

Нефтехимия

Перед началом роста

Мы возобновляем покрытие эмитентов нефтехимической отрасли российской экономики и выставляем рекомендацию «покупать» для акций Казаньоргсинтеза (KZOS) с таргетом \$ 0.24 и для бумаг Нижнекамскнефтехима (NKNC) с таргетом \$ 0.58.

После обвального падения доходов сектора в середине 2008 – начале 2009 г. (уровень EBITDA находился ниже нулевых отметок), вызванного как общими негативными последствиями мирового финансового кризиса (снижение цен на конечную продукцию на фоне сокращения спроса), так и завершением очередного отраслевого повышательного цикла, произошло кратное снижение капитализации российских нефтехимических компаний. Так, акции Казаньоргсинтеза за период с мая 2008 г. по январь 2009 г. подешевели в 6.5 раза, Нижнекамскнефтехима – примерно в 5 раз.

На фоне масштабного восстановления нефтехимического рынка (индикатор ethylene cash operating margin в США при работе этиленового комплекса на прямогонном бензине составляет около 2 центов на фунт, средняя маржа за 2009 год – минус 14 центов/фунт, за 2008 год – минус 6 центов/фунт) и ожидаемого роста уровня насыщенности российского рынка, которое в настоящее время выглядит неоправданно низким (потребление полиэтилена на душу населения в РФ составляет 11 кг, в Венгрии – 33 кг) мы ожидаем возврата интересов инвесторов к бумагам сектора.

Косвенным индикатором роста доходов сектора являются финансовые результаты нефтехимических подразделений мировых вертикально интегрированных нефтяных компаний. Так, выручка ЛУКОЙЛа в нефтехимическом сегменте выросла в 1-м квартале 2010 г. по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. примерно на 50 %, доходы американского ExxonMobil в секторе chemicals за аналогичный период выросли в 3.5 раза.

Следует отметить, что важным преимуществом российских нефтехимиков выступает относительно низкий уровень предельных маржинальных издержек (например, по полиэтилену - порядка \$ 470 за тонну в сравнении с \$ 600 за тонну в КНР), являющийся следствием дешевизны сырья и других материальных затрат, что позволяет отечественным компаниям достаточно уверенно чувствовать себя в конкурентной борьбе с зарубежными производителями. Кроме того, и Казаньоргсинтез, и Нижнекамскнефтехим в последние предкризисные годы провели серьезную модернизацию производств, которая позволила им выпускать высококачественную продукцию с высокой добавленной стоимостью.

Особый интерес, на наш взгляд, представляют акции KZOS: даже несмотря на наличие высокого долга, бумаги смотрятся недооцененными по нашей модели DCF, при этом ожидаемые M&A-сделки (возможная продажа доли в компании Газпрому или СИБУРа) могут подогреть интерес инвесторов к бумагам.

Главным риском успешного функционирования российских нефтехимиков является значительный избыток мировых производственных активов по выпуску этилена, однако прогнозы ведущих агентств свидетельствуют о постепенном снижении профицита мощностей, а кроме того, значительное влияние на маржу сектора оказывает не столько соотношение спроса и предложения, сколько уровень нефтяных котировок (цены на полиэтилен, полипропилен, полистирол и каучуки тесно связаны с ценами на нефть: коэффициент детерминации составляет 70-90 %).

В данном обзоре мы пересмотрели наши финансовые модели по акциям Казаньоргсинтеза и Нижнекамскнефтехима исходя из скорректированных прогнозов по базовым параметрам (производство, ценовые, размер капитальных вложений, темпы роста компаний в постпрогнозный период, ставка дисконтирования и др.).

В результате мы устанавливаем следующие уровни цен:

Компания	Таргет, \$	Рыночная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Казаньоргсинтез	0.24	0.19	31	покупать
Нижнекамскнефтехим	0.58	0.47	24	покупать

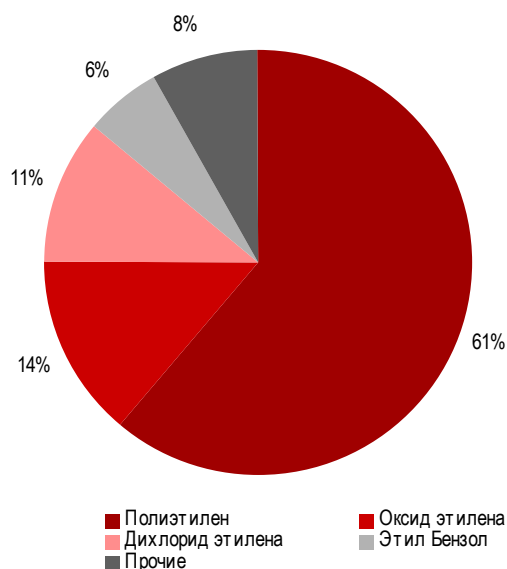
Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru

Общие характеристики нефтехимического сектора

Одним из базовых видов полуфабрикатов, служащим для производства целой гаммы нефтехимической продукции, является этилен (сырьем для производства этилена выступают этан и пропан, получаемые, как правило, из попутного нефтяного газа, а также прямогонный бензин – нефтя). Применение этилена в дальнейших нефтехимических переделах, как правило, не отличается широким разнообразием. Основным продуктом, получаемым из этилена, является полиэтилен (на его изготовление приходится 61 % данного полуфабриката). Вторым по значимости вариант применения этилена – производство этилбензола (полуфабрикат для производства стирола и его полимеров). Также из этилена получают оксид этилена и дихлорид этилена, используемые для производства разнообразных пластиков.

Мировое потребление этилена по конечным продуктам, млн т

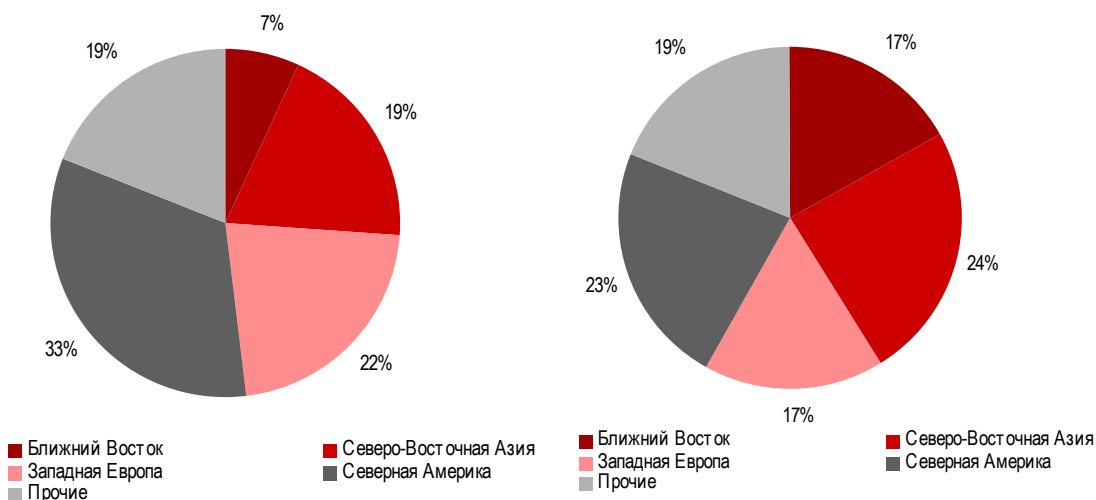


Источники: Oil & Gas Journal, CMAI, Houston

В настоящий момент объем мощностей по выпуску этилена во всем мире составляет около 140 млн т, при этом по оценкам CMAI (Chemical Market Associates) данный показатель может увеличиться к 2014 г. до 155 млн т. Если прогнозы экспертов окажутся верными, то ежегодные темпы прироста производственных мощностей по этилену составят 2.5-3 %, что примерно на 1-1.5 % ниже аналогичного показателя за период с 1995-2010 гг. При этом структурные изменения мировой нефтехимии, отмечаемые в последние 10 лет (увеличение доли Ближнего Востока и Китая в общемировом предложении этилена) получат свое развитие.

