SOVLINK
YOUR FIRST CALL – FOR THE SECOND TIER

14 МАЯ, 2008

Электрогаз

Обзор Компании

ELGZ: ПОКУПАТЬ

Целевая цена: US $1317

Сильные результаты – большие перспективы!

Аналитик: Андрей Полудницын
poludnitsyn@sovlink.ru

Stock data			
Ticker	ELGZ	M.Cap, $ mn	44,6
Shares Ords	57 814	Free Float, %	10
Shares Pref	19 272	Free Float, $ mn	4,6
Bid Ords, $	560	Offer Ords, $	850
Bid Prefs, $	155	Offer Prefs, $	250

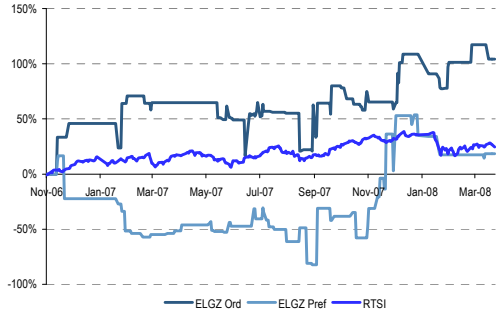
Market performance (ords)		1 month	6 months
Absolute	Ords	0,8%	23,8%
Relative to RTSI	Ords	2,1%	28,9%
Price range, $			
High	Ords	725,0	725,0
Low	Ords	625,0	450,0

Market performance (pref)		1 month	6 months
Absolute	Pref	1,0%	34,4%
Relative to RTSI	Pref	2,3%	39,5%
Price range, $			
High	Pref	255,5	375,0
Low	Pref	245,5	167,5

Financials 2007E			
Assets, $ mn	57,72	ROE	14,3%
Book Value, $ mn	18,57	P/E (x)	13,81
Net income, $ mn	3,28	P/BV (x)	1,97

Financials 2008E			
Assets, $ mn	72,54	ROE	14,9%
Book Value, $ mn	28,08	P/E (x)	10,83
Net income, $ mn	4,18	P/BV (x)	1,61

Котировка Электрогаза относительно РТС



Источник: РТС, Совлинк

- Электрогаз представляет собой ведущую сервисную компанию на рынке обслуживания и строительства инфраструктурных объектов в электроэнергетике, в первую очередь электросетей, а также производства электрического оборудования - подстанций, трансформаторов и т.д., используемого для электроснабжения газодобывающих, газотранспортных и газоперерабатывающих предприятий ОАО "Газпром".

- Выручка компании за период с 2000 по 2007 годы в среднем росла на 33% в год, а в период с 2005 по 2007 на 36%. Мы ожидаем роста выручки в 2007 году на уровне 27,5%. Наши ожидания основываются на результатах работы компании за три квартала 2007 года. В дальнейшем мы прогнозируем темп роста выручки на уровне 25-30% в год.

- Рост инвестиционной программы Газпрома является главным катализатором роста заказов со стороны газового монополиста, что в свою очередь ведет к увеличению выручки и дифференциации заказов со стороны дочерних и зависимых компаний Газпрома. В 2008 году Газпром намерен потратить около $20 млрд. в рамках своей инвестпрограммы. Причем, в отличие от прошлых лет все эти средства будут направлены именно на обустройство новых месторождений, реконструкцию и перевооружение, а не на покупку новых активов в энергетике и прочих отраслях.

- Недавняя продажа Газпромом своих активов указывает на возможность начала процесса реализации дочерних компаний не связанных непосредственно с добычей и транспортировкой газа. Электрогаз может стать частью крупной сервисной компании, которая имеет шансы занять значительную долю на рынке нефтегазовых сервисных услуг.

- Мы продолжаем покрытие компании Электрогаз и присваиваем рекомендацию «**Покупать**». По нашим оценкам целевая цена обыкновенной акции на последующие 12 месяцев должна быть на уровне $1317, что подразумевает весьма привлекательный рост в 88%. Наша оценка привилегированной акции составляет $579 с потенциалом роста 127% соответственно.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Инвестиционная идея

Дальнейшее развитие компании Электрогаз возможно по двум направлениям. В настоящий момент трудно определить, какое их этих направлений будет реализовано, но нельзя исключать ситуацию, когда развитие Электрогаза пойдет параллельно по обоим путям, что может привести к значительному повышению капитализации компании.

Первое направление – Электрогаз станет частью крупной нефтегазовой сервисной компании.

С 2004 года Газпром ведет работы по оптимизации структуры своих дочерних предприятий, задействованных в работах по обслуживанию и ремонту объектов Единой системы газоснабжения. Базой для объединения многочисленных ремонтных предприятий стала компания ДОАО "Центрэнергогаз". В настоящее время происходит централизация операционной деятельности ремонтных предприятий, которая уже показала свою эффективность.

В 2006 году пакета акций Электрогаза, принадлежащий Газпрому, был передан в управление компании Центрэнергогаз. Большие возможности по заключению новых контрактов, опыт работы на зарубежных рынках, которыми обладает Центрэнергогаз, без сомнения оказали положительное влияние на финансовое положение Электрогаза. Мы считаем, что это способствовало более рациональному использованию имеющихся у Электрогаза мощностей, это не замедлило сказаться на выручке компании.

Дальнейшим шагом на пути развития ремонтного холдинга может стать переход компаний на единую акцию. При реализации данного сценария существует риск несправедливого обмена акций Электрогаза на акции холдинговой структуры. Однако, этот риск, по нашему мнению, не является значительным в связи с текущей структурой акционерного капитала. Во всех объединяющихся компаниях Газпром владеет контрольными пакетами, поэтому в любом случае в конечной структуре газовая монополия получит также долю, превышающую 50% капитала. В подобной ситуации главному акционеру нет необходимости искать возможности разводнения долей миноритарных акционеров. С другой стороны, Газпром уже зарекомендовал себя как компания, которая не нарушает права миноритарных акционеров, что также может служить определенной гарантией справедливого обмена акций, если он состоится.

