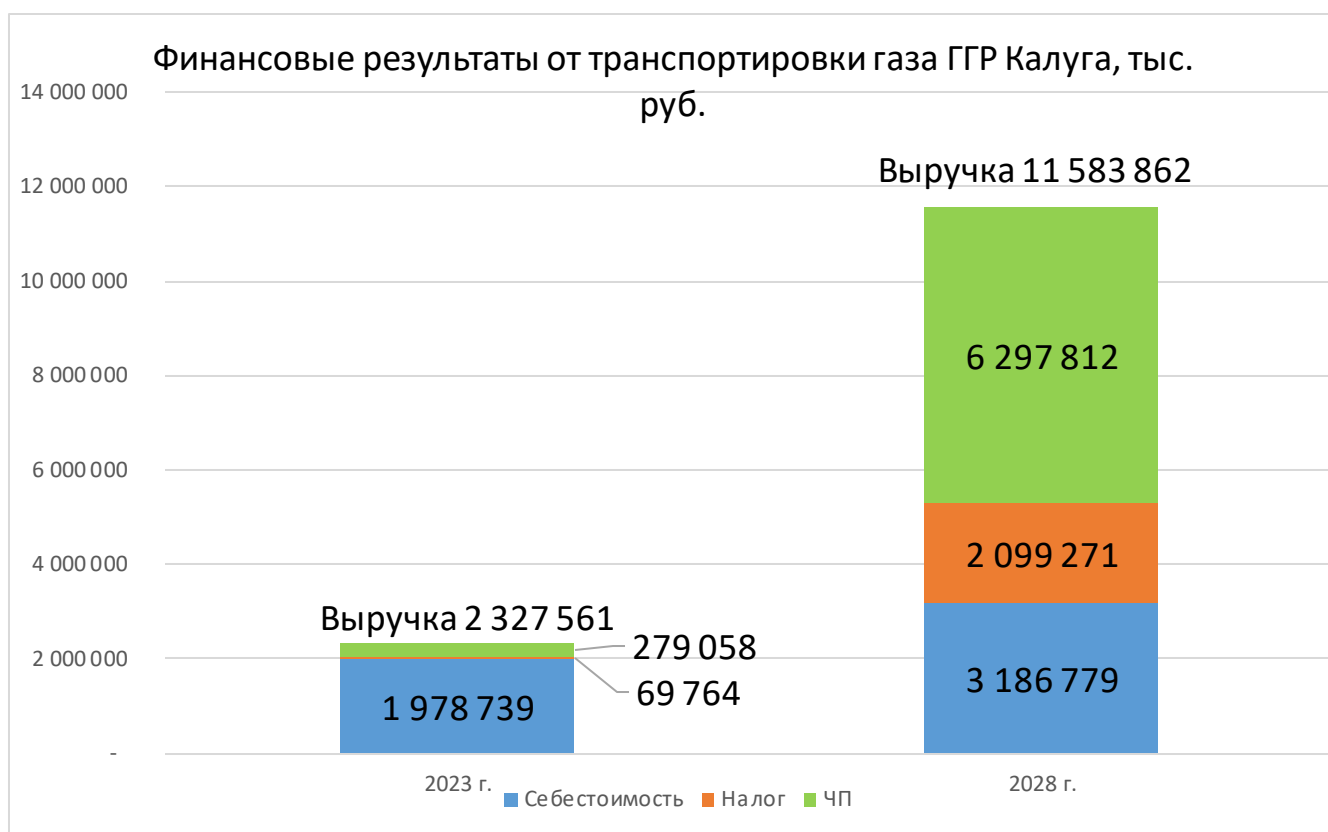
### Газпром газораспределение Калуга - доступна для квалифицированных инвесторов на Московской бирже, код klog

**Газпром газораспределение Калуга** - осуществляет свою деятельность в промышленном развивающемся регионе, что находит отражение в структуре потребителей газа: 50% - промышленность и коммерция, 27% - население, 23% - транзит. Часть транспортируемого газа внутри системы принадлежит Новатэку. Уровень газификации калужской области 73%, что ниже среднего по стране. ГР Калуга вошёл в число наших фаворитов из-за того, что большая часть газопровода региона до сих пор не оформлена в собственность и мы пока не видим в балансе предприятия большей части активов. В обслуживании Газпром газораспределение Калуга находится 12,3 тыс. км. газопровода, из них в собственности оформлено всего 2,4 тыс. км. Постепенно эмитент проводит юридическую работу по восстановлению прав собственности и постановки на учет бесхозных участков трубы, и мы ожидаем, что в ближайшие 5 лет он «бесплатно» поставит себе на учёт как минимум 5 тыс. км газопроводов, то есть утроит это значение.



Объем инвестиций в Калужскую область, запланированный Газпромом составляет 17,26 млрд. руб. при капитализации ГР Калуга 1,28 млрд. руб. (при цене 43 тыс. руб. за акцию). Инвестиции в регион в 13 раз больше текущей капитализации компании. Важно, что инвестиции осуществляются не через допэмиссию акций, а через

специальную надбавку к тарифу. Доли миноритарных акционеров не будут размыты, а вырастут в цене благодаря приросту чистых активов и будущих финансовых показателей.