Доля региональных мощностей этилена в общемировом объеме

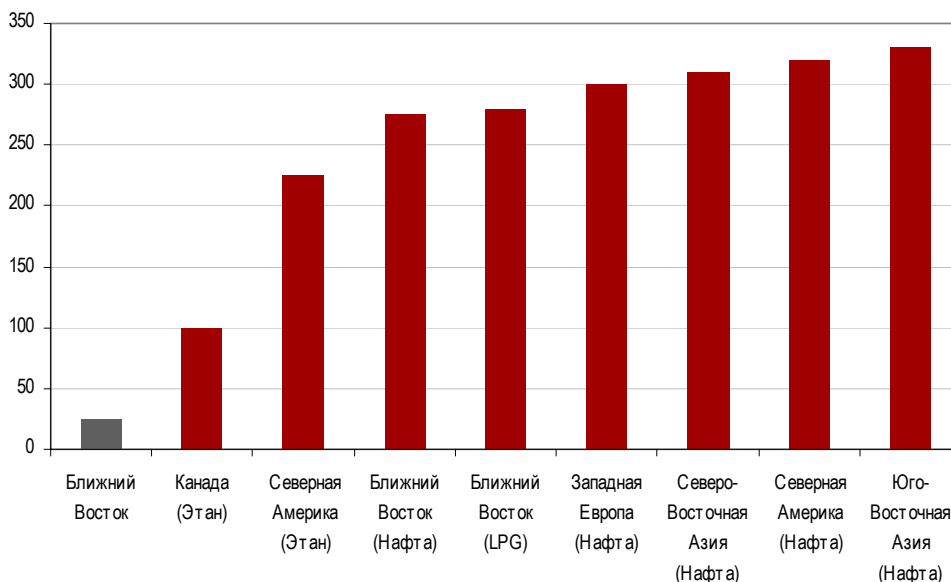
2000 г. 2010 г.



Источники: Oil & Gas Journal, CMAI, Houston

Почему именно Ближний Восток и Китай? Ответ на этот вопрос следует искать как в структуре региональных операционных издержек, так и в динамике спроса на продукцию нефтехимического комплекса. Так, рост ближневосточного производственного потенциала является следствием действий властей данного региона, направленных на получение добавленной стоимости добычи углеводородов по всей цепочке «от скважины до потребителя». Кроме того, росту этиленовых мощностей на Ближнем Востоке также способствовали низкие цены на сырье: галлон этана в Саудовской Аравии стоит 5-10 центов, в США – 50 центов). В результате в настоящее время уровень cash costs на Ближнем Востоке является самым низким в мире.

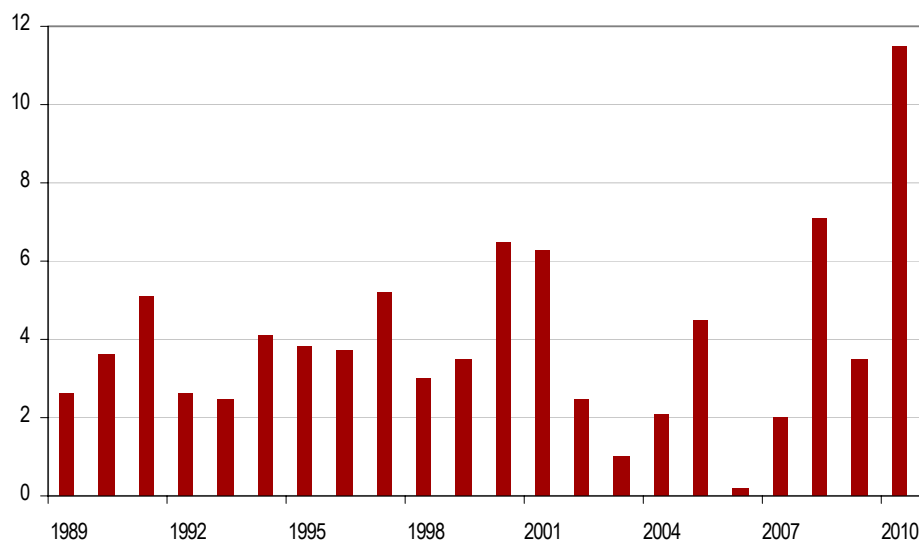
Региональный уровень cash costs при производстве этилена в 2010 г. (% от уровня Канады)



Источники: Oil & Gas Journal, CMAI, Houston

Рост производственных мощностей в Китае обусловлен не столько конкурентоспособным уровнем cash costs (китайские компании в основном в качестве сырья используют дорогую нефть, которая производится из импортируемой нефти), сколько высоким уровнем внутреннего спроса. Как следствие, для сокращения транспортных издержек и снижения импортной зависимости власти КНР стимулируют строительство новых этиленовых комплексов на территории Поднебесной. Отметим, что значительный прирост мировых мощностей по производству этилена 2008-2010 гг. обусловлен именно «китайским фактором».

Прирост мировых мощностей по этилену, млн т



Источники: Oil & Gas Journal, ChemSystems, White Plains

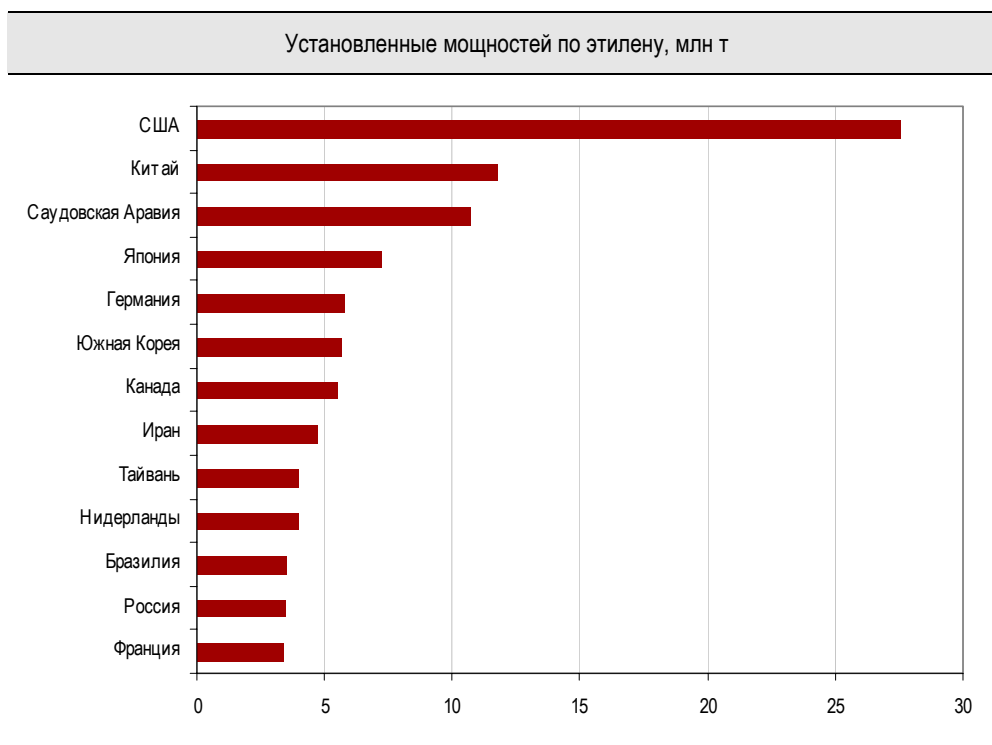
В конце 2009 г. компания Sinopec ввела в эксплуатацию маргинальные мощности по этилену в размере 1 млн т в составе нового нефтеперерабатывающего комплекса в Тяньцзине (мощностью 10 млн т). По данным агентства Синьхуа, комплекс будет перерабатывать 5.87 млн т нефтепродуктов и выпускать 3.2 млн т этилена, 1.5 млн т синтетического каучука и синтетических волокон. Sinopec заявляет, что данный НПЗ в Тяньцзине станет крупнейшим этиленовым комплексом Китая.