Мы предполагаем, что в конечном итоге Газпром придет к пониманию необходимости выделения описанного выше ремонтного холдинга в обособленную структуру. Более того, недавно прошедшие аукционы по продаже пакетов акций Газпрома в дочерних предприятиях Ленгазспецстрой (legs), Спецгазремстрой (sgrs), Волгограднефтемаш (vonm), Волгогаза (vlgg) и Краснодаргазстроя указывают на высокую вероятность реализации газпромовской доли в будущем сервисном холдинге либо стратегическому инвестору, либо с использованием механизма первичного размещения акций. В подобном случае, будущий сервисный холдинг диверсифицирует свою деятельность в нефтяную отрасль и станет заметным игроком на рынке сервисных услуг для нефтегазовых компаний, сопоставимым по размеру с такими компаниями как Интегра или Евразия.

Второе направление – Электрогаз будет привлечен к более активному участию в электроэнергетических проектах Газпрома

На сегодняшний день Газпром вложил очень крупные средства в электроэнергетика, трансформируясь, таким образом, из предприятия газовой отрасли в глобальную энергетическую компанию. На текущий момент Газпрому принадлежит 53,5% акций ТГК-3 (Мосэнерго), 47% в ТГК-1, 13,6% в ОГК-2 и 17,13% в ОГК-6. При окончательном разделении РОА ЕЭС Газпром сможет довести свои пакеты в ОГК-2 и ОГК-6 до 51%. Помимо этого Газпром намерен приобрести пакет акций ТГК-7, так как заинтересован в расширении своей доли в газовой генерации и обеспечении энергией собственных объектов. ТГК-7 вторая по величине генерирующая компания после ТГК-3, и объединяет 21 теплоэлектростанцию в Саратовской,

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Самарской, Ульяновской и Оренбургской областях, где у Газпрома находится много перерабатывающих, транспортирующих и добывающих активов. Помимо генерации Газпрому принадлежат пакеты в Магистральной сетевой компании (26%), в МоГЭСК и МоЭСК (по 26%), в Мосэнергосбыте и Московской теплосетевой компании.

Собственные энергоактивы «Газпрома» включают 1,8 тыс. электростанций мощностью более 500 кВт каждая, обеспечивающих почти 8% потребностей концерна в электроэнергии. Также предприятия группы владеют ЛЭП протяженностью более 100 тыс. километров и поставляют электроэнергию нескольким тысячам субабонентов. Стоит отметить, что протяженность газпромовских ЛЭП сопоставимо с протяженность Единой Газотранспортной Системы Газпрома, которая составляет примерно 140 тыс. километров. В 2005-2006 годах «Газпром» передавал свои энергоактивы в аренду специализированной «дочке»– «Газпромэнерго».

Важным положительным моментом являются недавно появившиеся данные об инвестиционной программе Газпрома на 2009-10 годы, раскрытые в рамках облигационного займа на $2 млрд. Согласно меморандуму финансовые вложения будут резко сокращены, зато капитальные вложения составят 850 млрд. руб. в 2010, или в 2,5 раза выше прошлогодних. Эта сумма сопоставима с инвестиционной программой 20 ОГК и ТКГ.

Являясь фактически единственным крупным предприятием по обслуживанию и строительству электросетей (ЛЭП) и производству и обслуживанию электрооборудования на месторождениях, трубопроводах и предприятиях Газпрома, Электрогаз сможет расширить сферу своей деятельности за счет недавних и будущих покупок Газпрома в электроэнергетике и озвученной инвестиционной программе. В любом случае можно ожидать увеличения выручки компании Электрогаз в соответствии с темпами роста капитальных вложений Газпрома согласно приведенного плана.

График 3. Инвестпрограмма Газпрома

** предварительный итог*
Источник: Газпром

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Описание компании

Электрогаз является дочерней компанией Газпрома и занимается обслуживанием электросетей и электрооборудования газового монополиста. Основными видами деятельности компании является строительство электрических сетей на предприятиях и месторождениях Газпрома, наладка и запуск оборудования, обслуживание газопроводов и теплосетей. С недавнего времени компания освоила производство дизельных и газопоршневых электроподстанций и трансформаторов.

Электрогаз оказывает услуги по обслуживанию электроэнергетического оборудования и сетей газодобывающих, газотранспортных и газоперерабатывающих предприятий Газпрома, таких как ООО "Севергазпром" (на его долю приходится около 24,6% выручки), ООО "Ямбурггаздобыча" (10,5%) и ООО "Надымгазпром" (11,1%).

Для Электрогаза Газпром и его дочерние и зависимые общества являются крупнейшими потребителями услуг и основными источниками заказов на продукцию компании. Доля заказов со стороны Газпрома в выручке компании в 2006 году составила около 95%. Мы не ожидаем, что эта доля может значительно измениться в ближайшем будущем. Это делает Электрогаз очень сильно зависимым от Газпрома, но с другой стороны и сам Электрогаз обладает рыночным доминированием в определенных регионах, где расположены его филиалы, так как является крупнейшей сервисной компанией, оказывающей услуги в области электроэнергетической инфраструктуры.

Кроме Электрогаза, услуги по строительству и обслуживанию ЛЭП для Газпрома оказывает ООО «Газпромэнергосервис» (на 70% принадлежит менеджменту), которое правда несоизмеримо Электрогазом по масштабам (выручка в 2006 году - $6 млн.), ООО «Электросевкавмонтаж», ООО «Севэлектромонтаж». ООО «Электросевкавмонтаж» сопоставимо с Электрогазом по размеру и по финансовым результатам. Имеет несколько подразделений в городах Юга России, 21 предприятие в составе группы, с совокупной выручкой $65 млн. в 2006 году. Компания полностью подконтрольна менеджменту. Все вышеперечисленные компании ведут операционную деятельность в тех же регионах, что и Электрогаз и иногда участвуют в конкурсах за заказы Газпрома.

