



Волгогаз

FLASH
NOTE

Итоги телеконференции с руководством

STRONG BUY

Upside: +129,5%

Справедливая цена: \$586.4

Аналитик:

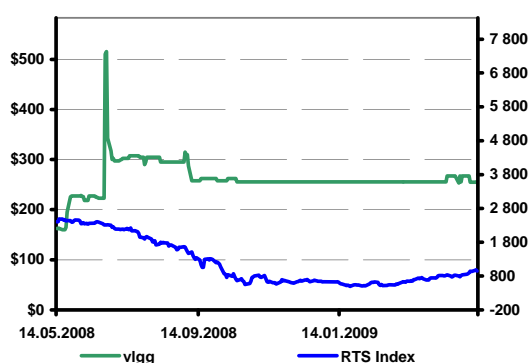
Николай Осадчий

osadchiy@sovlink.ru

Stock data			
Ticker	VLGG	M.Cap, \$ mn	15,1
Shares Ords	59 193	Free Float, %	22,1%
Shares Prefs		Free Float, \$ mn	3,3
Bid Ords, \$	255	Offer Ords, \$	256

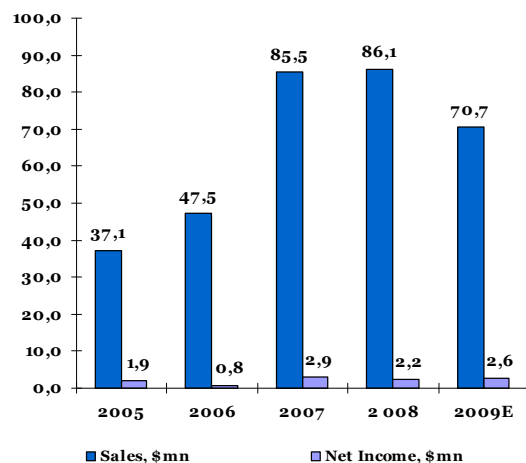
Market performance			
		1 month	6 months
Absolute	Ords	0,99%	0,00%
Relative to RTSI	Ords	-19,96%	-31,66%
Price range, \$			
High	Ords	267,5	267,5
Low	Ords	255,0	253,0

Динамика котировок



Источник: PTC

Доходы и прибыль



Источник: данные компании, оценки «Совлинк»

ОАО «Волгогаз» — крупное газосервисное предприятие, специализирующееся на строительстве и ремонте трубопроводов, снабжающих газом население в центральной части России. Благодаря участию в долгосрочной программе газификации регионов география деятельности компании широко диверсифицирована и включает 14 субъектов РФ. Кроме этого компания располагает 6 постоянными филиалами в Нижегородской области, а также в Чувашской республике. Позиции компании в данных областях являются надежными, а доля рынка составляет около 40%.

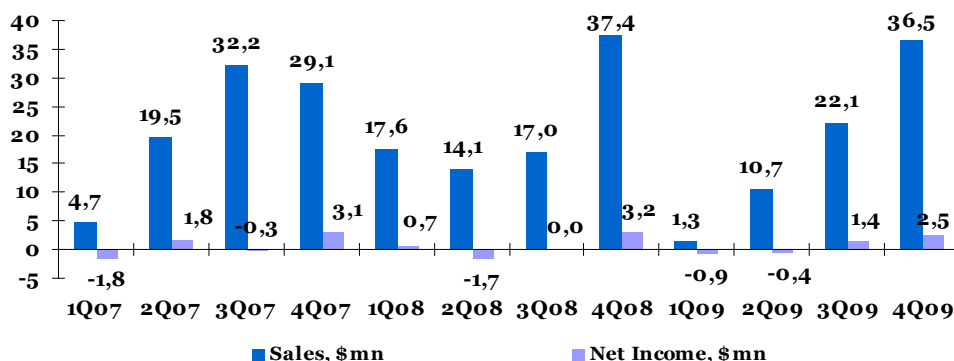
Заказы компании формируются со стороны «Газпрома» и его дочерних структур (в том числе — ОАО «Регионгазхолдинг» и ОАО «Волготрансгаз»), а также на уровне муниципальных органов власти. Доля «Газпрома» в составе доходов играет ключевую роль и составляет более 90%. Основной объем работ выполняется в рамках участия компании в программе газификации населения, являющейся проектом национального уровня. Бюджетные заказы формируются прежде всего в Нижегородской области и республике Коми и составляют 6,6% бюджета компании.

