Нефтехимия 9 июня 2011 года

Газпром нефтехим Салават

В условиях высоких цен на нефть компания демонстрирует хорошие финансовые показатели и модернизирует производство

Рекомендация	
ПОКУПАТЬ	
Тикер ММВБ	SNOS
Текущая цена, RUR	1840
Справедливая цена, RUR	7929
Потенциал, %	331

Кол-во об. акций	18 550 851
Кол-во прив. акций	-
Mcap, млрд. руб.	34,1

Владельцы об. акций*, %	
ООО «Газпром переработка»	50,0
ЗАО «Лидер» (ДУ)	19,1
ОАО «АБ «РОССИЯ» (ДУ)	14,9
ООО «УК «АГАНА» (ДУ)	6,0
Эландирикс Холдингс лимитед	6,0
Прочие	4,0

* По данным отчетности за 1 кв. 2011 г.

Характеристика предприятия

«Газпром нефтехим Салават» является одним из крупнейших нефтехимических и нефтеперерабатывающих комплексов России. К основным видам выпускаемой продукции относятся автомобильный бензин, дизельное топливо, соединения бензола, полиэтилен, азотные удобрения и многое другое. Доля дизельного топлива в выручке составляет более 30%, бензина — чуть менее 20%. По итогам 1 кв. 2011 г. основными поставщиками сырья для производства являлись «Сургутнефтегаз» с долей 53%, «Газпром» – 23%, «Лукойл» – 22%.

Сегмент производства минеральных удобрений в компании развивается благодаря дочерней структуре – «Мелеузовским минеральным удобрениям», которая не вошла в состав холдинга «Сибур - минеральные удобрения», и теперь имеет возможность пользоваться синергетическим эффектом, поскольку сырье для нее поступает с «Газпром нефтехим Салавата».

Финансовое состояние предприятия

Финансовое состояние компании достаточно стабильно. Но, поскольку сфера ее деятельности относится к высококонкурентному рынку, а также сильно зависит от нефтяных цен, финансовые результаты демонстрируют высокую волатильность, хотя на горизонте в несколько лет наблюдается положительная динамика (исключая «эффект» 2008 г.).

Среднее значение рентабельности по чистой прибыли за 2007-1 кв. 2011 гг. составляет около 1%, а если исключить кризисный период, то 4%. По итогам 1 кв. 2011г. данный показатель достиг 8,7%. Средний ежеквартальный рост выручки за 2007-1 кв. 2011 гг. (исключая 3-4 кв. 2008 и 1-2 кв. 2009)—14,0%, собственного капитала—5,7%.

Табл.1. Финансовые результаты ОАО «Газпром нефтехим Салават» за 2006-2011 гг.

Период	2007	2008	2009	2010	1 кв. 2010	1 кв. 2011
Собственный капитал, млрд. руб.	16,4	23,9	20,6	22,0	21,7	25,0
Выручка, млрд. руб.	97,0	104,9	67,8	110,9	26,3	34,9
Прибыль, млрд. руб.	3,96	5,71	-3,24	2,87	0,81	3,0

Источник: данные компании, расчеты ИК «Битца-Инвест»

Существенным риском предприятия является высокая долговая нагрузка, которая в 1,2 раза превышает собственный капитал. Впрочем, подконтрольность Газпрому позволяет рассчитывать на его поддержку в случае необходимости, а, значит, ограничивает негативное влияние данного риска.

Оценка стоимости акций компании

Оценка стоимости акций компании проводилась методом мультипликаторов. Мы считаем, что наиболее объективным методом оценки стоимости низколиквидных акций является анализ исторических значений мультипликаторов анализируемой компании за несколько лет и расчет цены акций на их основе с учетом прогнозных значений финансовых показателей на конец текущего года. Для расчета фундаментальной цены были взяты средние значения мультипликаторов P/S, P/BV и P/E за 01.2007—03.2011, исключая промежуток с июля 2008 по июль 2009, который следует расценивать как период паники, не связанный с результатами деятельности компании и объективными показателями экономики страны. В качестве финансовых показателей для расчета стоимости акций были взяты прогнозные значения выручки, прибыли и собственного капитала на конец 2011 г., рассчитанные с учетом последних фактических показателей и их среднего роста за 01.2007-03.2011, исключая динамику 3-4 кв. 2008 и 1-2 кв. 2009.

