

Инвестиционные идеи на 2008 в секторе акций «второй эшелон»: модель опережающего роста

Акции Башкирского ТЭКа

Оценка

Эмитент	Тикер	Цена на 26.12.07г. (\$)	Рыночная капитализация (млн.\$)	Спрэд	P/BV	P/E	P/S	Price-target (\$)	Потенциал роста
Башнефть	BANE	16	3072	6%	1,1	8,4	1,1	17,51	9%
Уфанефтехим	UFNC	3,37	927	20%	1,5	6,0	1,7	3,61	7%
Новоил	nunz	1,28	1016	16%	2,2	6,6	2,2	1,44	12%

SWOT-анализ

Сильные стороны эмитентов	Слабые стороны эмитентов
<ol style="list-style-type: none"> Башкирские НПЗ наиболее высокотехнологичные в России. Коэффициент Нельсона, характеризующий глубину переработки, составляет для них 4,14-6,5, против 3,8 в среднем по России. Мощности составляют порядка 25 млн. тонн в год (добыча Башнефти – 12 млн. тонн). 	<ol style="list-style-type: none"> Качество добываемой нефти Башнефтью одно из самых плохих в России. Низкая информационная прозрачность Низкие стандарты корпоративного управления Счетная палата оценила ущерб от приватизации Башкирского ТЭК в 113 млн. долл.
Возможности	Угрозы
<ol style="list-style-type: none"> АФК Система стала владельцем крупных пакетов акций в 6 НГ предприятиях Башкирии (от 18 до 28% за 600 млн. долл. в 2005 году). Предполагается, что Урал Рахимов продаст часть акций стратегическому инвестору – Системе, Роснефти или Газпрому, что увеличит стоимость пакетов акций предприятий. В пользу предпродажной подготовки говорит и рекордный уровень дивидендов, который будет выплачен предприятиями по итогам 9 месяцев 2006 года – 11 млрд. рублей. 	<ol style="list-style-type: none"> В марте 2006 года ООО «Башкирский капитал», который является владельцем от 44 до 65% акций в 6 НГ предприятиях республики, передшал от 14 до 16% акций в собственность БФ «Урал», владельцем которой является Урал Рахимов. Прокуратура Башкирии возбуждало дело об отмене приватизации, но суд отказал. Причина – внутрисемейный конфликт Рахимовых, но риски пересмотра приватизации сохраняются.

Оценка предприятий

Для оценки использовались средние коэффициенты для российского нефтегазового сектора: P/S – 3,2; P/E – 10; EV/EBITDA – 5.

ОАО «Башнефть»

Коротко о предприятии ОАО «Башнефть» нефтяная компания, разрабатывающая старейшее месторождения нефти в России. Качество нефти низкое (высокая обводненность и высокое содержание серы (худшее в России)), месторождения истощены. Добыча в год – 12 млн. тонн, нефтеперерабатывающих подразделений нет. Акционеры ОАО «Башнефти» - ООО «Башкирский Капитал» (65%), АФК Система (25%).

Оценка акции Башнефть	
Количество акций (млн. штук)	192

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

25 Января 2008 г.

Выручка (млн. \$)						2760
ЕБИТДА (млн. \$)						605
Чистая прибыль (млн. \$)						365
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	14,38	1,2	17,25	30%	5,175	
ЕБИТДА (млн. \$)	3,15	5	15,76	30%	4,726563	
Чистая прибыль	1,90	10	19,01	40%	7,604167	
Справедливая цена				100%	17,51	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)						3361,1

Оценка акции Новойол						
Количество акций (млн. штук)						794
Выручка (млн. \$)						471
ЕБИТДА (млн. \$)						233
Чистая прибыль (млн. \$)						154
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	0,59	1,5	0,89	33%	0,293634	
ЕБИТДА (млн. \$)	0,29	5	1,47	33%	0,484194	
Чистая прибыль	0,19	10	1,94	34%	0,659446	
Справедливая цена				100%	1,44	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)						1141,195