Потенциальные Конкуренты Электрогаза

Компания	Регион
ОАО Оргэнергогаз	Москва
ОАО Нижневолжскэлектромонтаж	Астрахань
ООО Электротехническая компания	Астрахань
ООО Газпромэнергосервис	Москва
ООО Корпорация АК Электросевкавмонтаж	Краснодар
ООО Оргтехстрой	Москва
ОАО Газавтоматика	Москва
ООО Юггаззэнерго	Саратов
ООО Газэнергоналадка	Саратов
ООО Тепломонтажсервис	Саратов
ООО Гефест СВ	Саратов
ОАО Механизированная колонна №1	Ухта
ЗАО Ухтинское монтажно-наладочное управление	Ухта
МУ-5 ЗАО Электроуралмонтаж	Оренбург
ЗАО Южуралэлектромонтаж	Оренбург
ООО Энергоспецстрой	Новый Уренгой
ООО Северэлектромонтаж	Новый Уренгой
ООО Ямалстройпромэлектромонтаж	Новый Уренгой

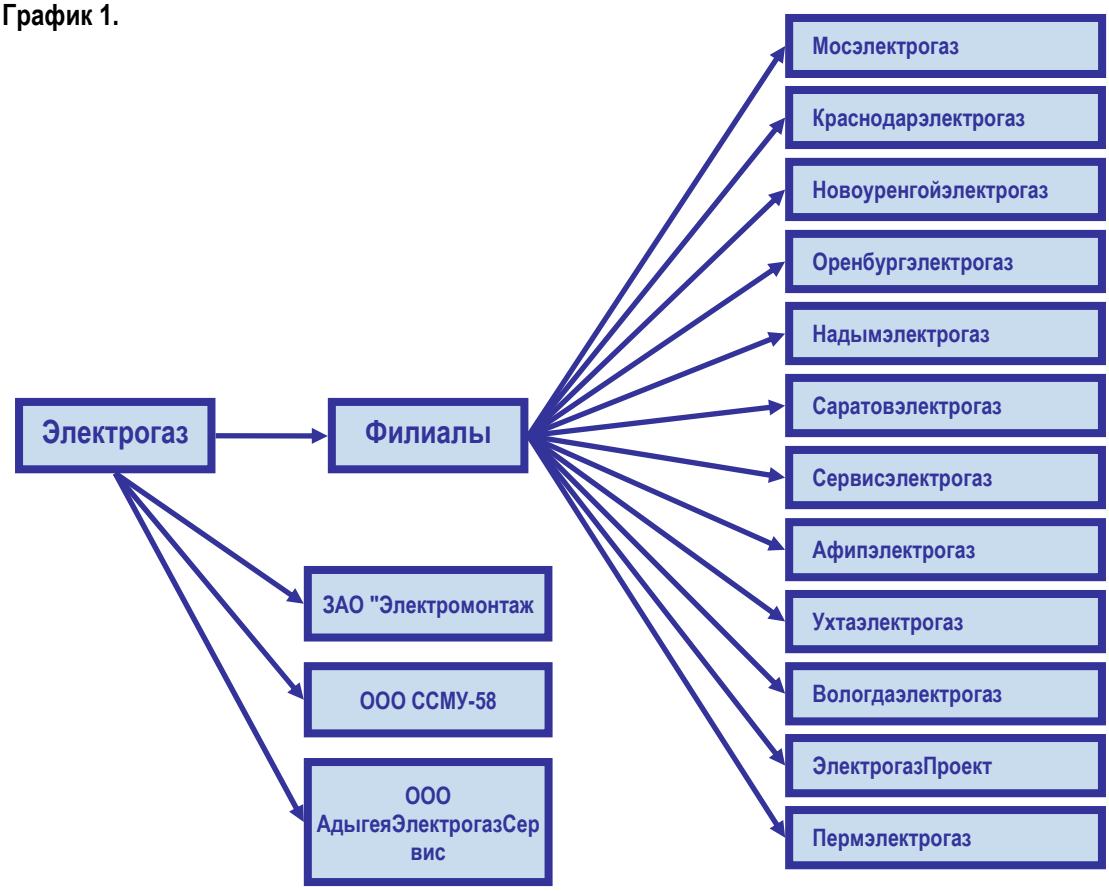
Источник: Электрогаз

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Структура компании

График 1.



Источник: Электрогаз, Скрин, Спарк-Интерфакс

На сегодняшний день Электрогаз состоит из двенадцати филиалов, расположенных в газоносных районах России, а также рядом со станциями по перекачке и переработке газа, в местах пролегания крупнейших газопроводов страны. Такое расположение позволяет компании наиболее оперативно проводить ремонт и строительство новых объектов энергетической инфраструктуры, быстро устранять неполадки на обслуживаемых предприятиях и трубопроводах. Подобная схема расположения филиалов помогает также минимизировать затраты. Стоит отметить, что расположение некоторых филиалов совпадет с расположением потенциальных конкурентов. Тем не менее, это не мешает Электрогазу выигрывать тендеры и заключать новые контракты на обслуживание предприятий Газпрома, пользуясь, конечно, и своим доминирующим положением и уже наработанными связями.
В своих дочерних компаниях Электрогаз имеет разные доли:

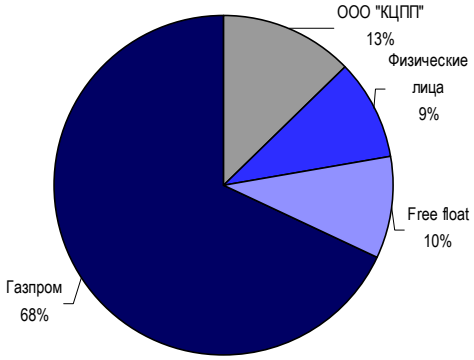
- в ООО Электромонтаж компании принадлежит 100% акций,
- в ООО ССМУ-58 - 20%,
- в ООО Адыгеяэлектрогазсервис – 20%.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Структура акционерного капитала

График 2. Структура Акционеров



Источник: Электрогаз, Скрин, Спарк

На сегодняшний день контрольный пакет акций в Электрогазе принадлежит Газпрому. Вторым по величине акционером является КЦПП, который может представлять интересы менеджмента. Ранее доля КЦПП принадлежала дочерней компании Электрогаза ЗАО «Электромонтаж», однако, в 2007 году ее доля была приобретена КЦПП, учредителем и владельцем которой является физическое лицо.
Следующая по величине группа акционеров представлена частными лицами, в основном бывшими и нынешними работниками предприятия, а также руководством.
Прочие акции (free float) сосредоточены на рынке у инвестиционных компаний и находятся в свободном обращении.