Кроме строительных работ «Волгогаз» также оказывает услуги организациям по осуществлению геодезических работ, антикоррозионной и изоляционной обработке труб. В перспективе компания планирует наладить самостоятельный выпуск полиэтиленовых труб и усовершенствовать технологию электрохимзащиты газопроводов. В настоящее время производственная база компании включает цеха нанесения изоляционных покрытий, трубной заготовки, испытаний гидроаппаратуры, а также древесный цех и станцию обслуживания специализированного автотранспорта.

Финансовые результаты 2007 и 2008 годов свидетельствуют о стабильном состоянии доходной базы компании. Менеджмент рассчитывает на сохранение стабильных финансовых результатов доходов. В 2009 году, несмотря на кризисную ситуацию, бюджет сформирован в объеме более \$65 млн. При условии появления новых заказов это означает высокую вероятность превышения результата 2008 года. К числу подобных перспективных проектов относится модернизация компрессорной подстанции в нижегородской области, которая может принести компании около \$10-15 млн. в течение ближайших полутора лет.

Финансовое положение «Волгогаза» следует признать устойчивым, однако высокая зависимость от ключевого заказчика создает условия для непрозрачности взаимоотношений и расчетов. Это сказывается на снижении нормы рентабельности, которая в течение 2005-2008 годов находилась в диапазоне 1,78%-5,11%. В перспективе компания ожидает, что норма рентабельности будет оставаться невысокой, однако риск убытков минимален благодаря механизму расчетов, призванному покрывать издержки за счет покупателя.

Динамика доходов и прибыли «Волгогаза»



Источник: данные компании, прогноз «Совлинк» начиная с 2Q09

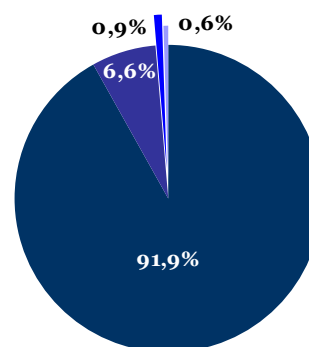
В то же время, компания свободна от внешних обязательств и расходов по процентам: основным источником средств для «Волгогаза» служит собственный капитал. Отсутствие кредитного риска следует считать одним из важнейших преимуществ в условиях кризиса неплатежей. Кроме того, с осени 2008 года компания предприняла меры по оптимизации затрат и сократила часть персонала: к концу первого квартала 2009 года число сотрудников компании составляло 747 человек против 791 годом ранее.

Структура денежного потока компании характеризуется отчетливо выраженной сезонностью: основной объем денежных поступлений приходится на III-IV кварталы. Это объясняется особенностью расчетов с заказчиками, при которой окончательная стоимость оплачиваемых работ и услуг оценивается во второй половине года. При этом в I-II кварталах производится закупка основных материалов для предполагаемых работ на средства авансов, получаемых от заказчика.

Ключевым собственником «Волгогаза» является кипрская компания «Ксартар Менеджмент Лимитед», которой принадлежит 51% акций. «Ксартар» входит в группу лиц компании «Миласи Энжиниринг Лимитед». Помимо «Волгогаза» к ней относятся другие газосервисные предприятия «Газпрома», среди которых ОАО «Спецгазремстрой», ОСО «Стройгазмонтаж», ОАО «Волгограднефтемаш», ОАО «Краснодаргазстрой», и ОАО «Ленгазспецстрой».

Акционеры компаний группы рассматривают планы интеграции контролируемых структур в единый холдинг с переходом на оформление консолидированной отчетности. Это будет способствовать улучшению прозрачности бизнеса и повышению ликвидности торгуемых акций на фондовом рынке.