Оценка акции Уфанефтехим						
Количество акций (млн. штук)						340
Выручка (млн. \$)						538
ЕБИТДА (млн. \$)						264
Чистая прибыль (млн. \$)						155
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	1,58	1,5	2,37	33%	0,783265	
ЕБИТДА (млн. \$)	0,78	5	3,88	33%	1,281176	
Чистая прибыль	0,46	10	4,56	34%	1,55	
Справедливая цена				100%	3,61	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)						1228,91

Акции российских облигаций

Оценка

Эмитент	Тикер	Цена на 27.12.07г. (\$)	Рыночная капитализация (млн.\$)	Спрэд	P/BV	P/E	P/S	Price-target (\$)	Потенциал роста
Воронежоблгаз	vogz	2,22	49	3%	0,9	8,2	1,0	3,26	47%
Тверьоблгаз	tveo	145	26	7%	0,5	12,9	1,0	187	29%
Оренбургоблгаз	ogog	575	44	79%	н.д.	8	0,9	898	56%
Нижегородоблгаз	nnog	3,5	98	23%	3,5	6,1	1,5	4,68	34%
Ростовоблгаз	rtbg	440	53	7%	0,8	8,8	0,9	618	41%
Саратовоблгаз	srog	7,3	27	16%	1,5	54,0	1,2	5,45	-25%
Смоленскоблгаз	smog	51	20	34%	низкая капитализация				
Тамбовоблгаз	togz	24,7	21	24%	низкая капитализация				
Волгоградоблгаз	vlgz	510	44	70%	широкий спрэд				
Брянскоблгаз	brog	230	25	15%	1,4	12,7	0,7	341	48%
Владимироблгаз	vlog	450	20	61%	широкий спрэд				
Кировоблгаз	krog	155	16	181%	широкий спрэд				
Облгаз Иркутской области	irog	-	-	-	-	-	-	-	-
Костромаоблгаз	koog	350	19	150%	высокий спрэд				
Леноблгаз	leog	600	48	471%	н.д.	н.д.	н.д.	-	-

SWOT-анализ

Сильные стороны эмитентов	Слабые стороны эмитентов
<p>3. В декабре 2006 года в RTS-board появились акции российских облигаций – части газораспределительной системы России. Всего насчитывается 220 ГРО, 179 из них контролирует Газпром. Часть из них акционерные общества. Структура собственности в крупнейших АО одинакова – 50-55% принадлежит Газпрому, 20-25% закреплено за РФФИ, 18-25 – freefloat.</p> <p>4. Доход ГРО складывается из: 1) тариф за транспортировку (устанавливается ФТС) 75-80% выручки ГРО, 2) реализация сжиженного газа населению (10-30% доходов), 3) строительство сетей (5-10% доходов).</p> <p>5. Рентабельность ГРО сравнительно высокая – 11-15 по чистой прибыли, 10-30% по EBITDA. Рентабельность будет расти по мере повышения внутренних тарифов на газ.</p>	<p>5. Сети являются слабым местом газового хозяйства России. Доля износа сетей достигает 60-65%, что требует высоких капиталовложений.</p> <p>6. Слабая информационная прозрачность эмитентов.</p> <p>7. Риски корпоративного управления и соблюдения прав миноритарных акционеров</p>
Возможности	Угрозы
<p>3. Существует вероятность консолидации в секторе, что является важным этапом на пути к либерализации рынка газа в России и реализации программы газификации регионов.</p> <p>4. Газпром планирует масштабную инвестпрограмму по газификации и модернизации сетей. В 2006 году было</p>	<p>1. В представленных обществах Газпром владеет от 50 до 55% УК. Таким образом, с учетом пакета РФФИ он контролирует более 75% акций, что делает нецелесообразным выкуп оставшейся доли миноритариев при текущей структуре отрасли.</p> <p>2. Некоторые облигации не являются собственниками сетей, а лишь операторами. Некоторым облигациям принадлежит менее 30% сетей региона.</p>