10 крупнейших этиленовых комплексов в мире по состоянию на 1 января 2010 г.

№ п/п	Компания	Место нахождения	Мощность, млн т в год
1	Formosa	Mailiao, Taiwan, China	2.94
2	Nova	Joffre, Alta	2.81
3	Arabian	Jubail, Saudi Arabia	2.25
4	ExxonMobil	Baytown, Tex.	2.20
5	ChevronPhillips	Sweeny, Tex.	1.85
6	Dow	Terneuzen, Netherlands	1.80
7	Ineos	Chcolate Bayou, Tex.	1.75
8	Equistar	Channelview, Tex.	1.75
9	Yanbu	Yanbu, Saudi Arabia	1.71
10	Equate	Shuaiba, Kuwait	1.65

Источники: Oil & Gas Journal

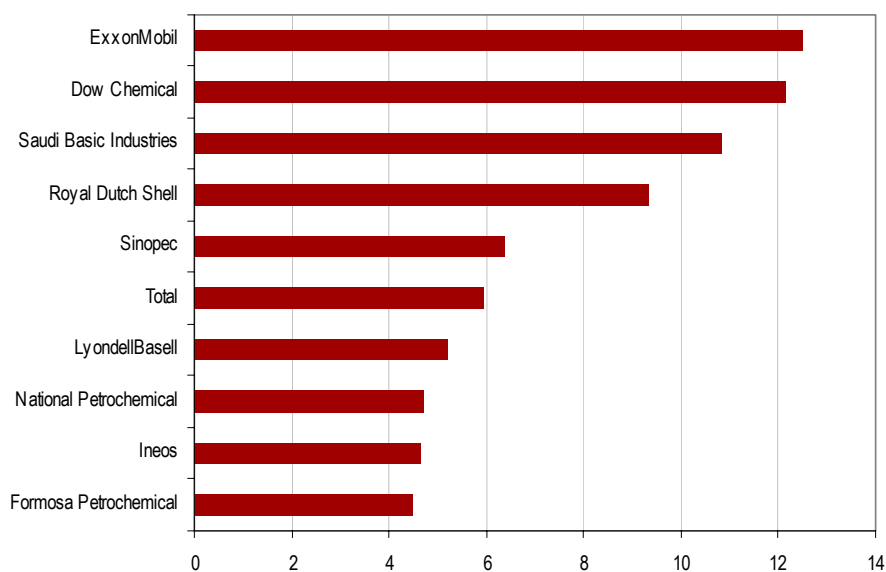
При этом в целом мировой рынок этилена обладает достаточно высокой степенью диверсифицированности: доля крупнейших 5 стран-производителей этилена не превышает 50 % (мировым лидером является США).



Источники: Oil & Gas Journal

Отметим, что за период 2009-2010 гг. крупнейшие производители этилена поменялись местами в рейтинге ведущих компаний: Exxon Mobil опередил незыблемого лидера Dow Chemical (компания лидировала в течение последних нескольких лет), а также Saudi Basic Industries. Sinopec поднялся на 5-е место, увеличив мощности на заводе в Тяньцзине на 1 млн т. Total удалось достичь 6-го места, вытеснив ChevronPhillips Chemical.

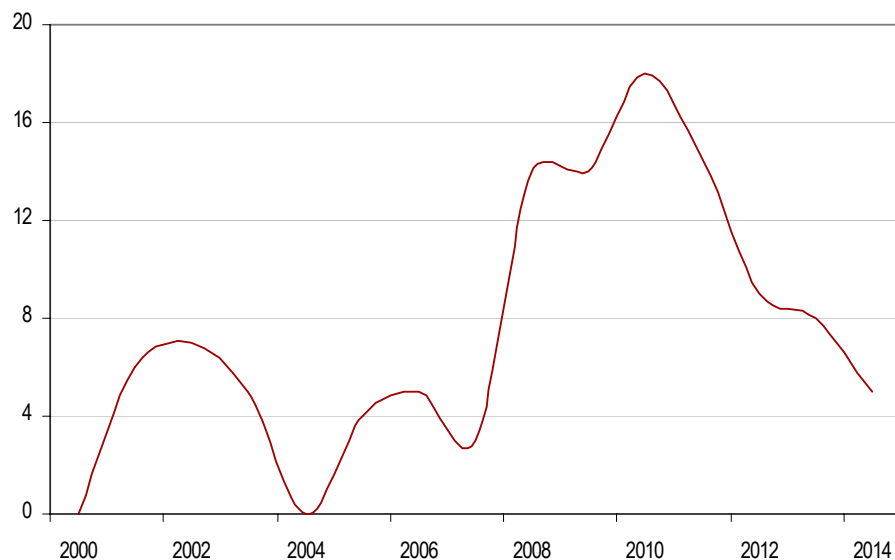
Крупнейшие компании по установленным мощностям этилена, млн т



Источники: Oil & Gas Journal

Что касается дальнейшей динамики, то, по оценкам CMAI, общемировые мощности по производству этилена будут создавать избыточное предложение данного сырья вплоть до 2011 г. Запуск новых крупных проектов на Ближнем Востоке и Азии приведет к тому, что предложение этилена на 15 % будет превышать спрос, что непременно скажется на снижении маржи в отрасли. Однако начиная с 2011 г. ожидаемый профицит будет сокращаться.

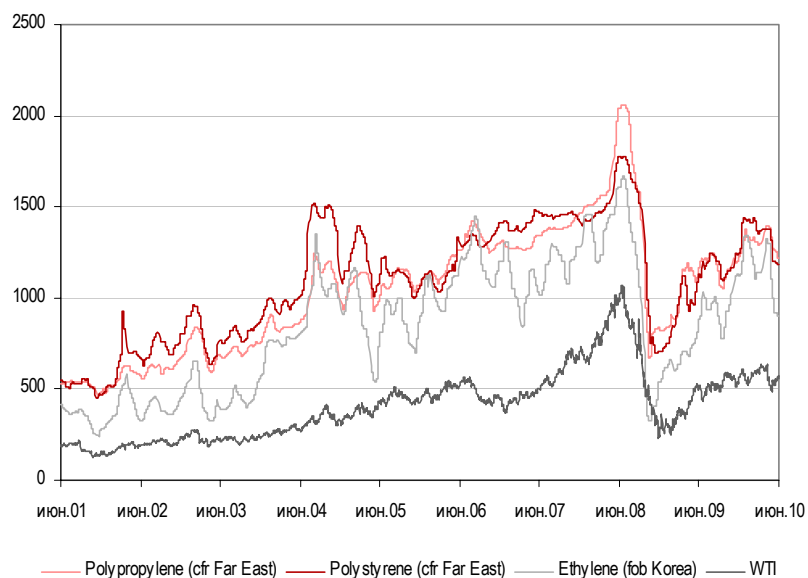
Мировой избыток мощностей по этилену, в % от общего спроса



Источники: Oil & Gas Journal, CMAI, Houston

При этом следует отметить, что цены на основные виды нефтехимической продукции зависят не столько от объемов предложения, сколько от ценовой конъюнктуры на рынке углеводородного сырья. Рассматривая ценовую динамику, мы провели корреляционно-регрессионный анализ, который показал заметную зависимость между ценами на нефть и этиленом ($R^2 = 55\%$). Цены на полиэтилен, полипропилен, полистирол и каучуки также тесно связаны с ценами на нефть ($R^2 = 70-90\%$). Соответственно, при прогнозировании цен на нефтехимическую продукцию мы составили уравнение регрессии для каждого вида и отталкивались от нашего прогноза цен на нефть.

