

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.