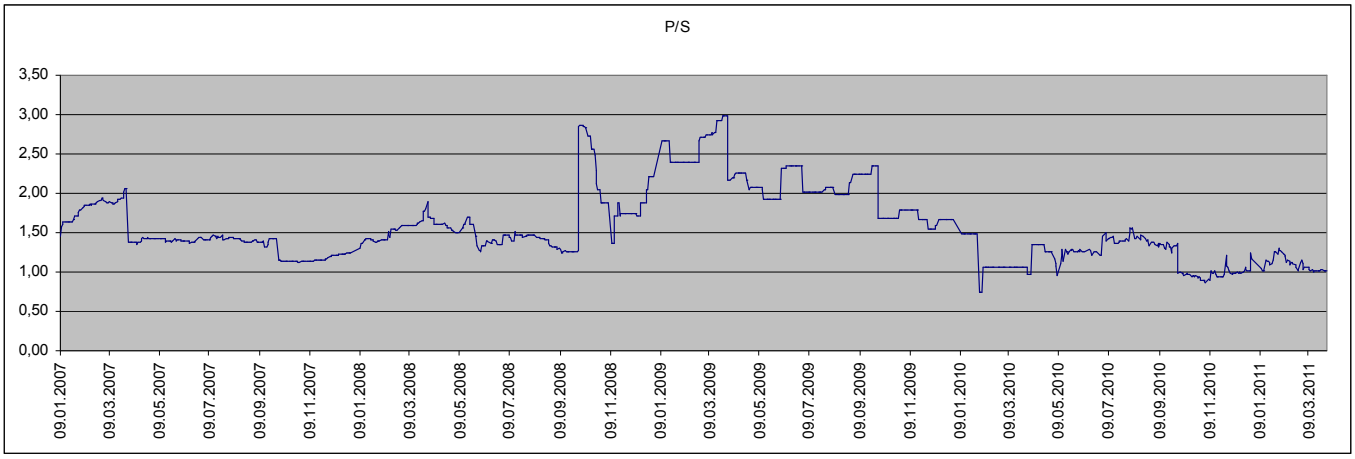


Рис.1. Динамика мультипликатора P/S

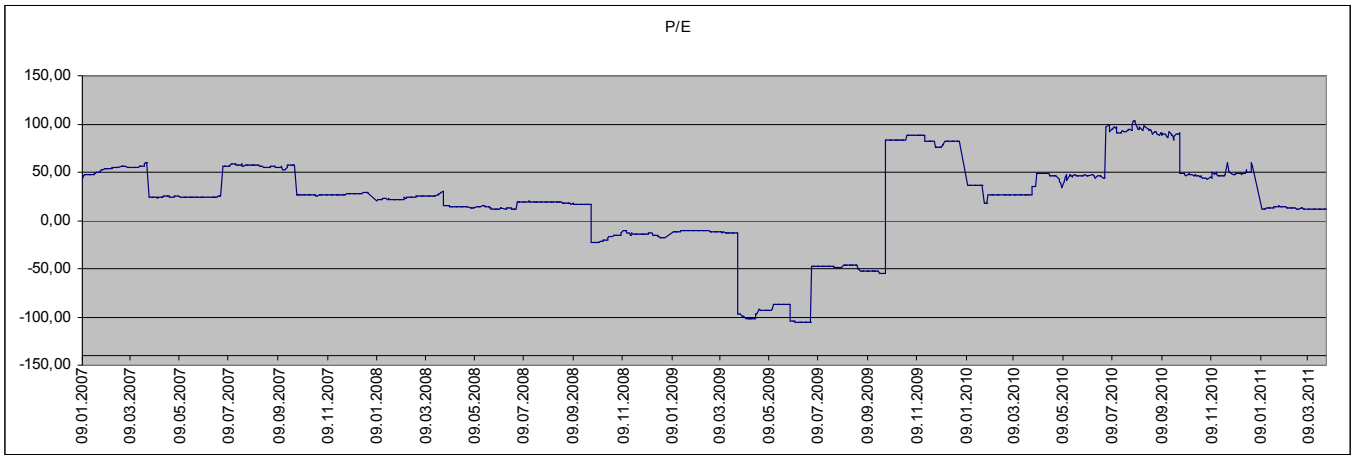


Рис.2. Динамика мультипликатора P/E

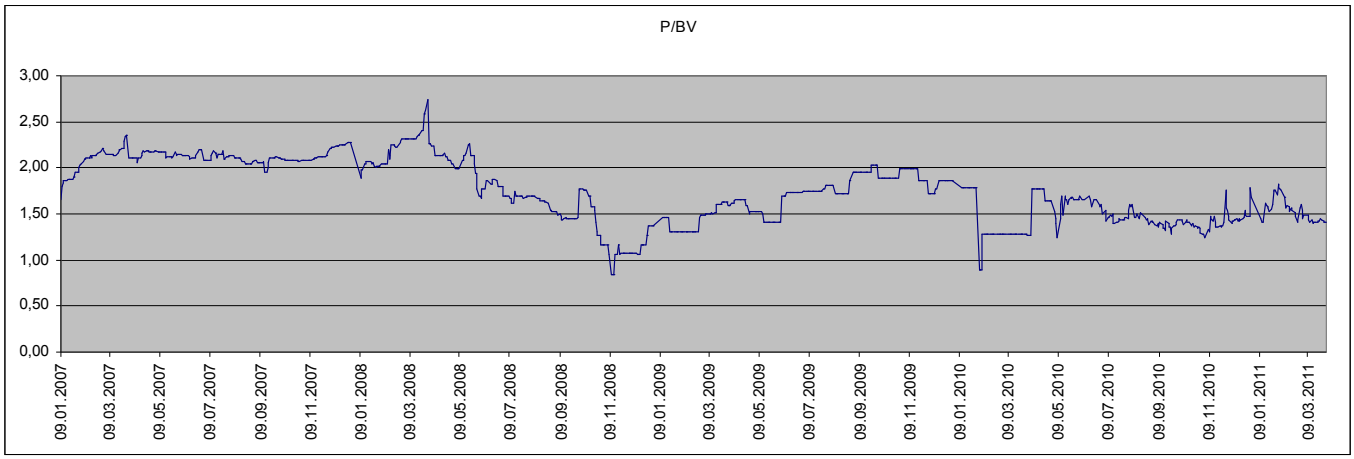


Рис.3. Динамика мультипликатора P/BV

*Более волатильная динамика мультипликаторов начиная с мая 2010г. обусловлена тем, что с этого периода для расчетов брались котировки акций на бирже ММВБ, где ликвидность значительно выше.

В результате расчетов фундаментальная цена обыкновенной акции ОАО «Газпром нефтехим Салават» на конец 2011 года составила 7929 руб., что предполагает потенциал роста 331% к текущей цене.

(С целью уменьшения объема информации математические расчеты цены акции из обзора исключены, однако для подтверждения выводов могут быть представлены по запросу всем заинтересованным лицам).

Перспективы развития и риски

Следуя современным тенденциям предприятие интенсивно обновляет производственные мощности. В частности, до конца 2012 года планируется завершить строительство установки мощностью 6 млн. т/год, позволяющей увеличивать отбор светлых и газойлевых фракций из нефти. К 2015 году планируется построить установку изомеризации, позволяющую получать высокооктановый компонент бензина. Также ведутся работы в области выпуска новых видов продукции и модернизации существующего производства.
Таким образом, компания принимает активное участие в решении известной проблемы Российской нефтепереработки — низкого качества отечественного топлива, которое в западных странах пока применяют в основном в качестве топочного мазута. Это позволяет рассчитывать на сохранение ее конкурентоспособности на горизонте минимум 5-10 лет.

К основным рискам деятельности «Газпром нефтехим Салавата» следует отнести высокую неопределенность динамики нефтяных цен, особенно учитывая тот факт, что поставщиками являются сторонние предприятия.
Также вызывает опасения рост цен на газ. К 2014 году Газпром планирует сравнять внутренние и внешние цены на газ, что значительно повысит издержки при производстве удобрений на основе аммиака, выпуском которых занимаются «Мелеузовские минудобрения».