Динамика цен на нефть и основные виды продукции нефтехимии, \$/т

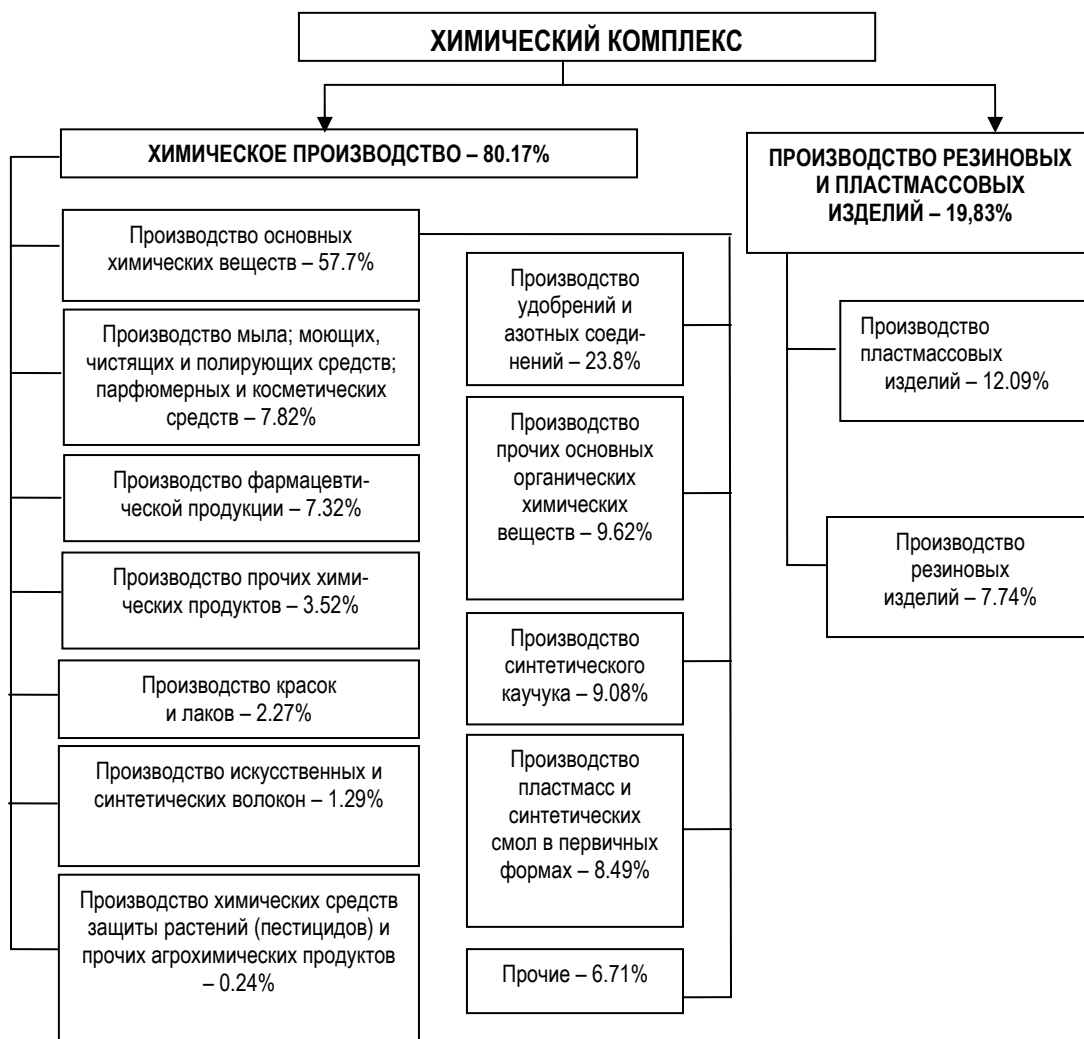


Источник: Bloomberg

Таким образом, мы ожидаем, что сохранение нынешних уровней цен на нефть обеспечит стабильное развитие нефтехимических рынков, при этом постепенное сокращение профицита производственных мощностей будет создавать дополнительные возможности для мировых производителей (и в том числе российских компаний).

Российский нефтехимический сектор

Химический комплекс является базовым сегментом российской промышленности. По методике Минпромэнерго РФ он включает в себя два укрупненных вида экономической деятельности: химическое производство и производство резиновых и пластмассовых изделий.



Источник: Минпромэнерго России

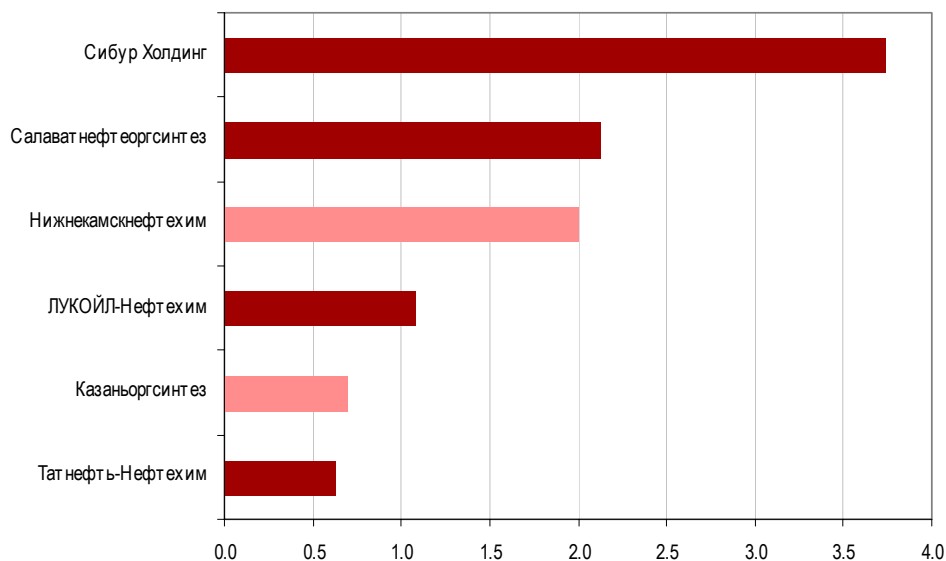
Потребителями продукции химического комплекса являются практически все отрасли российской промышленности, транспорта, сельского хозяйства, оборонный и топливно-энергетический комплексы, а также сфера услуг, торговля, наука, культура и образование. Наибольшими темпами отрасль развивалась в четырех федеральных округах: Приволжском (доля округа в общем объеме производства химического комплекса РФ составляет 43.5 %), Центральном (24.4 %), Сибирском (11.2 %) и Южном (10.4 %). В химической индустрии получили широкое развитие процессы территориальной концентрации производства, при этом крупнейшие химические узлы сформировались в Республиках Татарстан и Башкортостан, Алтайском, Пермском и Красноярском краях, Тульской, Тюменской, Ярославской, Нижегородской, Волгоградской, Самарской, Кемеровской и Иркутской областях. Отметим, что российский нефтехимический комплекс в основном представлен частными компаниями (доля государства весьма незначительна; среди крупнейших игроков отрасли можно выделить Сибур, Нижнекамскнефтехим, ЛУКОЙЛ-Нефтехим, Казаньоргсинтез, Татнефть, Уфаоргсинтез и ряд других, на которых выпускается большая доля полимерных материалов, синтетических каучуков, и автомобильных шин.