Текущие проекты компании

На сегодняшний день основными проектами Электрогаза являются обслуживание Заполярного, Ямбургского, Ямалького, Восточно-Прибержного нефтегазоносных месторождений. Строительство объектов электроснабжения горно-туристического центра ОАО «Газпром» в поселке Красная Поляна. Проведение работы по комплексному электрометрическому обследованию трубопроводов, проведение работ по диагностическому обследованию электротехнического оборудования. Изготовление, монтаж и наладка на объектах ОАО «Газпром» блочно-комплектного электрооборудования, разработка проектов, конструкторской документации и новых изделий.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

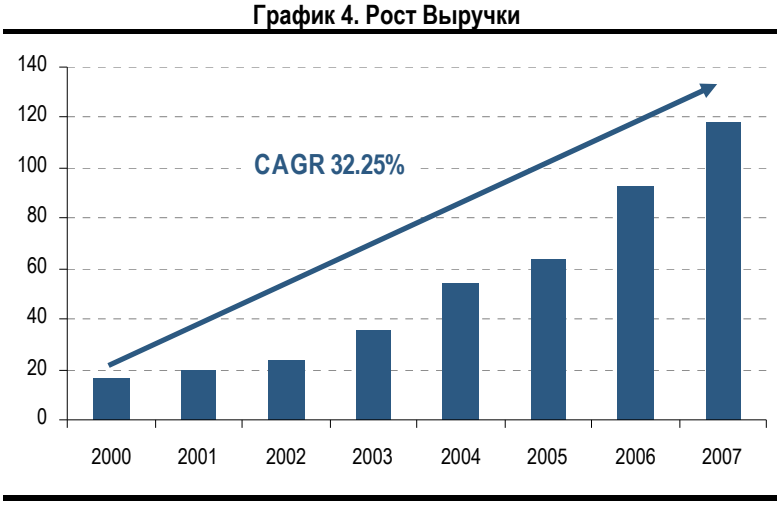
Модель оценки компании

Мы оцениваем Электрогаз используя DCF модель и путем сравнения с российскими и иностранными аналогами.

Выручка

Электрогаз развивается весьма стремительно благодаря росту заказов со стороны Газпрома, расширению филиальной сети, включению в состав компании новых предприятий за счет реструктуризации Газпрома, ранее входящих в другие компании или работавшие независимо. Основным фактором роста выручки является увеличение заказов со сторон Газпрома, своевременное заключение контрактов на обслуживание, строительство новых объектов в рамках Олимпмады-2014 года (относится к объектам в Краснодарском крае), освоение новых месторождений в рамках утвержденной инвестиционной программы Газпрома.
За последние несколько лет выручка компании значительно увеличилась. С 2003 по 2006 годы она выросла на 80% (с ежегодным темпом роста в 34%), а с 2000 по 2006 в 5,6 раза. Мы полагаем, что выручка будет расти на 25-30% ежегодно, что соответствует тем задачам, которые поставлены перед Электрогазом. Кроме того, руководство компании считает 25% рост адекватным и закладывает его в свой план работы на будущие годы.

График 4. Рост Выручки

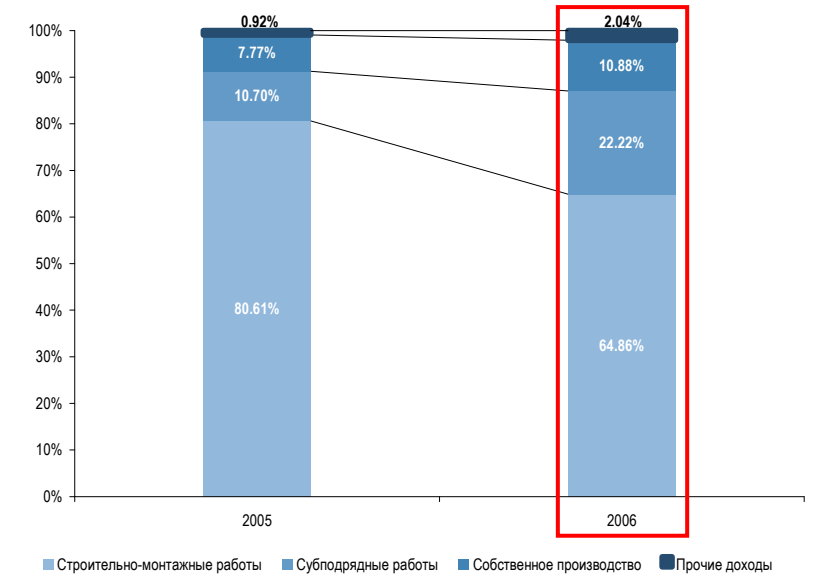


Источник: данные компании, Совлинк

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

График 5. Структура Выручки



Источник: данные компании, Совлинк

На текущий момент выручка Электрогаза более диверсифицирована, чем год назад. Следует отметить увеличение доли субподрядных работ. По нашему мнению это связанно с оптимизацией работы ремонтных подразделений Газпрома, в частности, с созданием основы сервисного холдинга на основе компании Центрэнергогаз. В результате происходит оптимальное использование имеющихся ремонтно-производственных мощностей Электрогаза, так как компания может выступать субподрядчиком в таких работах, которые ранее доставались другим компаниям. На наш взгляд это хороший сигнал, тем не менее, в нашей DCF модели мы исходим из предпосылки, что строительно-монтажные работы составят основу выручки и в будущем.

График 6. Прогноз Структуры Выручки

Источник: данные компании, Совлинк

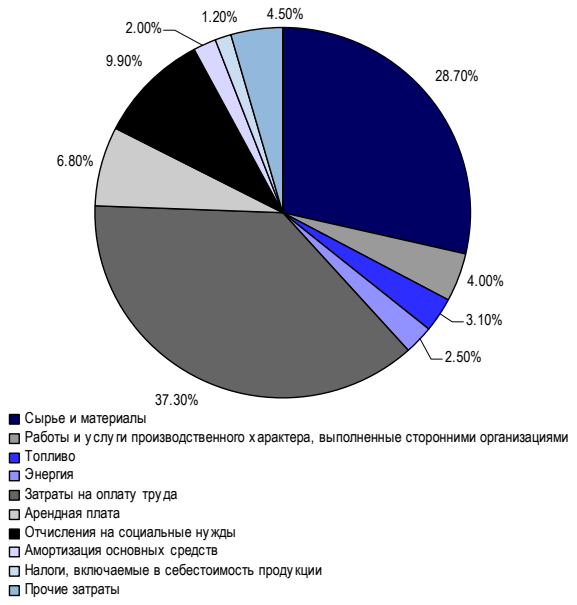
Для упрощения и увеличения точности прогноза мы поделили всю выручку на строительно-монтажные работы и прочие виды деятельности.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Затраты и капитальные вложения

График 7. Структура Затрат



Источник: данные компании, Совлинк

Основными затратами являются заработная плата и оплата услуг сторонних организаций. На эти две статьи затрат приходиться 38% и 28,7% соответственно, что в сумме составляет больше половины в структуре себестоимости. Следует отметить, что в настоящий момент средний уровень заработных плат в компании составляет примерно 17 тысяч рублей, что является достаточно высоким уровнем (в среднем по России 10 тысяч рублей, по Краснодарскому краю – 15 тысяч рублей). При этом темп роста заработной платы в стране в 2007 году составил 30%. Логично предположить, что такой темп сохранится и в будущем, что приведет компанию к необходимости соответствующего повышения заработной платы для сохранения своих квалифицированных кадров. То есть рост оплаты труда будет являться основным фактором роста себестоимости в последующие годы.

