



**Аналитик: Трипотень Екатерина**  
tripoten@sovlink.ru

## Уравнение с тремя неизвестными

Интерфакс опубликовал оценку госпакетов 70 ГРО, которые будут использованы для обмена на 0,87% акций Газпрома. Это уже третья по счету оценка, которая становится известна рынку – предыдущие отвергнутые версии раскрывало на своем сайте Росимущество.

Вкратце напомним, для чего она проводилась. Цель – обеспечить прямое владение РФ контрольным пакетом акций Газпрома (сейчас у Росимущества 38,4%, у государственного Роснефтегаза 10,74%), причем, похоже, без каких-либо денежных трат со стороны государства. Для этого на первом этапе в счет оплаты допэмиссии Роснефтегаза были внесены госпакеты акций газораспределительных организаций (ГРО или облгазы). Эти пакеты затем Роснефтегаз собирается обменять на 0,87% акций Газпрома, а второй стороной обмена выступит «Газпромрегионгаз», входящий в группу Газпром и созданный для консолидации активов в сфере газораспределения.

Инвесторам интересен, скорее, второй этап, поскольку по его окончании появляется перспектива продать акции ряда ГРО по оферте по цене, равной оценке этих активов для сделки. Дело в том, что группа Газпром (через Газпромрегионгаз, Регионгазхолдинг, Газэнергопромбанк или трансгазы) уже владеет акциями ГРО; после получения госпакетов ее доля превысит оговоренные в законе пороговые значения, что и влечет выставление оферты.

Однако прежде чем принимать решение о покупке акций ГРО под оферту, необходимо внести ясность в ряд ключевых вопросов.

Во-первых, цена выкупа. Не известно, будет ли использована опубликованная на днях оценка ГРО для второго этапа сделки или Роснефтегаз закажет новую. По информации источников Ведомостей, новая оценка все же потребуется. Основной аргумент: нынешняя оценка проводилась на 1 мая 2008 года, когда рынок оценивал 0,87%-ный пакет Газпрома в 70,8 млрд рублей, что было эквивалентно суммарной стоимости акций ГРО (70,037 млрд рублей), а теперь он в 3,8 раза дешевле. Если следовать этой логике, то ко второму этапу сделки оценка ГРО должна стать ниже.

Или, напротив, акции Газпрома должны «подорожать»: «Основой для сделки будет стоимость акций «Газпрома», рассчитанная в отчете об оценке», - говорил как-то чиновник Росимущества (цитата по Интерфаксу), то есть ведомство ориентируется не на текущие котировки, а на фундаментальную стоимость концерна. И это основной аргумент в пользу версии, что оценка ГРО переделываться больше не будет.

Еще варианты: Газпром может передать Роснефтегазу в обмен на ГРО больше акций, чем было предусмотрено изначально, либо Роснефтегаз - предложить к обмену меньше активов.

Но даже если оценка ГРО для второго этапа будет снижена - а в первую очередь тогда снижение должно коснуться 74%-ного пакета Росгазификации (54% суммарной оценки ГРО), основной актив которой 0,89% акций Газпрома, - апсайд до котировок некоторых облгазов все равно останется приличным (см. таблицу в конце текста).

Тогда на первый план выходит другой вопрос – а будет ли оферта? О том, что такие планы у монополии есть, писали СМИ – Газпромрегионгаз даже рассматривал возможность выпуска облигаций, чтобы профинансировать выкуп акций у миноритариев ГРО.

Однако, практика Газпрома в электроэнергетике свидетельствует о том, что компания не всегда идет по пути выставления оферты. Концерн в ходе приватизации генерирующих мощностей РФ приобрел акции сразу четырех компаний – ТГК-1, Мосэнерго, ОГК-2 и ОГК-6. При этом приобретения были осуществлены так, что обязательства по выкупу бумаг миноритариев у Газпрома возникли лишь в случае с Мосэнерго. В случае с



ОГК-2 и ОГК-6 структуры Газпрома получили большую часть пакетов в ходе реорганизации РАО ЕЭС, что освободило их от выставления оферты. В ТГК-1 Газпрому принадлежит 28,66%, а еще 17,65% - ООО РЭП, формально не аффилированному с концерном. Концерн собирался выкупить ООО, а затем выставить оферту. Этого пока не произошло.

Другое дело, что облигации несопоставимы по размеру и стоимости с ОГК или ТГК. И если, скажем, под выкуп акций ТГК-1 по цене приобретения Газпрому потребовалось изыскать от 30 до 70 млрд рублей в зависимости от того, воспользуются ли крупнейшие миноритарии – Fortum или Норникель – офертой, то на выкуп долей миноритариев ликвидных ГРО (исключая Алтайкрайгазсервис, Иркутскоблгаз, Самаргаз, Сибирьгазсервис, Читаоблгаз, где такое обязательство пока не возникнет), по нашим прикидкам, потребуется около 15 млрд рублей. Эта сумма, правда, не учитывает «дорогую» Росгазификацию.