Удвоение доходов МРГ региона вкупе с увеличением в ней доли выручки газораспределительной компании до 30% и ростом объема прокачки газа Новатэка (для этого мы применили поправочный коэффициент x1,3 к прогнозной выручке ГР Калуги) может привести к более чем двадцатикратному увеличению чистой прибыли в 2028 году с текущих 279 млн. руб. до 6298 млн. руб. Исходя из дивидендной политики во всех облигах, которая подразумевает выплату на дивиденды 50% чистой прибыли, скорректированной на курсовые разницы и целевые средства на инвестиционную программу, потенциальная дивидендная выплата ГР Калуги за 2028 год может составить 105 тыс. руб. на акцию, что обеспечит более 210% дивидендной доходности к текущей цене акций.

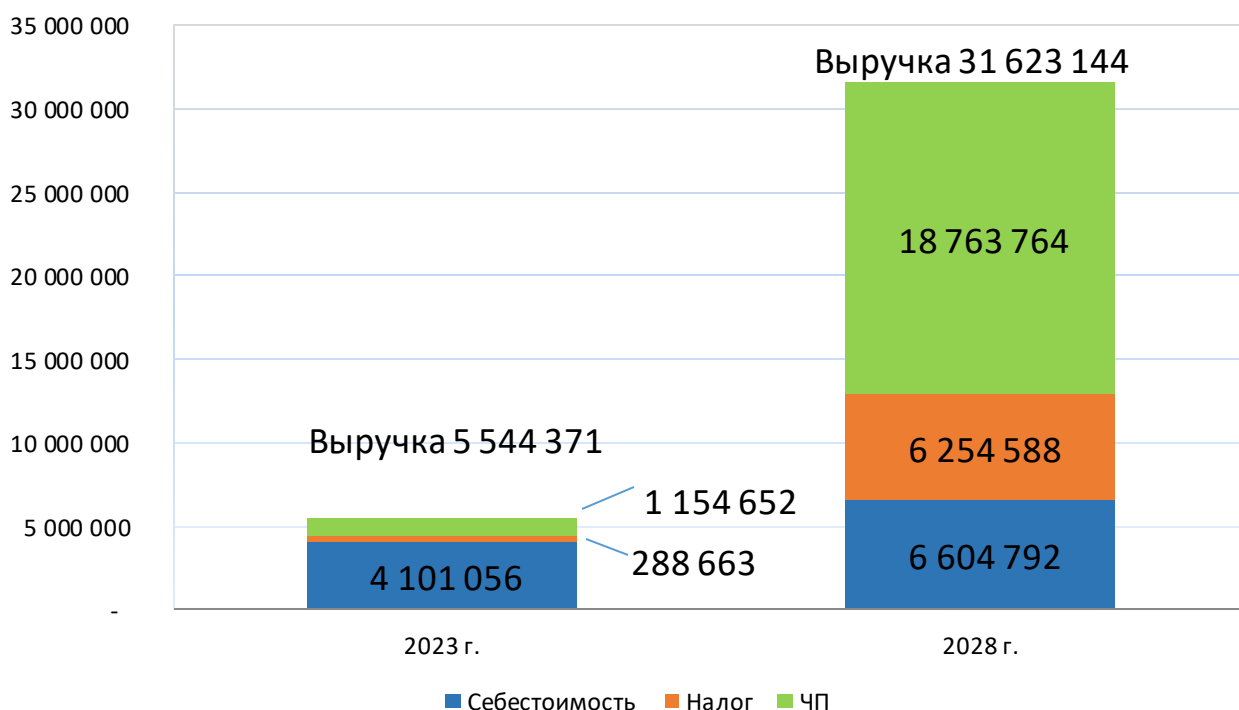
**Справедливая цена акций ГР Калуги, определяемая нами, исходя из 10% дивидендной доходности в 2028 году, составляет 1 053 тыс. руб. Потенциал роста от текущей цены превышает 2350%.**