<p>потрачено на эти цели порядка 18 млрд. рублей. Эта цифра в ближайшие годы будет расти.</p>	
---	--

Оценка предприятий

Из десятка облгазов, акции которых начали торговаться в РТС, стоит отметить 4 наиболее перспективные. Отбор происходил по критерию достаточности ликвидности, потенциалу роста, минимальному уровню спреда между котировками покупки и продажи. Из всех компаний были выделены Ростовоблгаз, Воронежоблгаз, Тверьоблгаз. Для оценки использовались коэффициенты Газпрома со значительным дисконтом: P/S – 3,2 (-40%); P/E – 15 (-50%); EV/EBITDA – 7 (-25%); P/BV – 2,3 (-50%).

ОАО «Ростовоблгаз»

Коротко о предприятии Транспортировка в год – 6.7 млрд. куб.м. Акционеры - Газпром (51,5%), РФФИ (25,5%), free-float (23%).

SWOT-Анализ

Сильные стороны эмитента	Слабые стороны эмитента
<ul style="list-style-type: none"> • Крупный региональный оператор (входит в пятерку) • В собственности порядка 55% сетей региона • Имеет инвестиционную надбавку к тарифу • Высокий free-float (порядка 24%) 	<p>1. Корпоративное управление (высокие затраты- низкая рентабельность в 2005 году)</p>
Возможности	Угрозы
<p>1. Инвестиционная программа развития сетей региона предполагает масштабные инвестиции. В 2006 году данная программа составила порядка 1,5 млрд. рублей</p>	<p>1. В представленных обществах Газпром владеет от 50 до 55% УК. Таким образом, с учетом пакета РФФИ он контролирует более 75% акций, что делает нецелесообразным выкуп оставшейся доли миноритариев при текущей структуре отрасли.</p>

Оценка акции Ростовоблгаз						
Количество акций (млн. штук)						0,12
Выручка (млн. \$)						59
EBITDA (млн. \$)						9
Чистая прибыль (млн. \$)						6
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	491,67	2	983,33	33%	324,5	
EBITDA (млн. \$)	75,00	5	375,00	33%	123,75	
Чистая прибыль	50,00	10	500,00	34%	170	
Справедливая цена				100%	618,25	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					74,19	

ОАО «Воронежоблгаз»

Коротко о предприятии Транспортировка в год – 5 млрд. куб.м. Акционеры - Газпром (50%), РФФИ (31%), free-float (19%).

SWOT-Анализ

Сильные стороны эмитента	Слабые стороны эмитента
<ul style="list-style-type: none"> Крупный региональный оператор (входит в пятерку) В собственности порядка 70% сетей региона Имеет инвестиционную надбавку к тарифу Высокая рентабельность (12% по чистой прибыли) 	<ul style="list-style-type: none"> Корпоративное управление Сравнительно низкий free-float
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> Инвестиционная программа развития сетей региона предполагает масштабные инвестиции. В 2006 году данная программа составила порядка 1,2 млрд. рублей, полученных главным образом от Газпрома 	<ul style="list-style-type: none"> В представленных обществах Газпром владеет от 50 до 55% УК. Таким образом, с учетом пакета РФФИ он контролирует более 75% акций, что делает нецелесообразным выкуп оставшейся доли миноритариев при текущей структуре отрасли.

Оценка акции Воронежоблгаз					
Количество акций (млн. штук)	22,17				
Выручка (млн. \$)	51				
ЕБИТДА (млн. \$)	11				
Чистая прибыль (млн. \$)	6				
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов					
	\$	Target для коэффициентов			
Выручка	2,30	2	4,60	33%	1,518268
ЕБИТДА (млн. \$)	0,50	5	2,48	33%	0,818674
Чистая прибыль	0,27	10	2,71	34%	0,920162
Справедливая цена				100%	3,26
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					72,21

ОАО «Тверьоблгаз»

Коротко о предприятии Транспортировка в год – 2,6 млрд. куб.м. Акционеры - Газпром (55%), РФФИ (23%), free-float (22%).