График 8. Капитальные Расходы

Источник: данные компании, Совлинк

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Рост капитальных затрат обусловлен высокой изношенностью основных средств, а также из-за увеличения объема работ по строительству и обслуживанию предприятий в рамках инвестиционной программы Газпрома и притока новых заказов.

SWOT анализ

	ДОСТОИНСТВА		НЕДОСТАТКИ
+	Стабильные денежные потоки	-	Непрозрачность (информационная и финансовая)
+	Постоянная клиентская база	-	Низкая ликвидность акций
+	Наличие крупного акционера	-	Выская эффективаная налоговая ставка
		-	Рост расходов
		-	Ориентация на единственного крупного клиента (на долю Газпрома приходится 96% выручки)

	ВОЗМОЖНОСТИ		УГРОЗЫ
+	Увеличение заказов вследствие создание единого сервисного холдинга	-	Возможная консолидация прибыли в головной компании (в Центрэнергогазе)
+	Эффективный контроль на расходами, снижение издержек	-	Менеджемент во многом подконтролен Газпрому
+	Новая инестпрограмма Газрома	-	Несправедливый коэффициент обмена при переходе на единую акцию в случае консолидации
+	Переход на едную акцию в рамках сервисного холдинга		

Источник: Совлинк

Главными плюсом Электрогаза является стабильность денежных поступлений и их существенный рост в последние годы. Это происходит и за счет увеличение количества заказов и их сумм, а также за счет расширения географии работы и присоединения новых предприятий.

Главным недостаток компании по нашему мнению заключается в некоторой закрытости финансовой и операционной информации компании для потенциальных инвесторов, что в принципе свойственно почти все российским компания второго эшелона. Также вызывает беспокойство довольно высокая эффективная налоговая ставка (около 50%). Это может быть объяснено большими расходами компании, которые не подлежат вычету из доходов при расчете налоговой базы в налоговом учете. Мы предполагаем, эти расходы носят фиксированный характер, и при росте доналоговой прибыли эффективная налоговая ставка снижается.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Оценка мультипликаторами

В качестве российских аналогов мы выбрали группу компаний с наиболее сходным видом деятельности, то есть прокладка электросетей, строительство инфраструктурных объектов. Такими компаниями являются Газавтоматика (gzav), Ленгазспецстрой (legs), Севзапэлектросетьстрой (szes), Запсибэлектросетьстрой (zses), Новгородсетьстрой (nsst), Спецсетьстрой (spss), Газэнергосервис (gzes).

Russian Comparisons 2008E (US$ mn)

	Ticker	EV	Mcap	Sales	EBITDA	EBIT	D&A	PPE
Газавтоматика	GZAV	258.7	265.1	95.9	13.0	12.5	0.5	7.7
Ленгазспецстрой	LEGS	224.7	248.6	791.7	43.0	39.6	3.4	20.2
Севзапэлектросетьстрой	SZES	204.8	261.1	657.5	36.0	30.0	6.0	26.3
Запсибэлектросетьстрой	ZSES	15.1	11.1	63.4	4.0	3.2	0.9	5.7
Новгородсетьстрой	NSST	12.6	12.9	19.1	1.8	1.7	0.1	1.1
Спецсетьстрой	SPSS	77.1	77.9	82.7	7.6	6.6	1.0	4.1
Газэнергосервис	GZES	37.0	42.5	54.2	8.6	6.5	2.1	30.9

Источник: РТС, Bloomberg, Совлинк

Russian Multiples (x)

Ticker	P/S	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales	P/E	P/PPE
GZAV	2.8	20.0	20.8	2.7	30.7	34.6
LEGS	0.3	5.2	5.7	0.3	7.8	12.3
SZES	0.4	5.7	6.8	0.3	9.9	9.9
ZSES	0.2	3.8	4.8	0.2	8.0	2.0
NSST	0.7	6.9	7.4	0.7	11.3	11.3
SPSS	0.9	10.1	11.7	0.9	23.6	18.8
GZES	0.8	4.3	5.7	0.7	13.1	1.4
Mean	**0.9**	**8.0**	**9.0**	**0.8**	**14.9**	**12.9**

Источник: РТС, Bloomberg, Совлинк

В качестве западных аналогов мы подобрали компании со сходными видами деятельности. В основном они занимаются производством электротехнического оборудования и прокладкой электросетей.

Foreign Multiples 2008E (x)

	Ticker	P/E	P/S	EV/EBITDA	EV/S	P/PPE
Emcore	EME US	10.90	0.25	5.20	0.21	18.86
Jacobs Eng. Group	JEC US	23.53	0.85	12.92	0.78	46.86
Arcadis	ARCAD US	10.90	0.44	7.86	0.51	15.57
Prinsiptek Corp.	PSIP MK	3.90	0.31	6.52	0.51	1.02
Linde AG	LIN GR	17.13	7.40	10.89	1.72	2.24
ABB Ltd.	ABBN VX	16.17	12.56	11.22	1.54	17.89
Siemens AG	SIE GR	11.81	8.75	9.38	0.86	6.50
SNC-Lavalin Group	SNC CN	24.969	0.867	13.02	0.71	3.64
Mean		**14.91**	**3.93**	**9.63**	**0.85**	**14.07**