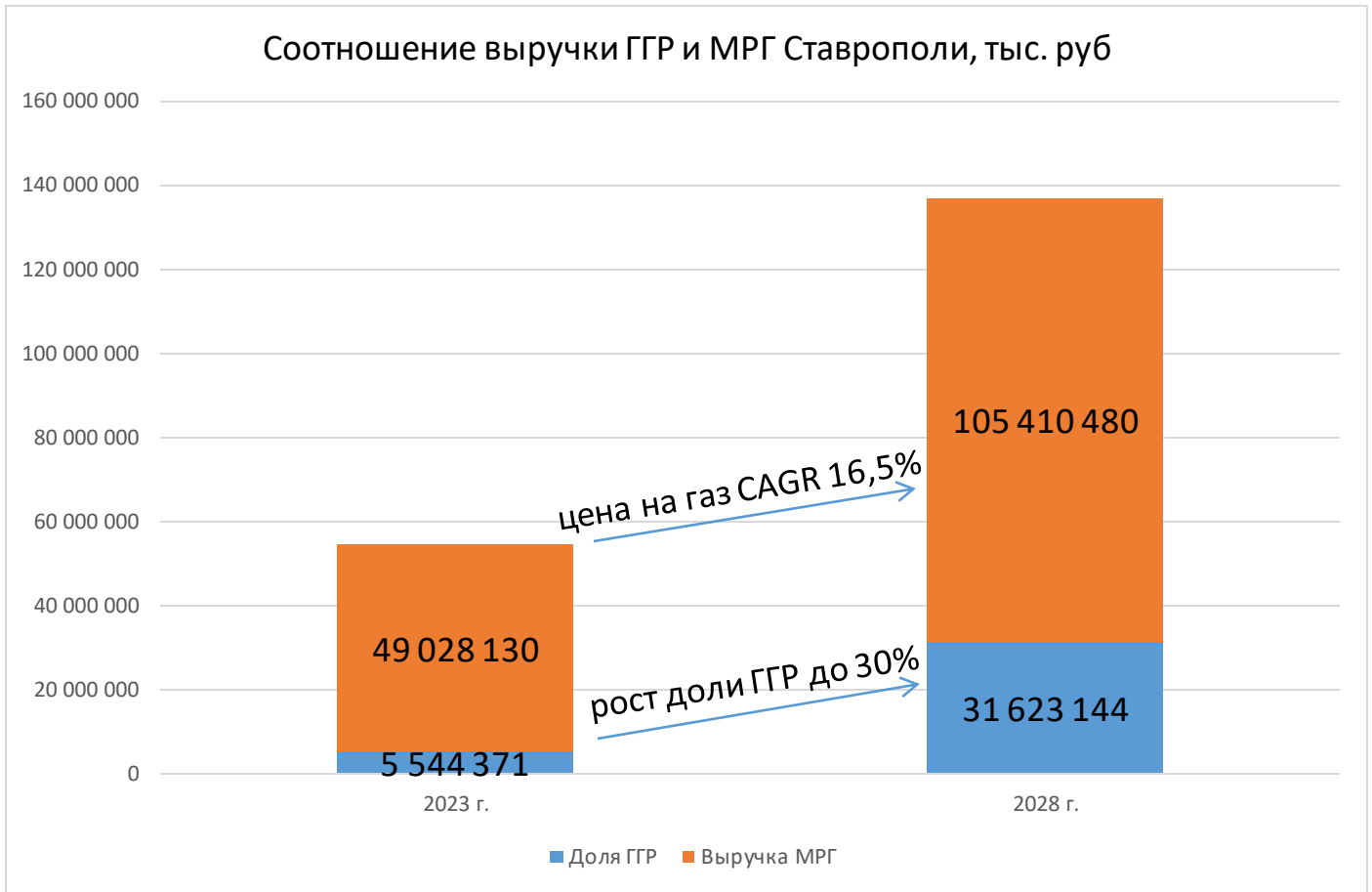
## Газпром газораспределение Ставрополь

**Газпром газораспределение Ставрополь** - транспортирует 93% всего газа, проходящего в регионе. Финансовое положение стремительно восстанавливается после ряда крупных списаний из-за уголовных дел против бывших руководителей компании. На территории региона компания обслуживает более 32 тыс. км. газопровода, из которых 18,7 тыс. км. находятся на балансе компании, что является одним из наибольших показателей среди аналогов. Газификация региона одна из наивысших в России - 98%, поэтому программа догазификации региона на 2021-25 гг. составляет 6 млрд. руб. Ранее компания платила дивиденды и ожидается возврат к практике выплаты дивидендов в соответствии с директивой Газпрома после появления положительной величины нераспределенной прибыли на балансе. Темпы роста выручки в последние годы существенно лучше аналогов.

Финансовые результаты от транспортировки газа ГПР  
Ставрополь, тыс. руб.



Бизнес ГР Ставрополь фактически более крупный, чем это отражается в бухгалтерской отчетности, т.к. в структуру компании входит 33 дочерних общества, а консолидированную отчетность общество не публикует. Поэтому ГР Ставрополь вошёл в список наших фаворитов.