Следует отметить, что на общемировом фоне российская нефтехимия выглядит весьма специфично. Так, в 1990-е годы динамика ее развития была иной, нежели в большинстве стран мира. Вплоть до 1998 г. в отрасли шло сокращение производства, обусловленное снижением внутреннего спроса на ее продукцию, усилением иностранной конкуренции и другими причинами. Минимум производства в отрасли был достигнут в 1998 г., когда объем производства составил около 40 % от уровня 1990 г. Ситуация изменилась после дефолта 1998 г. и трехкратной девальвации рубля. С этого времени динамика развития отечественной нефтехимии положительна, хотя и наблюдаются «приливы» и «отливы». Последнее снижение объемов производства произошло в 2008-2009 гг. на фоне мирового кризиса, который привел к сокращению спроса.

Несмотря на наличие значительных запасов нефти и газа (7-е место в мире по доказанным запасам нефти и 1-е место по запасам газа), Россия играет незначительную роль в мировом объеме выпуска нефтехимической продукции (доля по выпуску этилена составляет 2.6 %). По общему выпуску химической продукции Россия занимает скромное 20-е место. При этом структура российского химического комплекса пока далека от структуры

современной химической промышленности развитых стран: так, число вертикально интегрированных холдингов в РФ является незначительным, и существенную долю российского рынка занимают компании, владеющие одним-двумя заводами.

Выручка крупнейших нефтехимических компаний в РФ, \$ млрд



Источник: данные компании

Общий объем мощностей по выпуску этилена в РФ оценивается примерно в РФ 3,2 млн т в год. Наиболее крупными производителями этилена в России являются предприятия СИБУРа, Нижнекамскнефтехим, Казаньоргсинтез и Ставролен (дочернее предприятие ЛУКОЙЛа).

Производители этилена в РФ

№ п/п	Компания	Мощность, млн т в год
1	Нижнекамскнефтехим	563
2	СИБУР	540
3	Казаньоргсинтез	410
4	Ставролен (ЛУКОЙЛ)	350
5	Ангарскнефтеоргсинтез (Роснефть)	300
6	НОРСИ (ЛУКОЙЛ)	300
7	Салаватнефтеоргсинтез (Газпром)	300
8	Уфаоргсинтез (Башнефть)	235
9	Прочие	195
	Итого	3 193

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Важным конкурентоспособным преимуществом российских нефтехимических компаний является относительно низкий уровень предельных маржинальных издержек (cash costs), которые позволяют отечественным компаниям успешно выходить на мировые рынки.

Cash costs производителей на рынках различных регионов (\$/тонну)

	Полиэтилен		Каучуки		Полипропилен	
Рынок Китая	Б.Восток	327			Б.Восток	638
	Россия	472	Россия	1630	Россия	923
	Китай	603	Китай	1730	Китай	1063
	СВ Азия	669				
Рынок Европы	Б.Восток	380			Б.Восток	668
	Россия	407	Россия	1650	Россия	842
	Европа	604	Европа	1820	Европа	907

Источники: Сибур, PlasticsEurope, WG Market Research & Statistics

Недостаточная насыщенность внутрироссийского рынка также является ключевым преимуществом отечественных компаний: в настоящее время по уровню потребления продукции нефтехимии на душу населения Россия находится позади многих развитых и развивающихся стран. Очевидно, что с ростом российской экономики данные диспропорции будут постепенно устраняться.

Потребление полиэтилена в 2008 г.

Страны	(кг/чел.)
США	40
Венгрия	33
Япония	24
Турция	18
Бразилия	11
РФ	11

Источники: Сибур, PlasticsEurope, WG Market Research & Statistics

Отметим, что в настоящее время основными отраслями, определяющими динамику спроса на полиэтилен, выступают строительство и розничная торговля. Мы ожидаем, что в ближайшие годы темпы роста данных отраслей приблизятся к докризисным уровням и составят 12 % (ежегодный рост в реальном выражении).

Прогноз динамики развития крупнейших отраслей-потребителей нефтехимии

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
Розничная торговля						
млрд руб.	10 869	13 920	14 603	16 574	19 391	23 173
% год к году	24.8	28.1	4.9	13.5	17.0	19.5
индекс физического оборота, % год к году	16.1	13.5	-4.9	6.5	10.5	12.0
Строительство						
объем строительных работ						
млрд руб.	3 293	4 528	3 869	4 411	5 326	6 671
% год к году в ном. выражении	40.1	37.5	-14.6	14.0	20.8	25.3
% год к году в реальном выражении	18.2	12.8	-16.0	2.0	9.5	12.0

Источники: Росстат, Банк России, Минфин, МЭР, REUTERS, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В итоге мы выделяем основные инвестиционные идеи, актуальные в настоящий момент для российского нефтехимического сектора.

1. После кризиса сектор восстанавливается достаточно высокими темпами (спрос на российский полиэтилен вырос в 1-м квартале 2010 г. на 25 % и практически достиг докризисного уровня 1-го квартала 2008 г.). Дальнейший рост российской экономики благоприятно отразится на уровне спроса по нефтехимическим продуктам.
2. Доля России в общем объеме мирового рынка незначительна, однако по уровню cash-cost отечественные производители занимают 2-е место после стран Ближнего Востока. Это позволяет им достаточно уверенно чувствовать себя на мировом рынке.
3. Внутрироссийский рынок является весьма перспективным: восстановление строительного сектора и высокие темпы роста розничной торговли приведут к увеличению спроса на нефтехимическую продукцию.

Казаньоргсинтез

Худшее позади

- Мы возобновляем покрытие акций Казаньоргсинтеза и рекомендуем «покупать» бумаги KZOS с таргетом \$ 0.24 и потенциалом роста в 31 %.
- Казаньоргсинтез является ведущим производителем полиэтилена (как низкого, так и высокого давления) в РФ, занимая долю около 40 % на внутреннем рынке.
- Растущий внутренний рынок является ключевым преимуществом Казаньоргсинтеза. По уровню потребления продукции нефтехимии на душу населения Россия находится позади многих развитых и развивающихся стран.
- Важным конкурентным преимуществом Казаньоргсинтеза является наличие современных производств (в частности поликарбонатных смол), которые были сооружены в рамках масштабной модернизации предприятия в 2004-2008 гг.
- Дополнительный интерес к акциям KZOS может подогреваться возможными M&A сделками: в СМИ периодически появляется информация о намерении войти в состав акционеров завода крупных отраслевых игроков (например, СИБУРа).
- Недавнее заключение 5-летнего договора между Казаньоргсинтезом и Газпромом на поставку этана (сырье для производства этилена) имеет важное значение для стабильной работы предприятия.
- Период убыточной работы предприятия (Казаньоргсинтез демонстрировал отрицательный финансовый результат со 2-го квартала 2008 г. по 2-й квартал 2009 г.) подошел к концу: чистая прибыль KZOS по РСФО в 1-м полугодии 2010 г. составила около 1 млрд руб.
- Главным ограничителем роста бумаг KZOS является высокая долговая нагрузка (чистый долг по состоянию на 31.03.2010 около \$ 1 млрд), однако наличие среди крупных акционеров компании Правительства Республики Татарстан позволяет Казаньоргсинтезу рассчитывать на поддержку местных властей в вопросе управления долговой нагрузкой.
- В перспективе ближайших 3 лет ТАИФ планирует провести IPO, в ходе которого могут быть проданы 10-23 % акций холдинга. Существует вероятность, что при проведении IPO ТАИФа будет осуществлен перевод нефтехимических активов компании (в т. ч. Казаньоргсинтеза и Нижнекамскнефтехима) на единую акцию. Это может повысить интерес участников рынка к бумагам KZOS и NKNC.