Источник: РТС, Bloomberg, Совлинк

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Multiples Valuation Table

	Ticker	P/E	P/S	P/PPE	EV/EBITDA	EV/S
	EME US	10.90	0.25	18.86	5.20	0.21
	JEC US	23.53	0.85	46.86	12.92	0.78
	ARCAD US	10.90	0.44	15.57	7.86	0.51
	PSIP MK	3.90	0.31	1.02	6.52	0.51
	LIN GR	17.13	7.40	2.24	10.89	1.72
	ABBN VX	16.17	12.56	17.89	11.22	1.54
	SIE GR	11.81	8.75	6.50	9.38	0.86
	SNC CN	24.97	0.87	3.64	13.02	0.71
	Mean	**14.91**	**3.93**	**14.07**	**9.63**	**0.85**
Foreign Peers' weight	**30%**					
	GZAV	30.7	2.8	34.6	20.0	2.7
	LEGS	7.8	0.3	12.3	5.2	0.3
	SZES	9.9	0.4	9.9	5.7	0.3
	ZSES	8.0	0.2	2.0	3.8	0.2
	NSST	11.3	0.7	11.3	6.9	0.7
	SPSS	23.6	0.9	18.8	10.1	0.9
	GZES	13.1	0.8	1.4	4.3	0.7
	Mean	**14.91**	**0.87**	**12.89**	**8.00**	**0.83**
Russian Peers' weight	**70%**					
	Multiple's weight	30%	15%	10%	15%	30%
	ELGZ	**10.71**	**0.4**	**5.1**	**3.1**	**0.4**
	Industry mean	14.91	1.78	13.25	8.49	0.84
	Discount/(premium)	(28.16%)	(79.66%)	(61.66%)	(63.54%)	(52.33%)
	Target Market Cap (US$ mn)	62.64	221.20	117.36	123.43	94.40
	Fair Market Cap (US$ mn)	111				
	Fair Price (US$ mn)	**1 434**				

Источник: Совлинк

По результатам оценки мультипликаторами Электрогаз сильно недооценен. Однако, мы приводим эту оценки только как индикативную и даем свою рекомендацию на основе DCF модели.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

DCF модель

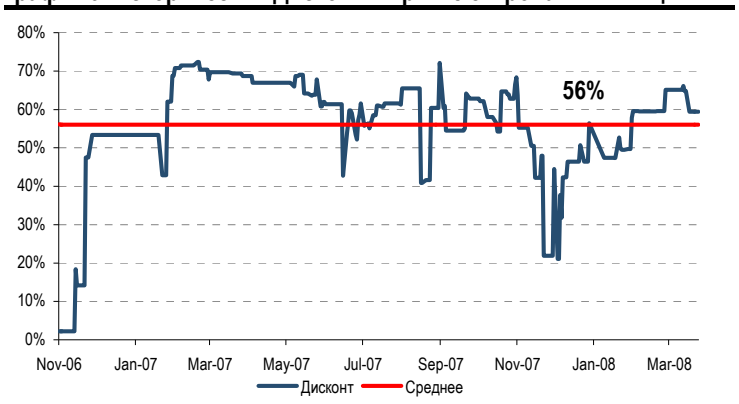
В своей модели мы закладываем 25% рост выручки в период с 2007 по 2010, 30% рост в 2010-12 годы (самая активная фаза выполнения инвестпрограммы Газпрома и разработки новых месторождений), далее 20-25% рост. В постпрогнозном периоде мы предполагаем 3% рост.

DCF Summary (US$ mn)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT*(1-t)	4.6	5.8	7.3	12.6	23.5	35.4	53.6	63.4	67.3
Depr and Amort	2.9	3.3	3.7	4.4	5.2	5.4	6.1	5.1	5.6
NWC change	3.5	(2.1)	(3.0)	(6.4)	(11.5)	(16.6)	(13.3)	(14.7)	(15.9)
CAPEX	(4.5)	(5.0)	(5.5)	(5.8)	(6.1)	(6.1)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
FCFF	6.5	2.0	2.5	4.8	11.1	18.2	40.3	47.7	50.9
PV of FCFF	5.37	1.33	1.40	2.22	4.22	5.68	10.37	10.10	8.89
Cumulative Present Value of FCFF	5.37	6.69	8.09	10.32	14.54	20.22	30.58	40.68	49.57
WACC	21.4%								
Terminal value	49.77								
TV/EV	50.1%								
Sum of Cum. PV of FCFF	49.57								
EV	**99.34**								
Debt	3.49								
Cash	5.67								
Net Debt	(2.18)								
Fair Mcap	**101.52**								
Shares outstanding	77 086								
Fair Ord Price (US$)	**1317**								
Fair Pref Price (US$)	**579**								

Источник: Совлинк

График 9. Исторический Дисконт к Привилегированным Акциям



Источник: Совлинк

По результатам нашей DCF модели мы получили потенциал роста 88% по обыкновенным акциям и 127% по привилегированным. Мы хотели бы отметить, что, несмотря на более высокий потенциал роста по мультипликаторам, следует придерживаться результатов DCF модели, так как она дает более точное представление о текущей деятельности компании и возможностях ее развития.

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Анализ Чувствительности

График 10. Enterprise Value

Terminal Growth rate \ WACC	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.4%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
2.00%	147	136	127	119	109	106	101	97	93
2.25%	145	134	124	116	107	103	98	94	90
2.50%	144	132	122	114	104	101	96	91	87
2.75%	143	131	121	112	102	99	93	89	85
3.00%	141	128	118	109	**99**	96	90	86	82
3.25%	141	128	118	109	99	95	89	85	81
3.50%	141	128	117	108	97	93	88	83	79
3.75%	141	127	116	106	96	92	86	81	77
4.00%	141	127	115	106	95	91	85	80	75

Источник: Совлинк

График 11. Цена Обыкновенной Акции (US$)

Terminal Growth rate \ WACC	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.4%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
2.00%	1 935	1 791	1 670	1 567	1 448	1 404	1 339	1 283	1 235
2.25%	1 913	1 765	1 641	1 536	1 414	1 369	1 303	1 246	1 197
2.50%	1 894	1 743	1 615	1 508	1 383	1 338	1 270	1 212	1 162
2.75%	1 879	1 723	1 593	1 483	1 355	1 309	1 240	1 181	1 129
3.00%	1 854	1 694	1 560	1 447	**1 317**	1 269	1 199	1 139	1 086
3.25%	1 859	1 694	1 557	1 441	1 308	1 259	1 188	1 126	1 073
3.50%	1 854	1 684	1 543	1 424	1 288	1 238	1 165	1 102	1 048
3.75%	1 851	1 677	1 532	1 410	1 270	1 220	1 145	1 081	1 025
4.00%	1 852	1 672	1 523	1 398	1 255	1 203	1 127	1 061	1 005

Источник: Совлинк

График 12. Цена Привилегированной Акции (US$)