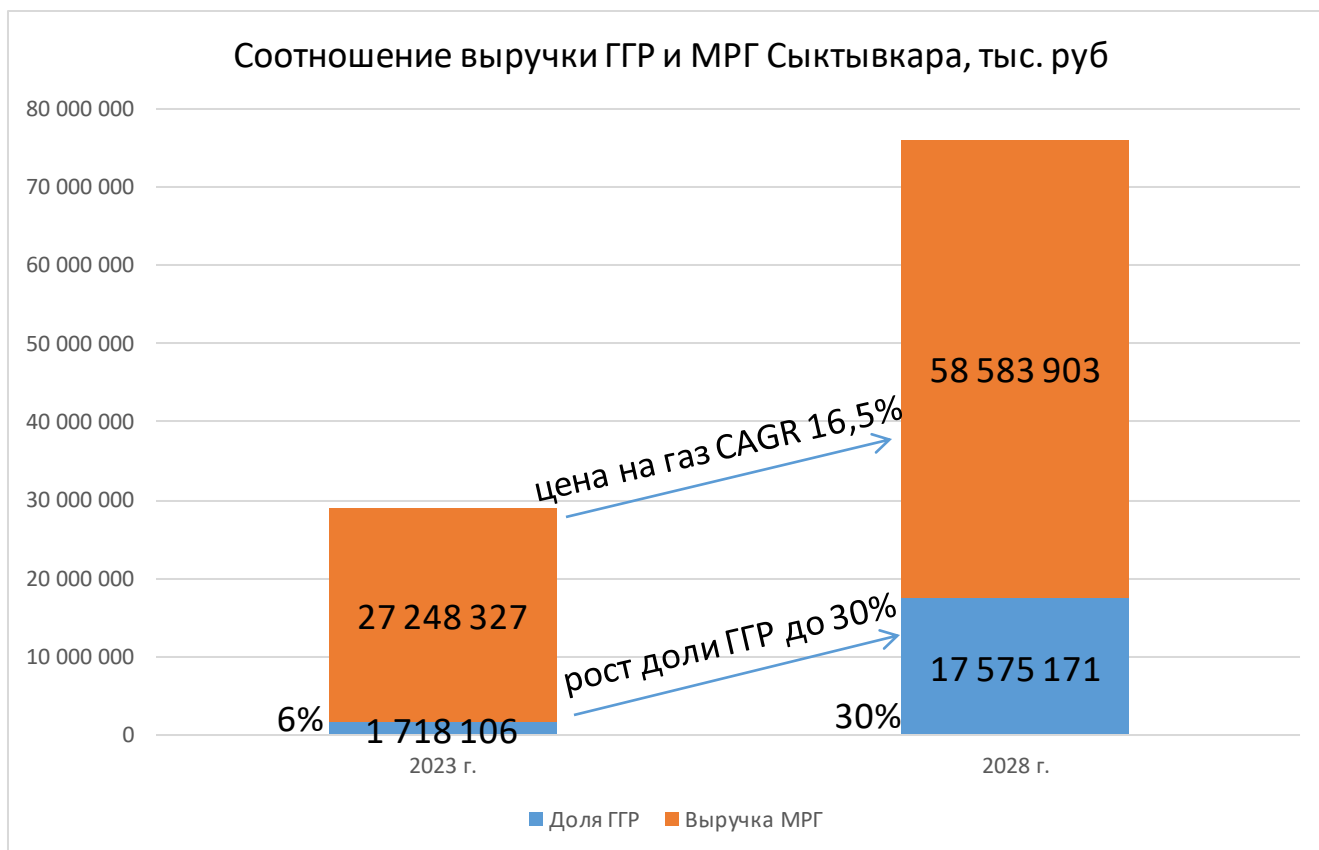


Реализация сценария с ростом доходов МРГ региона и сопутствующим увеличением доли выручки от транспортировки газа в ГР Ставрополь может привести к росту чистой прибыли в 16 раз к 2028 году. Исходя из подхода к 50% распределению чистой прибыли за вычетом спецнадбавки на дивиденды, потенциальный дивиденд на акцию ГР Ставрополь в 2028 году составит 72 тыс. руб. или 240% дивидендной доходности к текущей цене.

**Справедливая цена акций ГР Ставрополь, определяемая нами, исходя из 10% дивидендной доходности в 2028 году, составляет 721 тыс. руб. Потенциал роста от текущей цены превышает 2300%.**

## Газпром газораспределение Сыктывкар

**Газпром газораспределение Сыктывкар** - является монополистом по транспортировке газа в регионе и осуществляет 3,8 млрд. куб.м. газа поставок потребителям и транзита ежегодно. Длина трубопровода в обслуживании Газпром газораспределение Сыктывкара составляет 2,2 тыс. км., 63% из которых находится в собственности. Уровень газификации региона составляет 63%, что является самым низким показателем среди рассматриваемой выборки облгазов. Это означает, что регион получит значительно большую часть из выделенных на газификацию 785 млрд. рублей. Поэтому эмитент также является нашим фаворитом.



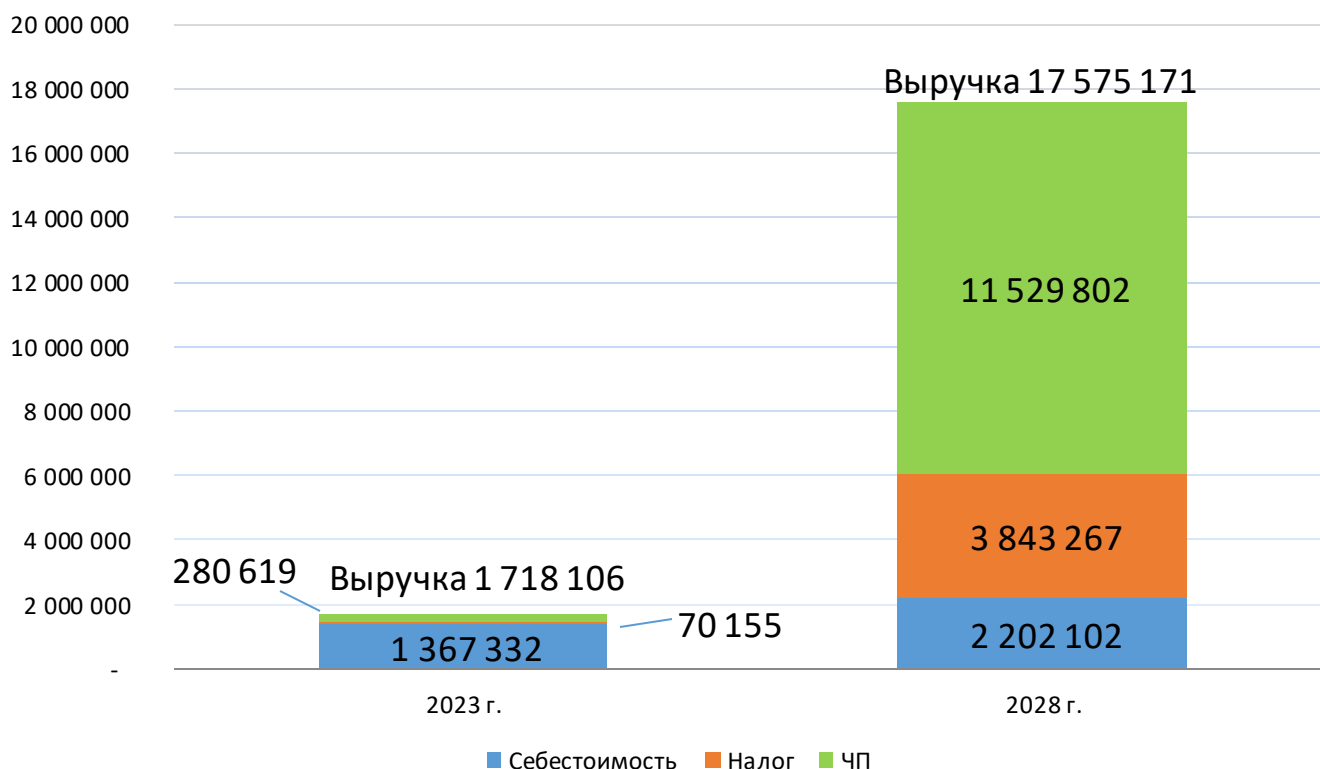
Произведенные расчеты, основанные на вышеописанных предпосылках о росте выручки от продажи газа и увеличение доли транспортного тарифа в конечной цене газа, показали, что чистая прибыль ГР Сыктывкар от транспортировки газа к 2028 году способна увеличиться в 41 раз с текущих 280 млн. руб. до 11 529 млн. руб. Мы считаем полученные цифры внушительного роста финансовых показателей реалистичными, т.к.:

1. Ожидаем увеличение уровня газификации региона до целевого значения. В рамках программы догазификации регионов будет направлено свыше 28 млрд. руб. инвестиций на строительство 20 межпоселковых газопроводов, 7 газораспределительных станций и объектов газоснабжения регионального промышленного узла. Эта цифра в 15 раз выше текущей капитализации ГР Сыктывкар.

2. В регионе присутствуют альтернативные производители газа, которые также могут быть заинтересованы в использовании газотранспортной системы региона для реализации своего газа и транзита в другие.

3. Столь существенный прирост обусловлен в том числе эффектом «низкой базы», т.к. в данный момент доля транспортной составляющей в выручке МРГ рекордно низкая и составляет 6%.

Финансовые результаты от транспортировки газа ГПР Сыктывкар,  
тыс. руб



Исходя из подхода к 50% распределению чистой прибыли за вычетом спецнадбавки на дивиденды, потенциальный дивиденд на акцию ГП Сыктывкар в 2028 году составит 16,8 тыс. руб. на обыкновенную и привилегированную акцию или 335% дивидендной доходности к текущей цене.

**Справедливая цена обыкновенных акций ГП Сыктывкар, определяемая нами, исходя из 10% дивидендной доходности в 2028 году, составляет 168000 руб. Потенциал роста от текущей цены – 5000 руб. за акцию превышает 3250%.**

## Волгоградгоргаз

**Волгоградгоргаз** – один из редких владельцев городских газопроводов, доступных к покупке. В городе плотность потребителей значительно выше, а сети газопроводов не так растянуты, как у облгазов, обслуживающих весь регион. В результате, эффективность бизнес должна быть выше.

В настоящее время вся труба АО «Волгоградгоргаз» сдаётся в аренду ООО «Газпром газораспределение Волгоград» за символические 150 млн. рублей в год. Переход на рыночные условия может раскрыть потенциал этого эмитента очень значительно за счёт эффекта низкой базы. На балансе компании находится 2,47 тыс. км. газопроводов.

Мы исходим из варианта расшивки сложившихся договорных обязательств и возврата функции транспортной компании в границах города в пользу Волгоградгоргаза. Другие городские газовые компании, входящие в структуру Газпрома, отвечают за поставку газа в город, что дает возможность рассчитывать на изменение и в Волгоградгоргазе.

Волгоградгоргаз имеет крепкий финансовый баланс: отсутствует долговая нагрузка; чистые активы на одну акцию 159,5 тыс. руб., почти полностью состоящие из нераспределенной прибыли прошлых лет; более 5,6 млрд. руб. основных средств на балансе.

В нашей расчетной модели мы исходим из того, что до 2028 года Волгоградгоргаз вернёт себе статус оператора по транспортировке газа и получит прямо пропорциональную населению города и региона долю доходов от транспортировки газа. В таком случае, выручка от транспортировки газа в 2028 году может составить 9,8 млрд. руб., а чистая прибыль по данной деятельности превысит 5,55 млрд. руб. Так как в горгазе действует такая же корпоративная норма выплаты дивидендов в размере 50% чистой прибыли за вычетом спенадбавки, потенциальный дивиденд в такой ситуации составит 93,5 тыс. руб. на акцию или 156% дивидендной доходности к текущей цене.

