

Московский НПЗ: завод стал центром прибыли нефтяной компании Sibir Energy?

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

Мы начинаем аналитическое покрытие Московского НПЗ и рекомендуем ПОКУПАТЬ его привилегированные акции. МНПЗ имеет мощности по переработке 12.15 млн. т нефти в год, закрывает около 60% потребностей Москвы и Московской области в нефтепродуктах. В 2009 г. по объему переработки нефти (10 млн. т) завод занял 8 место в России. Глубина переработки нефти составляет 73.1%. Основным акционером МНПЗ является совместное предприятие британской нефтяной компании Sibir Energy и российской Газпром нефти – Moscow NPZ Holdings B.V., владеющее 90.01% обыкновенных акций или 77.25% УК. Акции СП находятся в доверительном управлении Deutsche Bank. После завершения конфликта акционеров и приобретения Газпром нефтью последнего спорного пакета акций Sibir Energy Московский НПЗ может стать центром прибыли Sibir Energy. Об этом говорит рост выручки завода в первом квартале 2010 г. на 78% и получение 1 млрд. руб. чистой прибыли после убытка в 1 кв. 2009 г.

Мы рекомендуем инвесторам войти в капитал МНПЗ через приобретение привилегированных акций завода, по которым выплачиваются дивиденды и которые торгуются с неоправданно большим дисконтом (80%) к цене обыкновенных акций. Наша оценка справедливой стоимости одной привилегированной акции составляет \$94.

Газпром нефть и правительство Москвы могут сделать МНПЗ центром прибыли Sibir Energy. Газпром нефть долгое время боролась за контроль над Sibir Energy, одним из ключевых активов которой является МНПЗ, и в середине мая завершила сделку по выкупу последнего спорного пакета акций Sibir Energy. В настоящее время Газпром нефть владеет более 80% акций компании, а оставшиеся более 19% акций Sibir Energy принадлежат правительству Москвы. В будущем доля Газпром нефти в Sibir Energy составит 75% минус 1 акция, властей Москвы – 25% плюс 1 акция. Московское правительство будет способствовать модернизации МНПЗ, а также оно заинтересовано в том, чтобы МНПЗ стал центром прибыли.

За 1 кв. 2010 г. МНПЗ получил 1 млрд. руб. чистой прибыли по РСБУ. В первом квартале 2010 г. благодаря росту стоимости услуг процессинга МНПЗ, переработав 2.6 млн. т сырья, показал впечатляющий рост финансовых показателей: выручка выросла на 78%, операционная прибыль – на 982%, а чистая прибыль достигла 1 млрд. руб. по сравнению с убытком годом ранее.

Финансовые результаты за последние 10 кварталов, РСБУ (млн. руб.)

| | 4 кв. 2007 | 1 кв. 2008 | 2 кв. 2008 | 3 кв. 2008 | 4 кв. 2008 | 1 кв. 2009 | 2 кв. 2009 | 3 кв. 2009 | 4 кв. 2009 | 1 кв. 2010 |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Выручка | 2 222 | 2 578 | 1 801 | 2 951 | 2 441 | 1 799 | 1 909 | 1 896 | 2 632 | 3 196 |
| Себестоимость | 1 571 | 1 777 | 1 918 | 1 925 | 1 626 | 1 463 | 1 433 | 1 552 | 1 665 | 1 648 |
| Валовая прибыль | 651 | 801 | -117 | 1 026 | 815 | 336 | 476 | 344 | 967 | 1 548 |
| Комм. расходы | 16 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| Управлен. расходы | 227 | 207 | 195 | 154 | 181 | 210 | 167 | 187 | 199 | 215 |
| Операц. прибыль | 408 | 589 | -315 | 869 | 631 | 123 | 306 | 156 | 765 | 1 331 |
| Чистая прибыль | -1 481 | 352 | -244 | 718 | -425 | -69 | 190 | 280 | 138 | 997 |
| Опер. рентаб-ть, % | 18 | 23 | -17 | 29 | 26 | 7 | 16 | 8 | 29 | 42 |
| Чист. рентаб-ть, % | -67 | 14 | -14 | 24 | -17 | -4 | 10 | 15 | 5 | 31 |