Terminal Growth rate \ WACC	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.4%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
2.00%	851	788	735	689	637	618	589	565	543
2.25%	842	777	722	676	622	602	573	548	527
2.50%	833	767	711	663	609	589	559	533	511
2.75%	827	758	701	652	596	576	546	520	497
3.00%	816	745	686	637	**579**	559	528	501	478
3.25%	818	746	685	634	576	554	523	496	472
3.50%	816	741	679	627	567	545	513	485	461
3.75%	815	738	674	620	559	537	504	476	451
4.00%	815	736	670	615	552	529	496	467	442

Источник: Совлинк

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Balance Sheet (US$ mn)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ASSETS											
Cash & Equivalents	1.33	0.53	5.67	5.84	5.63	6.95	14.61	25.56	60.50	103.69	149.87
Accounts Receivable	14.22	26.51	29.82	38.87	49.85	65.59	88.62	121.97	154.28	192.70	238.30
Short-term investments	1.92	3.39	3.90	5.08	5.92	7.79	10.52	11.61	14.70	18.36	22.70
Inventory	5.44	5.55	6.97	8.97	11.21	14.01	17.51	21.89	27.36	34.20	42.75
Other Current Assets	0.92	0.10	0.45	0.58	0.71	0.90	1.13	1.45	1.78	2.19	2.65
Total Current Assets	**23.84**	**36.09**	**46.80**	**59.33**	**73.31**	**95.24**	**132.40**	**182.48**	**258.62**	**351.14**	**456.27**
Net Intangibles	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Net PPE	4.34	5.63	7.21	8.85	10.25	11.22	11.73	11.94	11.45	12.02	12.06
Investments	1.24	0.93	1.24	1.62	2.08	2.73	1.94	2.56	2.66	2.58	2.29
Unfinished construction	1.58	1.63	1.89	2.31	2.57	2.60	2.46	2.32	2.00	1.84	1.63
Other Fixed Assets	0.23	0.30	0.38	0.42	0.49	0.47	0.42	0.42	0.41	0.40	0.36
Total Fixed Assets	**7.43**	**8.18**	**10.73**	**13.21**	**15.41**	**17.04**	**16.57**	**17.27**	**16.54**	**16.87**	**16.37**
Total Assets	**31.27**	**44.62**	**57.52**	**72.54**	**88.72**	**112.28**	**148.96**	**199.75**	**275.16**	**368.01**	**472.64**
LIABILITIES & STOCKHOLDERS' EQUITY											
Short-Term Debt	0.16	2.51	3.49	4.48	5.60	7.00	8.76	10.94	13.68	17.10	21.38
Accounts Payable	14.10	23.08	30.50	39.22	49.03	61.29	76.61	95.76	119.71	149.63	187.04
Taxes Payable	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other Current Liabilities	0.61	0.33	0.45	0.58	0.74	1.01	1.42	1.92	2.54	3.16	3.80
Total Current Liabilities	**14.87**	**25.92**	**34.43**	**44.29**	**55.38**	**69.30**	**86.79**	**108.62**	**135.92**	**169.89**	**212.22**
Long-Term Debt	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deferred Taxes	0.00	0.00	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
Other Long-Term Liabilities	0.04	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Total Long-Term Liabilities	**0.16**	**0.14**	**0.16**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.17**
Total Liabilities	**15.03**	**26.05**	**34.59**	**44.45**	**55.54**	**69.46**	**86.95**	**108.79**	**136.09**	**170.06**	**212.38**
Common Stock at Par Value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Preferred Stock at Par Value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Additional Paid-In Capital	2.28	2.37	2.51	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62
Retained Earnings	14.55	16.52	20.83	26.00	31.25	41.10	60.62	89.96	138.51	197.90	260.82
Total Stockholders` Equity	**16.23**	**18.57**	**22.94**	**28.08**	**33.18**	**42.81**	**62.01**	**90.96**	**139.07**	**197.95**	**260.26**
Total Liabilities & Equity	**31.27**	**44.62**	**57.52**	**72.54**	**88.72**	**112.28**	**148.96**	**199.75**	**275.16**	**368.01**	**472.64**

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Income Satement (US$ mn)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net Revenues from Sales	**63.92**	**92.62**	**118.03**	**147.54**	**197.33**	**259.64**	**350.83**	**464.45**	**587.95**	**734.38**	**908.14**
Cost of Goods Sold	(39.43)	(68.82)	(87.13)	(107.46)	(140.09)	(175.11)	(218.89)	(273.61)	(342.01)	(427.52)	(534.40)
including DD&A	1.53	2.10	2.85	3.31	3.89	4.62	5.38	5.67	6.38	5.32	5.85
Sales & Administrative Expenses	(18.26)	(17.27)	(21.25)	(28.05)	(41.47)	(57.18)	(80.78)	(113.94)	(129.56)	(169.21)	(227.46)
Operating Profit	**6.24**	**6.53**	**9.65**	**12.03**	**15.77**	**27.35**	**51.15**	**76.90**	**116.37**	**137.65**	**146.29**
Operating Margin	*9.8%*	*7.1%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.0%*	*10.5%*	*14.6%*	*16.6%*	*19.8%*	*18.7%*	*16.1%*
Net Non-Operating Items	(3.2)	(2.9)	(3.0)	(3.8)	(4.9)	(6.4)	(8.5)	(11.1)	(14.0)	(17.4)	(21.6)
Pre-Tax Profit	**3.01**	**3.62**	**6.70**	**8.20**	**10.88**	**20.99**	**42.70**	**65.84**	**102.41**	**120.20**	**124.66**
Pre-Tax Margin	*4.7%*	*3.9%*	*5.7%*	*5.6%*	*5.5%*	*8.1%*	*12.2%*	*14.2%*	*17.4%*	*16.4%*	*13.7%*
Taxes & Other	(1.84)	(1.97)	(3.41)	(4.53)	(5.77)	(11.34)	(23.49)	(36.87)	(54.28)	(61.30)	(62.33)
Effective Tax Rate	*61.0%*	*54.4%*	*51.0%*	*55.3%*	*53.0%*	*54.0%*	*55.0%*	*56.0%*	*53.0%*	*51.0%*	*50.0%*
Net Income	**1.18**	**1.65**	**3.28**	**3.67**	**5.12**	**9.66**	**19.22**	**28.97**	**48.13**	**58.90**	**62.33**
Net Margin	*1.8%*	*1.8%*	*2.8%*	*2.5%*	*2.6%*	*3.7%*	*5.5%*	*6.2%*	*8.2%*	*8.0%*	*6.9%*
EBITDA	**7.77**	**8.63**	**12.50**	**15.34**	**19.66**	**31.97**	**56.54**	**82.58**	**122.75**	**142.96**	**152.13**
EBITDA margin	*12.2%*	*9.3%*	*10.6%*	*10.4%*	*10.0%*	*12.3%*	*16.1%*	*17.8%*	*20.9%*	*19.5%*	*16.8%*