**Справедливая цена акций Волгоградгоргаза определяемая, исходя из 10% дивидендной доходности в 2028 году, составляет 935 тыс. руб. Потенциал роста от текущей цены составляет 1459%.**

## Как мы считаем

1. Цена на газ, то есть выручка МРГ вырастет темпом 16,5% в год до 2028 года.
2. Стоимость транспортировки (то есть выручка ГТР) будет составлять 30% от выросшей выручки МРГ к 2028 году, за исключением отдельных эмитентов.
3. Себестоимость ГТР будет расти темпом 10% в год до 2028 года.
4. Чистая прибыль от транспортировки газа является разницей между выручкой и себестоимостью и вычетом налога 25%.
5. Дивиденд рассчитывается, как 50% от чистой прибыли 2028 года.
6. Целевая цена нами предлагается исходя из 10% дивидендной доходности 2028 года.
7. Потенциал роста рассчитывается между целевой и текущей индикативной ценой, за исключением эмитентов, чьи акции торгуются на Мосбирже.

### Характеристики деятельности газораспределительных компаний на 2023 г.:

Эмитент	Объем по региону млн. куб. м.	Объем перекачки газа эмитента млн. куб. м.	Длина трубопровода в обслуживании, км.	Длина трубопровода эмитента, км	Уровень газификации, %
ГР Белгород	3 392	3 392	26 763	21 639	98
ГР Брянск	2 047	2 041	20 787	17 618	88
ГР Великий Новгород	2 981	2 981	3 215	1 741	66
ГР Воронеж	5 724	5 713	32 344	19 051	94
ГР Екатеринбург	16 100	2 800	2 560	1 343	66
ГР Иваново	6 068	1 723	8 576	4 378	78
<b>ГР Калуга</b>	<b>1 972</b>	<b>1 740</b>	<b>12 324</b>	<b>2 427</b>	<b>73</b>
ГР Курск	2 210	2 210	20 937	7 688	99
ГР Ленинградская обл.	6 671	6 661	11 160	4 084	57
ГР Липецк	4 434	2 909	19 741	9 628	98
ГР Рязанская обл.	1 470	1 470	18 467	10 357	87
ГР Саратовская обл.	?	2 214	27 149	11 988	92
ГР Смоленск	4 340	2 957	11 077	5 666	74
<b>ГР Ставрополь</b>	<b>6 353</b>	<b>5 893</b>	<b>32 358</b>	<b>18 692</b>	<b>98</b>
<b>ГР Сыктывкар</b>	<b>3 809</b>	<b>3 809</b>	<b>2 249</b>	<b>1 237</b>	<b>63</b>
ГР Тула	8 778	2 872	15 561	9 106	85
ГР Ярославль	3 341	2 852	6 239	1 531	73
ГР Тамбов	1 999	1 693	16 122	8 523	80
ГР Тверь	2 217	2 171	10 689	6 462	65
<b>Волгоградгоргаз</b>	<b>5 183</b>	-	<b>3 812</b>	<b>2 471</b>	<b>85</b>
Саратовгаз	?	1 781	3 044	1 278	86
ГР Ростов-на-Дону	8 115	7 906	44 195	12 535	86
ГР Уфа	15 664	13 362	54 568	11 638	85

Мы произвели расчет возможной будущей выручки газораспределительных компаний (ГР) при условии роста выручки сетевых компаний (МРГ) темпом 16,5% в год и увеличения доли тарифа на транспортировку газа до 30% (за исключением регионов, где присутствуют конкуренты). Полученные расчеты в таблице ниже (в тыс. руб.).

Эмитент	Выручка от транспортировки газа 2023	Выручка МРГ 2023	Текущая доля сетей в тарифе 2023	Доля сетей в тарифе 2028	Выручка ГР от транспортировки в 2028	Рост выручки ГР от транспортировки в %
ГР Белгород	3 131 688	36 612 117	9%	30%	23 614 815	654%
ГР Брянск	1 611 253	11 699 934	14%	30%	7 546 457	368%
ГР Великий Новгород	1 109 276	24 627 965	5%	30%	15 885 037	1332%
ГР Воронеж	4 633 045	26 229 672	18%	30%	16 918 138	265%
ГР Екатеринбург	555 638	37 084 588	1%	10%	7 973 186	1335%
ГР Иваново	1 543 871	11 229 025	14%	30%	7 242 721	369%
<b>ГР Калуга</b>	<b>2 327 561</b>	<b>13 814 981</b>	<b>17%</b>	<b>30%</b>	<b>11 583 862</b>	<b>398%</b>
ГР Курск	1 861 106	14 748 454	13%	30%	9 512 752	411%
ГР Ленинградская обл.	3 768 676	133 568 039	3%	10%	28 717 128	662%
ГР Липецк	?	15 120 631	н/д	30%	9 752 807	н/д
ГР Рязанская обл.	2 509 127	17 576 293	14%	30%	11 336 709	352%
ГР Саратовская обл.	2 194 391	29 236 748	8%	30%	18 857 702	759%
ГР Смоленск	1 434 463	10 243 224	14%	30%	6 606 879	361%
<b>ГР Ставрополь</b>	<b>5 544 371</b>	<b>49 028 130</b>	<b>11%</b>	<b>30%</b>	<b>31 623 144</b>	<b>470%</b>
<b>ГР Сыктывкар</b>	<b>1 718 106</b>	<b>27 248 327</b>	<b>6%</b>	<b>30%</b>	<b>17 575 171</b>	<b>923%</b>
ГР Тула	2 540 956	28 473 330	9%	30%	18 365 298	623%
ГР Ярославль	1 370 829	21 740 319	6%	30%	14 022 506	923%
ГР Тамбов	1 998 727	12 361 879	16%	30%	7 973 412	299%
ГР Тверь	2 471 599	15 301 451	16%	30%	9 869 436	299%
<b>Волгоградгоргаз</b>	<b>151 000</b>	<b>38 087 125</b>	<b>1%</b>	<b>30%</b>	<b>9 826 478</b>	<b>6408%</b>
Саратовгаз	777 141	29 236 748	3%	30%	7 370 578	848%
ГР Ростов-на-Дону	7 350 707	56 958 673	13%	30%	36 738 344	400%
ГР Уфа	8 523 725	52 189 039	16%	30%	33 661 930	295%

