

Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ

Евгений Буланов
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)
bulanov@gazfin.ru

Мы начинаем аналитическое покрытие Нижегородоблгаза с рекомендации **ПОКУПАТЬ**. Компания монопольно осуществляет транспортировку газа по газораспределительным сетям в Нижегородской области, где уровень газификации природным газом на 1 января 2009 г. составлял 76%, а количество газифицированных квартир равнялось 1.1 млн. За первые шесть месяцев 2009 г. облгаз увеличил выручку, операционную и чистую прибыль в рублевом выражении на 15-22%, что было связано с повышением тарифов на транспортировку газа промышленным потребителям и населению. В 2010 г. ожидается дальнейший рост тарифов на газ, которые могут вырасти более чем на 10%. Кроме того, облгаз стоит очень дешево по мультипликаторам и имеет значительный cash на балансе, величина которого сопоставима с капитализацией и составляет 1.15 млрд. руб. (\$38 млн.). Наша оценка справедливой стоимости акций Нижегородоблгаза составляет \$4.77, что на 198% превышает текущие котировки.

Нижегородоблгаз увеличил чистую прибыль за первое полугодие 2009 г. на 22%. Благодаря росту регулируемых государством тарифов на услуги по транспортировке газа компания за первые шесть месяцев 2009 г. увеличила чистую прибыль до 516 млн. руб. (\$17 млн.).

Финансовые результаты Нижегородоблгаза, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	2008	1П 2009	Y-o-Y (%)
Выручка	1 374	1 641	1 871	2 271	1 426	+19
Себестоимость	902	1 040	1 247	1 483	801	+22
Валовая прибыль	472	601	624	788	625	+15
Коммерческие расходы	-	-	-	-	-	-
Операционная прибыль	472	601	624	788	625	+15
Проценты к получению	-	-	4	37	32	+81
Прочие расходы	170	166	41	20	1	-
Прибыль до налогов	301	435	587	805	656	+16
Налог на прибыль	105	149	164	212	140	-2
Чистая прибыль	195	290	427	593	516	+22
Валовая рентабельность, %	34	37	33	35	44	-1 п.п.
Опер. рентабельность, %	34	37	33	35	44	-1 п.п.
Чистая рентабельность, %	14	18	23	26	36	+1 п.п.

Источник: СПАРК, расчеты ИК Газфинтраст

В 2010 г. ожидается дальнейшее повышение тарифов на газ. В июле 2009 г. СМИ со ссылкой на главу Минэкономразвития Эльвиру Набиуллину сообщали о том, что рост тарифов на газ для промышленности в 2010 г. может составить 15%. Повышение тарифов на газ для промышленных предприятий планируется провести одновременно. А поднять цены на газ для населения предполагается в два этапа: с 1 января 2010 г. на 5%, а с 1 апреля – еще на 15%.

Нижегородоблгаз лидирует в секторе по рентабельности. В последние годы операционная рентабельность Нижегородоблгаза превышала 30%. При этом отметим, что в структуре себестоимости львиную долю (65-70%) занимают расходы на оплату труда и ЕСН. По нашему мнению, несмотря на ежегодный рост средней заработной платы на предприятии при тенденции к незначительному сокращению численности персонала, рост выручки компании за счет роста тарифов на газ будет обгонять рост себестоимости.

У компании растут денежные средства и чистые активы. По причине высокой рентабельности бизнеса, отсутствия масштабных капитальных затрат и невыплаты дивидендов с 2001 г., Нижегородоблгаз накопил огромную величину денежных средств – 1.15 млрд. руб. (\$38 млн.), а величина чистых активов в настоящее время составляет 2.48 млрд. руб. (\$83 млн.).

Нижегородоблгаз	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	nnog
Справедливая цена (\$)	4.77
Текущая цена (\$)*	1.60
Потенциал роста (%)	198

*offer

Инвестиционные характеристики
Один из самых рентабельных облгазов
Имеет внушительную денежную подушку
Низко оценен по мультипликаторам

Катализаторы роста акций
Рост тарифов на газ

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	1.6
Кол-во акций АО	27 778 800
МСАР (\$ млн.)	44.4
Чистый долг (\$ млн.)	-38.3
EV (\$ млн.)	6.1

*offer

Структура акционеров (% от УК)	
ОАО Газпромрегионгаз	37.97
ОАО Роснефтегаз	25.54
Прочие	36.49