Да и в консолидации ГРО концерн, заинтересован, пожалуй, больше – это ведь его профильный бизнес. Целью консолидации является повышение эффективности газораспределительной системы, а также стремление получать самому средства, которые достаются ГРО в виде тарифа за транспортировку, писал Газпром в начале 2008 года в меморандуме к выпуску облигаций.

**Принимая это во внимание, мы не сомневаемся, что Газпром, собиравший пакеты облигаций годами, будет наращивать максимальную долю в газораспределительных предприятиях. Таким образом, мы полагаем, что оферта все же будет. Но затрудняемся назвать сроки ее выставления – это третье неизвестное в нашем уравнении.**



## Приложение 1

компания	тикер	количество акций	оцениваемый пакет	оценка всей компании, млн руб	отличие от предыдущей оценки	оценка 1 акции, \$	Midmarket PTC, \$	разница
Алтайкрайгазсервис	akgs	113 317	25,50%	980	0,00%	245,1	52,5	366,84%
Астраханьоблгаз	asog	3 929 700	25,50%	318	113,20%	2,3	0,65	252,29%
Белгородоблгаз*	bogz	80 310	25,50%	6 275	6,70%	2213,3	600	268,88%
Брянскоблгаз	brog	109 935	25,50%	3 529	7,10%	909,5	325	179,84%
Владимироблгаз	vlog	45 043	21,40%	2 010	7,50%	1264,3	400	216,08%
Волгоградоблгаз	vlgz	85 551	25,50%	3 608	37,30%	1194,7	295	304,97%
Воронежоблгаз	vogz	22 173 400	25,50%	7 451	11,80%	9,5	2,6	266,13%
Ивановооблгаз*	ivog	310 590	25,50%	1 137	11,50%	103,7	5	1974,56%
Иркутскоблгаз	irog	20 648	24,50%	322	31,70%	442,4	200	121,20%
Калугаоблгаз	klog	29 887	25,50%	1 216	6,90%	1152,3	265	334,83%
Карелгаз	klgz	27 333	25,50%	325	29,70%	337,3	105	221,28%
Кировоблгаз	kgog	99 591	25,50%	1 804	4,50%	513,1	200	156,56%
Костромаоблгаз	koog	55 402	25,50%	1 686	4,90%	862,2	160	438,90%
Краснодаркрайгаз	kgas	2 070 675	25,50%	1 294	6,50%	17,7	150,5	-88,24%
Курганоблгаз*	kuog	29 831	25,50%	200	82,10%	189,9	50	279,85%
Курскгаз	krgz	88 420	57,00%	2 106	-7,70%	674,7	287	135,10%
Леноблгаз	leog	79 096	32,30%	1 672	10,20%	598,8	2260	-73,51%
Липецкоблгаз*	lpog	118 988	25,50%	1 843	27,00%	438,8	12	3556,78%
Нижегородоблгаз	nnog	27 778 800	25,50%	1 882	6,70%	1,9	1,25	53,57%
Омскоблгаз	omog	1 375 875	70,80%	649	2,20%	13,4	4,75	181,47%
Орелоблгаз	orgz	37 949	32,90%	486	6,70%	362,9	150	141,95%
Оренбургоблгаз	orog	76 795	35,00%	5 143	0,00%	1897,1	1150	64,97%
Пензагазификация**	pgzf	34 620	25,50%	784	5,30%	641,8	0	
Ростовоблгаз	rtbg	120 246	25,50%	4 314	0,00%	1016,3	465	118,55%
Рязаньоблгаз	rzog	4 802 110	25,50%	745	5,60%	4,4	4,3	2,22%
Самарагаз	sagz	115 396	25,50%	902	9,50%	221,4	25	785,69%
Саратовоблгаз	srog	3 678 100	25,50%	3 922	2,00%	30,2	8	277,55%
Сибирьгазсервис	sbgs	4 614 800	25,50%	510	154,90%	3,1	7	-55,29%
Смоленскоблгаз	smog	401 416	15,90%	3 199	2,00%	225,8	104	117,11%
Ставрополькрайгаз	stkg	111 389	24,40%	1 475	300,00%	375,2	325	15,45%
Тамбовоблгаз**	togz	864 020	25,50%	1 922	19,50%	63,0	0	
Тверьоблгаз	tveo	178 468	22,70%	1 586	5,90%	251,7	83	203,29%
Тулаоблгаз	tuog	158 591	34,00%	4 408	7,10%	787,4	262,5	199,95%
Читаоблгаз**	chog	69 070	25,50%	431	57,10%	176,9	0	
Ярославльоблгаз	yrog	69 706	25,50%	980	8,70%	398,4	275	44,88%

\*у компаний, помеченных звездочкой, отсутствуют котировки на продажу в РТС, поэтому в расчетах мы ориентируемся только на котировку на покупку

\*\* у этих компаний нет котировок ни на покупку, ни на продажу



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)

[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

©2009г., ООО “Совлинк”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “Совлинк” или иных согласованных с ООО “Совлинк” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “Совлинк” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “Совлинк” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “Совлинк” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “Совлинк” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.