Существенным корпоративным риском для миноритарных акционеров является структура владения компанией. Учитывая тот факт, что более 90% акций находятся в номинальном держании или собственности у структур, так или иначе связанных с Газпромом, существует вероятность, что через некоторое время Газпром попытается консолидировать все 100% акций предприятия, тем более что такие попытки уже предпринимались. В частности, в 2009 году «Газпром переработка» объявляла оферту на выкуп акций у миноритариев по достаточно привлекательной цене.
Вместе с тем, в 2010 году акции «Газпром нефтехим Салавата» начали торговаться на ММВБ, что ставит под сомнение возможные планы по их скорой консолидации.
Таким образом, на наш взгляд компания «Газпром нефтехим Салават» имеет достаточно привлекательные перспективы деятельности, а ее акции — потенциал роста. Вместе с тем низкий free float и ликвидность не позволяют работать с данными бумагами крупным инвесторам, что ограничивает потенциал роста их стоимости.

Примечание для инвесторов: *акции «Газпром нефтехим Салавата» можно приобрести как на ММВБ, так и в системе RTS Classica. При этом следует иметь ввиду, что они недостаточно ликвидны для совершения спекулятивных сделок, а должны рассматриваться как инвестиции на срок от 2 лет. Также не рекомендуется приобретать данные акции начинающим инвесторам, поскольку, несмотря на привлекательный целевой уровень, изменение их котировок в среднесрочной перспективе может носить непредсказуемый характер, и возможны достаточно глубокие кратковременные «просадки».*

Рушан Зарипов,
Аналитик ЗАО «ИК «Битца-Инвест»
Тел. (495) 600-8174
zaripov@bitza.ru

© 1993-2011 Битца-Инвест. Все права защищены.

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК "Битца-Инвест" считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Битца-Инвест» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.