Основные данные

Код РТС	KZOS
Цена акции \$	0.19
Капитализация млн. \$	330
EV млн. \$	1 335
Целевая цена \$	0.24
Потенциал %	31%
Рекомендация	покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2009	2010П	2011П
Выручка	697	1 059	1 174
ЕБИТДА	104	232	293
Прибыль	-	66	51
EV/ЕБИТДА	12.8	5.7	4.6
EV/S	1.9	1.3	1.1
P/E	neg	15.3	6.5
Рентабельность			
По ЕБИТДА	14.9%	21.9%	24.9%
Чистая	-9.4%	2.0%	4.3%

Акционеры

	Доля%
ТАИФ	50.2%
Правительство Республики Татарстан	26.6%
Прочие	23.1%

Казаньоргсинтез: описание компании

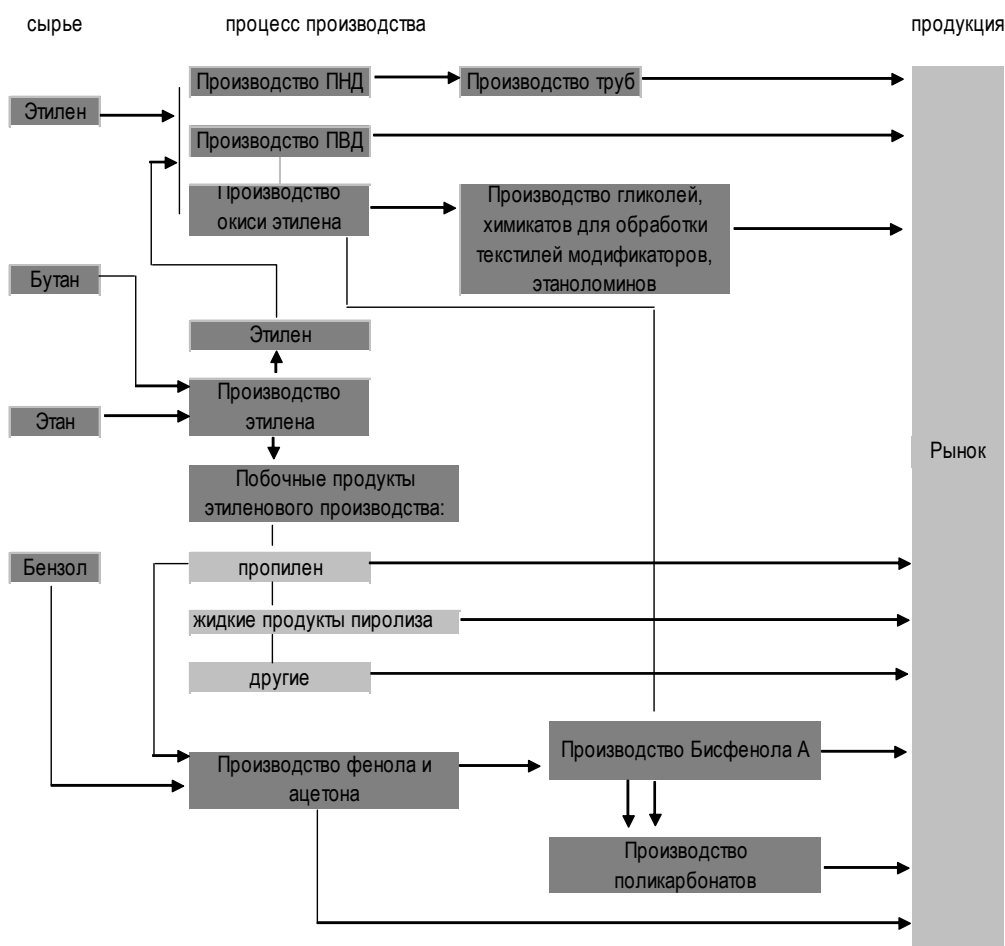
Казаньоргсинтез – одно из крупнейших предприятий нефтехимической отрасли России, имеющее стратегическое значение для развития экономики Республики Татарстан. Предприятие основано в 1958 г. и расположено в Казани – столице Республики Татарстан. В 1963 г. выпущена первая продукция – фенол и ацетон. Контрольный пакет акций Казаньоргсинтеза принадлежит Группе ТАИФ. ТАИФ представляет собой крупнейший диверсифицированный холдинг в Татарстане, объединяющий предприятия телекоммуникационной и строительной отраслей, нефтепереработки, фондовых, банковских, таможенных и страховых услуг.

В апреле 2010 г. гендиректор ТАИФа Альберт Шигабутдинов заявил, что в перспективе ближайших 3 лет холдинг планирует провести IPO, в ходе которого могут быть проданы 10-23 % его акций. Более точно сроки IPO могут определиться в конце 2010 – начале 2011 г. Размещение будет происходить на нескольких площадках, предположительно в Европе и Восточной Азии. Существует вероятность, что при проведении IPO ТАИФа будет произведен перевод нефтехимических активов компании (в т.ч. Казаньоргсинтеза и Нижнекамскнефтехима) на единую акцию. Это может повысить интерес участников рынка к бумагам KZOS и NKNC.

Также отметим, что Правительство республики Татарстан через Связьинвестнефтехим владеет блокирующим пакетом акций Казаньоргсинтеза.

В настоящее время предприятие производит полиэтилен, полиэтиленовые трубы, фенол, ацетон, этиленгликоли, этаноламины, бисфенол, поликарбонат и другие продукты органического синтеза. Весь ассортимент включает более 170 наименований объемом производства более 1.3 млн т. Продукция компании экспортируется во многие страны мира.

Схема производства Казаньоргсинтез



Источник: данные компании

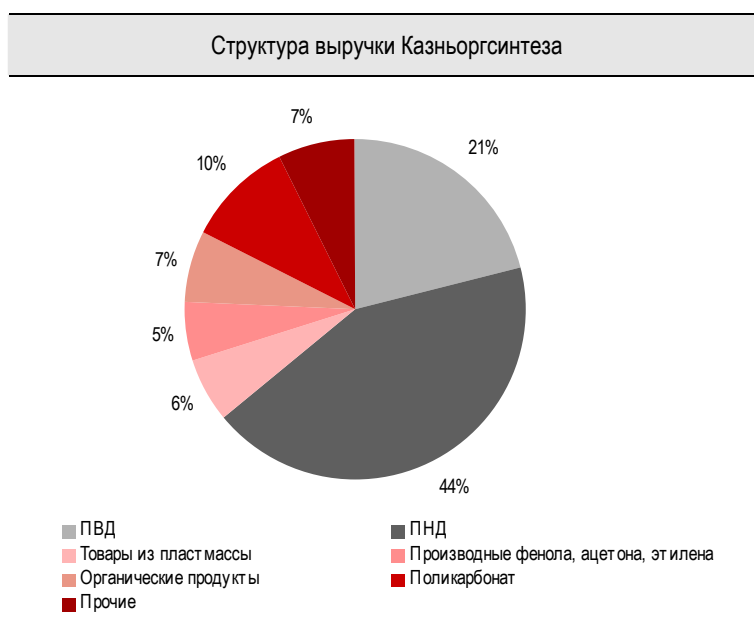
Казаньоргсинтез состоит из восьми заводов и вспомогательных подразделений, расположенных на одной производственной площадке и имеющих единую транспортную, энергетическую и телекоммуникационную инфраструктуру.