Оценочные характеристики			
	2008	2009П	2010П
Выручка (\$ млн.)	91.3	89.8	101.9
P/S	0.49	0.49	0.44
EV/S	0.07	0.07	0.06
EBITDA (\$ млн.)	34.1	31.4	34.3
EV/EBITDA	0.18	0.20	0.18
Чист. приб. (\$ млн.)	23.84	23.93	26.54
EPS (\$)	0.86	0.86	0.96
P/E	1.86	1.86	1.67

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Операц. рент-ть облгазов в 2008 г. (%)		
Наименование облгаза	Тикер	P-ть
Брянскоблгаз	brog	11
Воронежоблгаз	vogz	19
Калугаоблгаз	klog	16
Костромаоблгаз	koog	16
Оренбургоблгаз	orog	20
Саратовоблгаз	srog	14
Смоленскоблгаз	smog	14
Тверьоблгаз	tveo	16
Тулаоблгаз	tuog	15
Ярославльоблгаз	yrog	8
Нижегородоблгаз	nnog	35

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете
<http://www.oblgaz.nn.ru>

Денежные средства и величина чистых активов, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	2008	1П 2009	Y-o-Y (%)
Денежные средства	15	129	444	700	1 150	+36
Чистые активы	676	969	1 391	1 970	2 481	+37

Источник: данные Компании

Коэффициенты P/E и EV/EBITDA 2008-2010П менее 2. Привлекательные значения коэффициентов P/E и EV/EBITDA наглядно демонстрируют существенную недооценку акций Нижегородоблгаза.

Акции Нижегородоблгаза торгуются с дисконтом к цене независимого оценщика. В марте 2009 г. Интерфакс опубликовал информацию о результатах независимой оценки газораспределительных организаций (ГРО), которая должна была использоваться при передаче пакетов акций от Росимущества Роснефтегазу. Согласно результатам независимой оценки пакет акций Нижегородоблгаза из 7,093,400 акций (25.54% от УК) был оценен в 480 млн. руб. или 67.67 руб. за одну акцию (\$2.29), что на 43% выше текущих офферов. Напомним, что госдоли в организациях газовой промышленности передаются Роснефтегазу для последующего обмена на 0.87% акций Газпрома. В результате государство должно получить контроль над Газпромом, а Газпром увеличит свои доли в облгазах и других газовых активах. Сама же сделка должна быть реализована путем обмена активами между Роснефтегазом и Газпромрегионгазом. Также ранее сообщалось, что после завершения сделки Газпромрегионгаз сделает оферту на выкуп акций ГРО у остальных акционеров газораспределительных организаций.

Акции компании малоликвидны. Основным фактором риска при инвестировании в акции Нижегородоблгаза мы считаем их относительно низкую ликвидность, что является общим недостатком акций компаний второго эшелона.

Инвестиционное заключение

По нашему мнению, несмотря на не очень высокую ликвидность акций Нижегородоблгаза, стабильная прибыльность компании, с учетом накопленных денежных средств на балансе, существенной величиной чистых активов и низкой оценкой акций компании по мультипликаторам, перевешивает имеющиеся риски. Для расчета справедливой стоимости акций в качестве ориентира мы использовали целевое значение EV/EBITDA 2009П равное 3, что также, по нашему мнению, является достаточно консервативной оценкой. Таким образом, справедливая стоимость одной обыкновенной акции равняется \$4.77.

Коэффициенты P/E 2008 облгазов			
Тикер	MCAP* (\$ млн.)	Приб. за 2008 г. (\$ млн.)	P/E
brog	33.31	2.15	15.5
vogz	79.82	8.13	9.8
klog	20.92	2.87	7.3
koog	16.07	4.31	3.7
orog	111.35	7.24	15.4
smog	34.12	2.85	12.0
tveo	26.77	5.57	4.8
tuog	38.06	2.48	15.3
уог	16.03	1.67	9.6
Среднее			10.4
nnoг	44.45	23.84	1.86

Источник: расчеты ИК Газфинтраст
*Для расчета капитализации использовались значения цен offer на 16 октября 2009 г.

Контактная информация

Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

129@gazfin.ru

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

bulanov@gazfin.ru

Треjder

Николай Тюгаев

128@gazfin.ru

Треjder

Кирилл Вязовиченко

127@gazfin.ru

Треjder

Ренат Довиденко

124@gazfin.ru