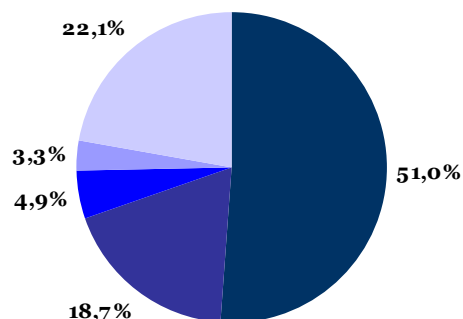
Заказчики «Волгогаза» в 2008 г.



■ "Газпром"
■ Муниципальные бюджеты
■ Частный сектор
■ Прочие

Источник: данные компании

Структура акционеров



■ Ксартар Менеджмент ЛТД
■ Renaissance Securities
■ ЗАО "ИК" Лмс"
■ Danari Holding Limited (Кипр)
■ Прочие

Источник: СПАРК

Ключевые финансовые показатели «Волгогаза» в 2008 году, \$млн

	2005	2006	2007	2008	2009E
Revenue	37,1	47,5	85,5	86,1	70,7
EBITDA	3,4	2,1	4,5	3,9	3,4
EBITDA margin	9,16%	4,35%	5,31%	4,55%	4,81%
Net profit	1,9	0,8	2,9	2,2	2,6
Net margin	5,11%	1,78%	3,38%	2,57%	3,73%
BV	3,3	4,0	6,9	8,6	8,8
Net Debt	-0,4	-0,2	-1,6	-4,4	-0,1

Сравнительный анализ российских газосервисных компаний по оценочным показателям 2009 года

Тикер	Компания	Страна	P (\$ mn)	P/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Российские производители							
VLGG	ОАО "Волгогаз"	Россия	15,1	0,21	4,42	5,73	1,72
CEGZ	ДООАО "Центрэнергогаз"	Россия	60,3	0,04	1,25	2,10	-
LEGS	ОАО "Ленгазспецстрой"	Россия	30,5	0,05	0,71	3,29	0,3
NGSS	ОАО "Нефтегазспецстрой"	Россия	11,5	0,73	2,91	-	1,5
Среднее геом. Значение				0,13	1,8	3,4	1,0
Зарубежные производители							
ENB CN	Enbridge Inc	Canada	12 392,3	0,9	10,9	16,2	2,0
TRP CN	Transcanada Corp	Canada	17 279,2	2,2	9,4	14,8	1,5
SE US	Spectra Energy Corp	USA	9 706,9	2,0	8,2	14,3	1,6
SRG IM	Snam Rete Gas	Italy	15 326,1	5,2	11,6	13,7	1,8
AAX AU	Ausenco Ltd	Australia	244,8	0,6	5,6	7,2	1,6
NEC NO	Norse Energy Corp Asa	Norway	206,6	0,9	23,8	-	3,0
Среднее геом. Значение				1,5	10,4	12,8	1,9

Оценка ОАО «Волгогаз»

	P (\$ mn)	P/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	P tgt (\$ mn)	Upside
Весы		0,0	0,5	0,5	0,0		
vlgg ОАО "Волгогаз"	15,1	0,21	4,42	5,73	1,72		
Оценка капитализации относительно							
Российских компаний, \$млн.		9,30	6,29	9,00	8,47	7,53	-50,2%
Зарубежных компаний, \$млн.		106,70	35,76	33,70	16,43	34,71	129,5%
Количество акций, млн.						0,059	
Стоимость 1 акции, \$						586,44	
Потенциал роста						129,5%	

Мы оценили стоимость газосервисных компаний на основе мультипликативного анализа. Поскольку особенностью компаний этого сектора является традиционно низкий, но стабильный уровень прибыли, мы исходили из данного показателя, как наиболее репрезентативного с точки зрения определения стоимости. Оценка российских эмитентов в настоящее время уступает стоимости зарубежных аналогов, однако мы полагаем, что они располагают потенциалом наращивания капитализации, который может быть реализован по мере восстановления доверия к российскому фондовому рынку.

Согласно полученной нами оценке на основе мультипликаторов P/E и EV/EBITDA относительно зарубежных аналогов капитализация ОАО «Волгогаз» должна составлять \$34,7 млн, что соответствует \$586,4 за одну обыкновенную акцию.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“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
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.