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

Дивидендная доходность привилегированных акций может превысить 18%. В соответствии с Уставом на выплату дивидендов по привилегированным акциям ежегодно направляется 10% чистой прибыли. В связи с резким ростом рентабельности по итогам 2010 г. владельцы привилегированных акций могут получить \$6.5 дивидендов на 1 акцию, а дивидендная доходность может превысить 18%.

| Московский НПЗ | |
|------------------------|----------|
| Рекомендация | ПОКУПАТЬ |
| Тикер | mnpzp |
| Справедливая цена (\$) | 94.00 |
| Текущая цена (\$)* | 35.00 |
| Потенциал роста (%) | 169 |

*цена продажи (на 19.07.2010)

Инвестиционные характеристики МНПЗ перерабатывает >10 млн. т нефти
Глубина переработки нефти – 73.1%
Операц. рентаб-ть в 1 кв. 2010 г. – 41.6%
Чистая приб. в 1 кв. 2010 г. – 1 млрд. руб.
10% прибыли направляется на дивиденды по префам
Дивидендная доходность префов > 10%

Катализаторы роста акций
Рост финансовых показателей

| Структура капитала | |
|-----------------------|-----------|
| Текущая цена АО (\$)* | 180.00 |
| Кол-во акций АО | 5 912 490 |
| Текущая цена АП (\$)* | 35.00 |
| Кол-во акций АП | 1 970 830 |
| МСАР (\$ млн.) | 1 133.2 |
| Чистый долг (\$ млн.) | -8.0 |
| EV (\$ млн.) | 1 125.2 |

*цена продажи (на 19.07.2010)

| Структура акционеров (%) | УК | АО | АП |
|--------------------------|-------------|-------------|--------------|
| ООО Дойче Банк | 77.25 | 90.01 | 38.97 |
| Феникс Эссетс... | 18.00 | 7.81 | 48.57 |
| Прочие | 4.75 | 2.18 | 12.46 |

Источник: Компания

| Оценочные характеристики | | | |
|--------------------------|-------|-------|--------|
| | 2008 | 2009 | 2010П |
| Выручка (\$ млн.) | 392.9 | 274.5 | 412.4 |
| P/S | 2.88 | 4.13 | 2.75 |
| EV/S | 2.86 | 4.10 | 2.73 |
| EBITDA (\$ млн.) | 100.9 | 70.9 | 196.7 |
| EV/EBITDA | 11.15 | 15.87 | 5.72 |
| Чист. приб. (\$ млн.) | 16.18 | 17.95 | 128.69 |
| EPS (\$) | 2.46 | 2.73 | 19.59 |
| P/E | 73.07 | 65.88 | 9.19 |

Источник: оценки ИК Газфинтраст

| Размер дивидендов на 1 акцию (руб.) | | |
|-------------------------------------|------|----------|
| Дивидендный период | АО | АП |
| 2005 | 0.00 | 1.15 |
| 2006 | 0.00 | 4.56 |
| 2007 | 1.00 | 55.93 |
| 2008 | 8.07 | 20.43 |
| 2009 | 1.58 | 27.33 |
| 2010П | - | > 200.00 |

Источник: данные Компании, оценки ИК Газфинтраст

| Адрес в интернете |
|---|
| http://www.mnpz.ru |

Дисконт привилегированных акций к обыкновенным составляет 80%. В настоящее время обыкновенные акции Московского НПЗ торгуются на ММВБ (тикер MNPZ) по цене около 5,500 руб. за штуку, т.е. в 5 раз дороже торгуемых в RTS Board привилегированных акций.

Обыкновенные акции МНПЗ торгуются на 32% дороже цены оферты, выставленной Moscow NPZ Holdings B.V. в 2008 г. В сентябре 2008 г. компания Moscow NPZ Holdings B.V. выставила оферту на приобретение обыкновенных акций МНПЗ по цене 4,169 руб. за штуку. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе цена 4,169 руб. будет оказывать поддержку обыкновенным акциям МНПЗ.

Ниже приводится сравнение основных показателей деятельности МНПЗ и башкирских НПЗ.

Обратим внимание, что Башнефть и Moscow NPZ Holdings B.V. выставляли оферты на выкуп соответственно башкирских НПЗ и МНПЗ исходя из среднего значения EV/Мощность равного 2,200 руб./т.