Имея данные о будущей выручке, мы можем произвести расчет чистой прибыли от транспортировки газа, исходя из предположения о повышении себестоимости ежегодно на 10%, и новой ставки налога на прибыль в 25%. Вспомогательные доходы и расходы не включены в расчеты. Дивиденд в газораспределительных компаниях выплачивается в размере 50% чистой прибыли за вычетом спецнадбавки.

Эмитент	Цена акции, руб.	Капитализация	Чистая прибыль эмитента в 2028 году	P/E2028	Расчетный дивиденд на 1 акцию 2028	Див. доходность 2028
ГР Белгород	60 000	4 818 600	14 268 206	0,34	88 832	148%
ГР Брянск	30 000	3 298 050	3 809 539	0,87	17 326	58%
ГР Великий Новгород	40 000	2 711 800	10 952 457	0,25	80 776	202%
ГР Воронеж	150	3 326 010	8 610 924	0,39	194	129%
ГР Екатеринбург	20 000	1 929 480	5 463 960	0,35	28 318	142%
ГР Иваново	5 000	1 951 800	3 911 110	0,50	6 296	126%
<b>ГР Калуга</b>	<b>43 000</b>	<b>1 285 141</b>	<b>6 297 812</b>	<b>0,20</b>	<b>105 360</b>	<b>245%</b>
ГР Курск	15 000	1 326 300	4 710 148	0,28	26 635	178%
ГР Ленинградская обл.	140 000	11 073 440	18 615 803	0,59	117 679	84%
ГР Липецк	20 000	2 379 760	4 030 553	0,59	16 937	85%
ГР Рязанская обл.	500	2 401 055	7 002 267	0,34	729	146%
ГР Саратовская обл.	900	3 310 290	11 749 992	0,28	1 597	177%
ГР Смоленск	4 000	1 605 664	3 741 964	0,43	4 661	117%
<b>ГР Ставрополь</b>	<b>30 000</b>	<b>3 901 170</b>	<b>18 763 764</b>	<b>0,21</b>	<b>72 147</b>	<b>240%</b>
<b>ГР Сыктывкар</b>	<b>5 000</b>	<b>1 773 139</b>	<b>11 529 802</b>	<b>0,15</b>	<b>16 770</b>	<b>335%</b>
ГР Тула	18 000	2 854 638	11 228 775	0,25	35 402	197%
ГР Ярославль	30 000	2 091 180	9 423 577	0,22	67 595	225%
ГР Тамбов	2 000	1 728 040	4 283 275	0,40	2 479	124%
ГР Тверь	15 000	2 677 020	5 178 446	0,52	14 508	97%
<b>Волгоградгоргаз</b>	<b>60 000</b>	<b>1 782 000</b>	<b>5 556 901</b>	<b>0,32</b>	<b>93 551</b>	<b>156%</b>
Саратовгаз	18 000	758 232	4 862 121	0,16	57 712	321%
ГР Ростов-на-Дону	41 000	5 258 016	21 607 369	0,24	89 847	219%
ГР Уфа	9 710	6 818 012	16 144 468	0,42	11 496	118%



Имея предполагаемые значения чистой прибыли и размера дивиденда, мы можем сделать расчет справедливой стоимости акций газораспределительных компаний в 2028 году при реализации обозначенных нами предпосылок.