Financial Ratios	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Current Ratio	1.60	1.39	1.36	1.34	1.32	1.37	1.53	1.68	1.90	2.07	2.15
Debt to Equity Ratio	0.93	1.40	1.51	1.58	1.67	1.62	1.40	1.20	0.98	0.86	0.82
Return on Equity	0.07	0.09	0.14	0.13	0.15	0.23	0.31	0.32	0.35	0.30	0.24
Return on Assets	0.16	0.20	0.31	0.28	0.33	0.57	1.16	1.68	2.91	3.49	3.81

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

Cash Flow Statement (US$ mn)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net income	3.26	4.16	5.09	9.64	19.20	28.95	48.11	58.88	62.31
Depreciation	2.85	3.45	3.89	4.62	5.38	5.67	6.38	5.32	5.85
Deferred taxes	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Write-Offs	0.42	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NWC change	3.54	(2.21)	(3.11)	(6.68)	(12.01)	(17.30)	(13.90)	(15.36)	(16.63)
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operating cashflow	10.07	5.84	6.32	8.01	13.01	17.77	41.03	49.27	51.97
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital expenditures	(4.51)	(5.22)	(5.74)	(6.03)	(6.33)	(6.33)	(6.33)	(6.33)	(6.33)
Unfinished Construction	(0.16)	(0.34)	(0.26)	(0.03)	0.14	0.13	0.32	0.16	0.20
Long-term investments	(0.19)	(0.31)	(0.43)	(0.62)	0.84	(0.57)	(0.03)	0.15	0.39
Other long-term assets	(0.06)	(0.02)	(0.08)	0.03	0.05	0.00	0.01	0.01	0.04
Profitable investments in material values	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other long-term investments	(0.01)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.05)	(0.06)	(0.06)	(0.08)	(0.09)
Investing cashflow	(4.93)	(5.91)	(6.53)	(6.69)	(5.35)	(6.82)	(6.09)	(6.08)	(5.79)
Charter Capital	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Additional Capital	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Reserve Capital	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Accumulation funds	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Social sphere funds	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Specified financing and transfers	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Retained earnings of current period	(0.05)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Borrowed Funds	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other long-term liabilities	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Financing Cash Flow	(0.04)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net change in cash	5.11	(0.07)	(0.21)	1.33	7.66	10.95	34.94	43.19	46.18
Cash as of beginning of the year	0.56	5.91	5.84	5.63	6.95	14.61	25.56	60.50	103.69
Cash as of end of the year	5.67	5.84	5.63	6.95	14.61	25.56	60.50	103.69	149.87

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

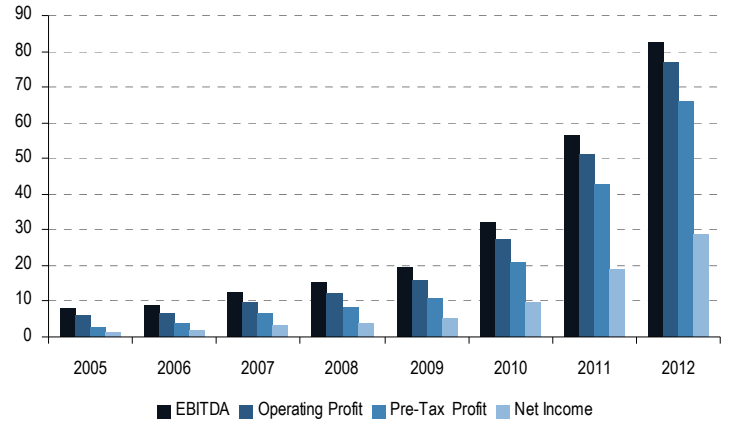
Мультипликаторы Электрогаза

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
MCAP * (US$ mn)	$47.1	$45.3	$44.6	$44.6	$44.6	$44.6	$44.6
EV (US$ mln)	$49.1	$43.1	$43.3	$44.6	$44.7	$38.8	$30.0
P/S (x)	0.49	0.38	0.29	0.23	0.17	0.13	0.10
EV/EBITDA (x)	5.68	3.45	2.70	2.27	1.40	0.69	0.36
EV/EBIT (x)	7.51	4.47	3.45	2.83	1.63	0.76	0.39
EV/S (x)	0.53	0.37	0.28	0.23	0.17	0.11	0.06
P/E (x)	27.45	13.81	10.83	8.86	4.69	2.36	1.56
P/BV (x)	2.44	1.97	1.61	1.37	1.06	0.73	0.50

** на основе котировок в РТС Board*

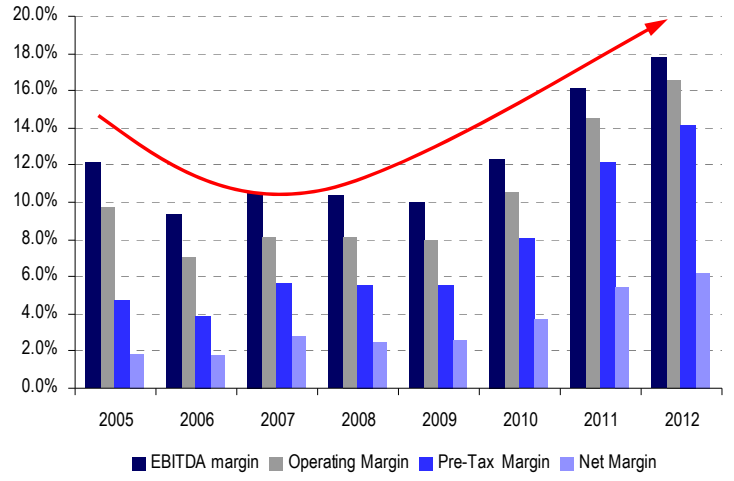
Источник: Совлинк

График 13. Финансовые Показатели (US$ mn)



Источник: Совлинк

График. 14. Рентабельность



Источник: Совлинк

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311

research@sovlink.ru

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

©2008г., 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.