Основные показатели башкирских и московского НПЗ

| | Уфимский НПЗ | Уфанефте- хим | Ново- Уфимский НПЗ | Московский НПЗ |
|--|-----------------|------------------|--------------------------|-------------------|
| Тикер | unpz | UFNC | nunz | mnpz |
| Текущая цена АО (offer), \$ | 1.25 | 5.00 | 0.85 | 180.00 |
| Текущая цена АП (offer), \$ | 0.48 | 1.50 | 0.37 | 35.00 |
| Дисконт АП к АО, (%) | 61.6 | 70.0 | 56.0 | 80 |
| Цена выкупа АО (руб.) | 29.49 | 93.76 | 20.21 | 4 168.94 |
| МСАР (млн. руб.)* | 17 178 | 28 801 | 16 971 | 26 787 |
| Чистый долг (млн. руб.) | -3 941 | 731 | -2 040 | -256 |
| EV (млн. руб.) | 13 237 | 29 532 | 14 931 | 26 531 |
| Мощность переработки (млн. т) | 9.5 | 9.5 | 7.1 | 12.15 |
| Переработано сырья в 2009 г. (млн. т) | 6.5 | 7.6 | 6.6 | 10.0 |
| EV/Мощность (руб./т) | 1 393 | 3 109 | 2 103 | 2 184 |
| Численность сотрудников | 1 640 | 2 330 | 1 907 | 3 189 |
| Чистые активы (млн. руб.) | 17 587 | 24 363 | 13 748 | 9 976 |
| Выручка за 2009 г. (млн. руб.) | 9 913 | 15 408 | 9 939 | 8 236 |
| Опер. приб. за 2009 г. (млн. руб.) | 2 521 | 4 397 | 1 455 | 1 350 |
| Чист. приб. за 2009 г. (млн. руб.) | 1 934 | 2 594 | 915 | 539 |
| Операц. рентаб-ть (%) | 25.4 | 28.5 | 14.6 | 16.4 |
| Чистая рентаб-ть (%) | 19.5 | 16.8 | 9.2 | 6.5 |
| P/E 2009 | 8.31 | 9.95 | 17.55 | 50.81 |
| P/S 2009 | 1.73 | 1.87 | 1.71 | 3.25 |
| EV/EBIT 2009 | 5.25 | 6.72 | 10.26 | 19.65 |
| EV/S 2009 | 1.34 | 1.92 | 1.50 | 3.22 |
| Выручка за 1 кв. 2010 г. (млн. руб.) | 2 436 | 3 443 | 2 276 | 3 196 |
| Опер. приб. за 1 кв. 2010 г. (млн. руб.) | 654 | 603 | 329 | 1 331 |
| Чист. приб. за 1 кв. 2010 г. (млн. руб.) | 562 | 366 | 288 | 997 |
| Операц. рентаб-ть (%) | 26.8 | 17.5 | 14.5 | 41.6 |
| Чистая рентаб-ть (%) | 23.1 | 10.6 | 12.7 | 31.2 |

*МСАР рассчитывалась исходя из цены АО, указанной в оферте

Инвестиционное заключение

Мы считаем привилегированные акции МНПЗ существенно недооцененными в силу того факта, что дивиденды на префы прописаны в Уставе компании, а после того как Газпром нефть приобрела последний спорный пакет акций Sibir Energy МНПЗ может стать центром прибыли холдинга и, соответственно, может увеличить чистую прибыль в разы, о чем свидетельствуют и результаты первого квартала 2010 г. В качестве индикативной целевой цены привилегированных акций мы принимаем цену, по которой в 2008 г. выкупались обыкновенные акции и применяем к данной цене дисконт в 30%.

Таким образом, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ префы МНПЗ с целевой ценой 2,918 руб. (\$94).

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

Недавние публикации ГФТ

| Название | Тикер | Дата выпуска |
|---|-------|--------------|
| НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива | alnp | 30.06.2010 |
| Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб. | krvg | 04.06.2010 |
| Ростовоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 49% | rtbg | 18.05.2010 |
| Нижегородоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 21% | nnog | 17.05.2010 |
| НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: в первом квартале выручка выросла на 26% | smnf | 06.05.2010 |
| ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант | hkez | 25.02.2010 |
| Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз | rtbg | 02.02.2010 |
| Коршуневский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду | KOGK | 19.01.2010 |
| НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам | smnfp | 20.11.2009 |
| Обьнефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти | obne | 18.11.2009 |
| Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам | yarzp | 21.10.2009 |
| Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ | nnog | 19.10.2009 |

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.