Эмитент	Текущая цена акции, руб.	P/E2028	Расчетный дивиденд на 1 акцию 2028	Див. доходность 2028	Справедливая цена акций 2028 г.	Потенциал роста до справедливой цены 2028 г.
ГР Белгород	60 000	0,34	88 832	148%	888 321	1381%
ГР Брянск	30 000	0,87	17 326	58%	173 263	478%
ГР Великий Новгород	40 000	0,25	80 776	202%	807 763	1919%
ГР Воронеж	150	0,39	194	129%	1 942	1194%
ГР Екатеринбург	20 000	0,35	28 318	142%	283 183	1316%
ГР Иваново	5 000	0,50	6 296	126%	62 963	1159%
<b>ГР Калуга</b>	<b>43 000</b>	<b>0,20</b>	<b>105 360</b>	<b>245%</b>	<b>1 053 604</b>	<b>2350%</b>
ГР Курск	15 000	0,28	26 635	178%	266 351	1676%
ГР Ленинградская обл.	140 000	0,59	117 679	84%	1 176 785	741%
ГР Липецк	20 000	0,59	16 937	85%	169 368	747%
ГР Рязанская обл.	500	0,34	729	146%	7 291	1358%
ГР Саратовская обл.	900	0,28	1 597	177%	15 973	1675%
ГР Смоленск	4 000	0,43	4 661	117%	46 610	1065%
<b>ГР Ставрополь</b>	<b>30 000</b>	<b>0,21</b>	<b>72 147</b>	<b>240%</b>	<b>721 467</b>	<b>2305%</b>
<b>ГР Сыктывкар</b>	<b>5 000</b>	<b>0,15</b>	<b>16 770</b>	<b>335%</b>	<b>167 695</b>	<b>3254%</b>
ГР Тула	18 000	0,25	35 402	197%	354 017	1867%
ГР Ярославль	30 000	0,22	67 595	225%	675 952	2153%
ГР Тамбов	2 000	0,40	2 479	124%	24 787	1139%
ГР Тверь	15 000	0,52	14 508	97%	145 081	867%
<b>Волгоградгоргаз</b>	<b>60 000</b>	<b>0,32</b>	<b>93 551</b>	<b>156%</b>	<b>935 505</b>	<b>1459%</b>
Саратовгаз	18 000	0,16	57 712	321%	577 120	3106%
ГР Ростов-на-Дону	41 000	0,24	89 847	219%	898 465	2091%
ГР Уфа	9 710	0,42	11 496	118%	114 962	1084%

## Риски

Наиболее значимым риском для компаний газораспределения является отсутствие реформ в отрасли. Сохранение status quo в течении длительного промежутка времени не позволит облгазам кратно нарастить выручку и чистую прибыль. Тем не менее, в случае реализации этого риска потенциал падения акций ограничен в виду крайне низкой текущей капитализации, отражающей десятилетия недофинансирования. Мы оцениваем риск отсутствия реформ как невысокий в виду перманентности негативных условий на внешних рынках для Газпрома. Именно санкции заставляют Газпром, других производителей газа и Правительство предпринять шаги по повышению рентабельности внутреннего рынка газа.

Вторым риском является то, что облигации не получают положенную часть маржи и продолжают существовать на грани рентабельности. Стоит отметить, что пока параметры реформы не определены. Более того, дискуссия на эту тему только началась. Это создаёт большую степень неопределённости для отрасли. С другой стороны, такая высокая неопределённость оставляет инвесторам возможность приобрести акции облигаций по всё ещё привлекательным ценам относительно их справедливой стоимости. По мере определения контуров реформы, возможности приобрести пакеты акций облигаций будут сокращаться, причём этот процесс будет происходить скачкообразно, а не линейно в виду низкой ликвидности акций сектора.

Третьим риском являются недобросовестные действия мажоритарного акционера – ПАО Газпром по отношению к миноритарным акционерам компаний газораспределения.

Срок появления новых правил на внутреннем газовом рынке нами оценивается в два года. До этого момента покупка и удержание акций газораспределительных компаний может нести дополнительные риски низкой ликвидности и низкой дивидендной доходности в первые два года инвестиций. Важной тенденцией, снижающей негативное влияние этого риска, является добавление акций облигаций в секцию внебиржевых бумаг Московской Биржи. В настоящее время там торгуются 3 компании сектора – ГР Калуга, ГР Тула и ГР Уфа. Эти бумаги доступны только для квалифицированных инвесторов. Мы ожидаем, что постепенно другие облигации также будут добавлены на Московскую Биржу.

До этого события приобрести акции газораспределительных эмитентов можно только на внебиржевом рынке через «голосовые сделки» у других клиентов нашей компании. Для совершения сделки необходимо открыть брокерский счёт через Госуслуги на сайте [www.lmsic.com](http://www.lmsic.com) или позвонив по телефону [+7 \(812\) 329-19-98](tel:+7(812)329-19-98).

**Дисклеймер:** информация, представленная в обзоре, носит исключительно информационно-аналитический характер, адресована неограниченному кругу лиц и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Потенциал роста, указанный в обзоре не гарантирован и не должен рассматриваться как предложение или рекомендация к инвестиционным действиям, покупке, продаже какого-либо актива, а также торговым операциям по финансовым инструментам.

## Обзоры внебиржевых эмитентов

[Акции АО «Газпром газораспределение Калуга» - возможность заработать 2400% на развитие газовой отрасли страны](#)

## Краткие комментарии по внебиржевым ценным бумагам

[Новорослесэкспорт- замах на рекордные дивиденды](#)

[Дорогобуж - прибыль падает, но возможен возврат к дивидендам](#)

[Светлоградагромаш продолжает наращивать производство и копить деньги на счетах](#)

[Волга-флот продолжает оптимизировать бизнес](#)

[Уралэлектромедь - убыток вырос в 17 раз!](#)

## Последние комментарии по биржевым ценным бумагам

[Сегежа продолжает демонстрировать убытки и увеличивать долг](#)

[Совкомфлот – вероятность выплаты дивидендов повышается](#)

[Россети Центр рекомендовали дивиденды и представили результаты за 1 квартал 2024 года](#)

**Дисклеймер:** информация, представленная в обзоре, носит исключительно информационно-аналитический характер, адресована неограниченному кругу лиц и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Потенциал роста, указанный в обзоре не гарантирован и не должен рассматриваться как предложение или рекомендация к инвестиционным действиям, покупке, продаже какого-либо актива, а также торговым операциям по финансовым инструментам.