- **Завод этилена.** Основную продукцию завода составляет этилен, пропилен. Весь этилен направляется для дальнейшей переработки на заводы ПВД, ПППНД и органических продуктов.
- **Завод ПВД.** Производит различные марки и композиции полиэтилена высокого давления, который используется для изготовления деталей машин, различного оборудования и инвентаря, пленок для упаковки пищевых продуктов, тары и упаковочных материалов, а также ящиков, предназначенных

для хранения пищевых продуктов.

- **Завод ППНД.** Выпускает различные марки и композиции полиэтилена низкого давления, напорные и газовые трубы из ПНД. Полиэтилен низкого давления используется для изготовления первичной оболочки кабелей, профильно-погонажных изделий, напорных труб, соединительных деталей и цветных труб.
- **Завод оргпродуктов.** Производит окись этилена и продукцию на основе окиси этилена: этиленгликоли, этаноламины и другие.
- **Завод АКИХ.** Производит азот и кислород. Около 90 % его продукции потребляется другими заводами и подразделениями предприятия.
- **Завод ППКР.** Осуществляет подготовку и проведение текущего и капитального ремонта производственного оборудования во всех подразделениях предприятия.
- **Завод БФА.** Производит различные марки бисфенола А в гранулированном виде. Введен в эксплуатацию в октябре 2007 г. В 2008 г. производство фенола-ацетона включено в состав завода БФА. Фенол и ацетон являются основным сырьем для производства бисфенола А. Бисфенол А, в свою очередь, является основным сырьем для производства поликарбоната.
- **Завод поликарбонатов.** Производит различные марки поликарбоната и моноэтиленгликоль. Завод введен в эксплуатацию в августе 2008 г. и является единственным в России по производству поликарбоната, использующий экологически чистый бесфосгенный метод производства и безотходную технологию. Благодаря термостойкости, высокой ударопрочности и химической инертности поликарбонаты находят широкое применение в электротехнике, автомобилестроении, в строительной и других отраслях промышленности.

В настоящий момент 70 % выручки Казаньоргсинтеза обеспечивает полиэтилен и изделия него.



Источник: данные компании

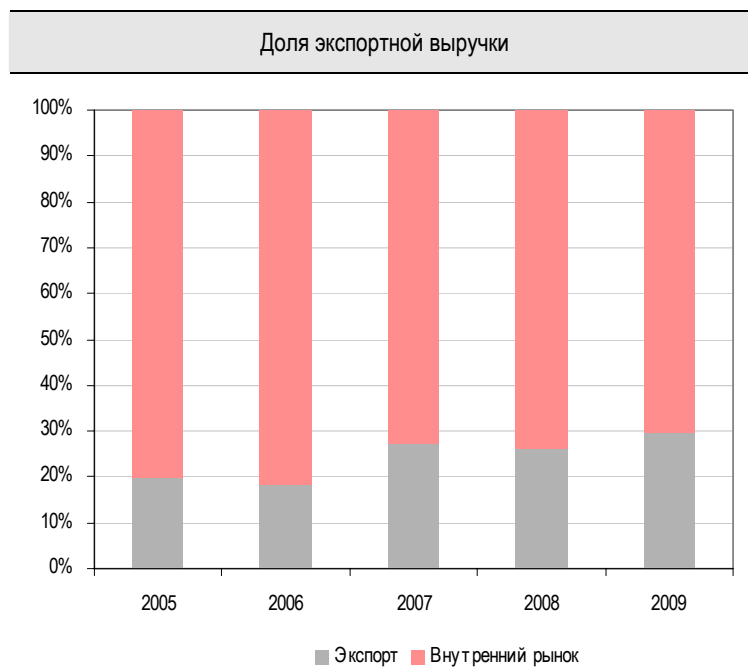
Компания по-прежнему занимает весомую долю российского рынка полиэтиленов (41.5 %), этаноламинов (34.1 %), поликарбонатов (100 %).

Объем производства и доля КОС на российском рынке

	Россия, тыс т	Казаньоргсинтез, тыс т	доля, %
ПВД	667.7	210.7	31.6
ПНД	720.9	365.6	50.7
Фенол	212.3	52	24.5
Ацетон	120.5	33	27.4
Бисфенол А	78	42.2	54.1
Поликарбонат	35.7	35.7	100.0
Моноэтиленгликоль	346	39.3	11.4
Этаноламины	34.3	11.7	34.1
Трубы п/э	170	27.9	16.4

Источник: данные компании

Доля экспортной выручки компании по итогам 2009 г. составила около 30 %. (на 10 % выше уровня 2005 г.).



Источник: данные компании

Основным драйвером дальнейшего успешного развития Казаньоргсинтеза станут быстрые темпы восстановления рынка полиэтилена (прежде всего российского) на фоне появления признаков оживления в строительстве и розничной торговле, а также увеличение уровня подушевого потребления полимеров в РФ до среднемирового уровня (более подробно см. раздел «Российский нефтехимический сектор»).

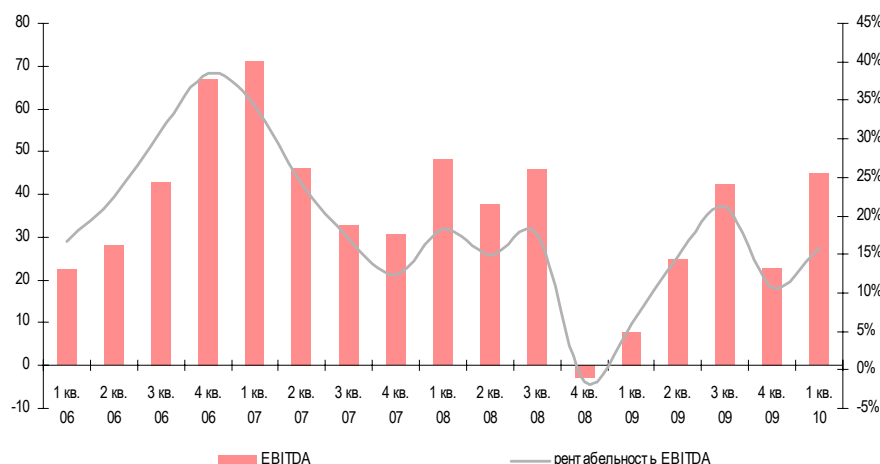
В структуре затрат химической отрасли наибольший удельный вес имеют сырье и энергетика. Основными видами сырья, которое потребляет компания, являются этан, этилен, пропан-бутан и бензол, которые в разной степени подвержены влиянию мировых цен на нефть.



Источник: данные компании

С 2006 г. средний уровень рентабельности Казаньоргсинтеза по EBITDA составляет 18 %, и всего один раз – в 4-м квартале 2008 г. – данный показатель был ниже нуля. В настоящий момент рентабельность по EBITDA практически достигла среднего уровня.