SWOT-Анализ

Сильные стороны эмитента	Слабые стороны эмитента
<ul style="list-style-type: none"> Средний по размерам оператор 	<ul style="list-style-type: none"> Корпоративное управление

<ul style="list-style-type: none"> Высокая рентабельность (10% по чистой прибыли) 	
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> Инвестиционная программа развития сетей региона предполагает масштабные инвестиции. 	<p>1. В представленных обществах Газпром владеет от 50 до 55% УК. Таким образом, с учетом пакета РФФИ он контролирует более 75% акций, что делает нецелесообразным выкуп оставшейся доли миноритариев при текущей структуре отрасли.</p>

Оценка акции Тверьоблгаз						
Количество акций (млн. штук)						0,178
Выручка (млн. \$)						25
ЕБИТДА (млн. \$)						6
Чистая прибыль (млн. \$)						2
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	140,45	2	280,90	33%	92,69663	
ЕБИТДА (млн. \$)	33,71	5	168,54	33%	55,61798	
Чистая прибыль	11,24	10	112,36	34%	38,20225	
Справедливая цена				100%	186,52	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					33,2	

Оценка других облигаций

Ряд других акций облигаций обладают потенциалом роста, однако в силу низкой ликвидности и незначительных масштабов бизнеса несут повышенные риски потери стоимости.

Оценка акции Нижегородоблгаз						
Количество акций (млн. штук)						28
Выручка (млн. \$)						66
ЕБИТДА (млн. \$)						20
Чистая прибыль (млн. \$)						16
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов						
	\$	Target для коэффициентов				
Выручка	2,36	2	4,71	33%	1,555714	
ЕБИТДА (млн. \$)	0,71	5	3,57	33%	1,178571	
Чистая прибыль	0,57	10	5,71	34%	1,942857	
Справедливая цена				100%	4,68	
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					130,96	

Оценка акции Оренбургоблгаз	
Количество акций (млн. штук)	0,077
Выручка (млн. \$)	49
ЕБИТДА (млн. \$)	11

Чистая прибыль (млн. \$)					5,5
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов					
	\$	Target для коэффициентов			
Выручка	634,92	2	1269,84	33%	419,0476
ЕБИТДА (млн. \$)	142,86	5	714,29	33%	235,7143
Чистая прибыль	71,43	10	714,29	34%	242,8571
Справедливая цена				100%	897,62
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					69,11667

Оценка акции Саратовоблгаз					
Количество акций (млн. штук)					3,7
Выручка (млн. \$)					23
ЕБИТДА (млн. \$)					2
Чистая прибыль (млн. \$)					0,5
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов					
	\$	Target для коэффициентов			
Выручка	6,22	2	12,43	33%	4,102703
ЕБИТДА (млн. \$)	0,54	5	2,70	33%	0,891892
Чистая прибыль	0,14	10	1,35	34%	0,459459
Справедливая цена				100%	5,45
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					20,18

Оценка акции Брянскоблгаз					
Количество акций (млн. штук)					0,11
Выручка (млн. \$)					34
ЕБИТДА (млн. \$)					5
Чистая прибыль (млн. \$)					2
Расчет справедливой цены по методу коэффициентов					
	\$	Target для коэффициентов			
Выручка	309,09	2	618,18	33%	204
ЕБИТДА (млн. \$)	45,45	5	227,27	33%	75
Чистая прибыль	18,18	10	181,82	34%	62
Справедливая цена				100%	340,82
Целевая рыночная капитализация (млн. долл.)					37,49

ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ»

119034, Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2 Тел./факс:7-(495)-363-93-80.

Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ИК РУСС-ИНВЕСТ не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ИК РУСС-ИНВЕСТ, его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.