Динамика EBITDA и рентабельности Казаньоргсинтеза



Источник: данные компании

Проекты компании

Казаньоргсинтез завершил основные этапы масштабной инвестиционной программы, реализация которой началась в 2004 г., что позволило компании укрепить свои позиции на рынке. Тем не менее, собственные мощности компании по производству этилена по-прежнему не закрывают всех потребностей полиэтиленового производства, что вынуждает Казаньоргсинтез закупать полуфабрикат у других производителей либо расширять этиленовое производство. Для повышения эффективности работы компания избрала второй путь, и в 2011 г. ожидается запуск нового этиленового комплекса, увеличивающая выпуск данного полуфабриката на предприятии до 640 тыс. т. Недостаток сырья, возможно, будет покрыт за счет увеличения поставок Газпрома. В противном случае компании придется в качестве сырья использовать пропан и нефть, что может снизить рентабельность производства.

Поставки сырья

Основным сырьем для Казаньоргсинтеза служат этан или пропан-бутан, из которых на предприятии производят этилен, в свою очередь, являющийся сырьем для производства полиэтилена, этиленгликоля и некоторых других видов продукции. Доля Газпрома в общем объеме поставок сырья весьма значительна – 38.7 %, у Татнефти – 8.6 %, у Нижнекамскнефтехима – 19.2 %, у СИБУР Холдинга – 13.7 %.

Значительная часть проблем с поставками этана из Оренбурга (в 2007 г. произошла эскалация конфликта между Казаньоргсинтезом и СИБУР Холдингом по поводу поставок), которые долгое время служили негативным информационным фоном вокруг бумаг KZOS, были решены. Так, Казаньоргсинтез заключил с Газпромом в конце прошлого года 5-летний контракт на поставку этана, предполагающий ежегодные поставки в размере 290 тыс. т (договор предполагает возможности по увеличению объемов). По разработанной в контракте формуле стоимость этана будет в несколько раз больше прежней цены поставок, однако КОС получает возможность самостоятельно реализовывать продукцию и уйти от давальческой схемы. По данным СМИ, цена поставок будет рассчитываться по следующей формуле: средняя цена поставок полиэтилена на внутреннем и внешнем рынке за последний квартал, поделенная на 30 000 и умноженная на 6 750.

Ситуация с долгами

Общая долговая нагрузка компании весьма значительна: чистый долг составляет около \$ 1 млрд. Компания допустила дефолт по облигациям в июне 2009 г. Сумма долга, по которой был допущен дефолт, составляла \$ 20 млн. Однако просрочка выплаты по нему была нарушением условий выпуска еврооблигаций на \$ 200 млн. В результате держатели евробондов получили право требовать, чтобы КОС выкупил все ценные бумаги досрочно.

Тем не менее, ситуация с долговой нагрузкой разрешилась путем реструктуризации: 28 декабря между Казаньоргсинтезом и Сбербанком России под гарантию Правительства РФ были заключены две невозобновляемые кредитные линии на общую сумму 20 млрд руб., а также подписан договор займа с ТАИФ на сумму 15 млрд руб. Реструктуризация долга повысила стоимость финансирования (процентная ставка у Сбербанка составляет 14 %). По нашим расчетам, проценты, уплаченные за 2010 год, составят около \$ 100 млн при EBITDA \$ 232 млн. Долг/EBITDA в настоящий момент составляет 4.3, при этом мы ожидаем, что значение данного показателя снизится до 0.8 к 2012 г.

Дивиденды

В связи с полученным убытком от финансово-хозяйственной деятельности за 2008-2009 гг. дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям не начислялись.

Модель оценки

Рост внутреннего рынка полиэтилена на фоне увеличения душевого потребления и оживления российской экономики приведет к увеличению загрузки действующих производственных мощностей Казаньоргсинтеза. В своей финансовой модели компании мы закладываем рост производства полиэтилена низкого давления (5-6 % ежегодно) компании до уровня 510 тыс. т к 2015 г., полиэтилена высокого давления – до уровня 250 тыс. т.

В соответствии с нашими прогнозами, цены на нефть вырастут до \$ 90 к 2013 г.

Прогноз цен на нефть, \$ за баррель

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
WTI	80	85	85	90	90	90

Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Исходя из сложившейся регрессионной зависимости между ценами на нефть и полиэтилен, мы ожидаем увеличения цен на полиэтилен с \$ 986 за тонну в 2009 г. до \$ 1 530 к 2015 г.

Кроме того, мы считаем, что компании удастся успешно реализовать планы по увеличению производства поликарбонатов до 65 тыс. т к 2015 г.

В результате построения DCF-модели мы рекомендуем «покупать» акции Казаньоргсинтеза с целевой стоимостью \$ 0.24 за акцию и потенциалом роста 31 %. Применение индикативных регрессионных показателей зависимости уровня EV Казаньоргсинтеза от показателя EBITDA дает похожие результаты. Формула регрессии выглядит следующим образом: **целевая капитализация компании** = прогнозная выручка на 2010 г. (в \$ млн) x 1.14 + \$ 64 млн – чистый долг (в \$ млн).

Модель DCF Казаньоргсинтеза

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	829	925	697	1 059	1 174	1 243	1 366	1 437	1 509
Темп роста (%)		11%	-25%	52%	11%	6%	10%	5%	5%
ЕБИТДА	177	105	104	232	293	276	291	281	288
Рентабельность (%)	21.4%	11.3%	14.9%	21.9%	24.9%	22.2%	21.3%	19.6%	19.1%
ЕБИТ	137	42	28	131	196	180	199	193	202
Рентабельность (%)	16%	5%	4%	12%	17%	14%	15%	13%	13%
-Налоги на прибыль	33	-33	-12	5	13	14	22	24	28
НОРАТ	104	74	40	125	183	166	177	169	174
+ Амортизация	41	63	76	102	97	96	92	89	86
- Капвложения	-394	-214	-50	-53	-103	-53	-56	-59	-62
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	0	72	1	-28	-13	3	-4	2	-2
Чистый денежный поток	-249	-4	67	146	164	212	210	200	196

Основные предположения

WACC	17.5%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	761
Конечная стоимость	1 512
Приведенная конечная стоимость	675
Стоимость денежных потоков	1 436
Текущий чистый долг (наличность)	1 004
Стоимость инвестиций	0
Чистая стоимость компании	431
Количество акций (млн.)	1 785
Цель на начало 2010 г., \$	0.24

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	1.5%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	2.35
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	21.0%
Стоимость долга	11.6%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	9.3%
WACC	17.5%

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%
5.5%	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
5.0%	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
4.5%	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
4.0%	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
3.5%	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
3.0%	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
2.5%	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1

Специфический риск эмитента

	1.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.5%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

Отчетность и прогнозы Казаньоргсинтеза

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	829	925	697	1 059	1 174	1 243	1 366	1 437	1 509
Операционные расходы	652	820	593	827	882	967	1 075	1 156	1 221
Амортизация	41	63	76	102	97	96	92	89	86
Операционная прибыль	137	42	28	131	196	180	199	193	202
ЕБИТДА	177	105	104	232	293	276	291	281	288
Чистые процентные расходы	13	49	70	104	73	46	20	0	14
Прочие расходы (доходы)	-	9	144	-	60	63	69	73	77
Прибыль до налогов	133	152	78	27	63	71	109	120	140
Налоги на прибыль	33	33	12	5	13	14	22	24	28
Доля миноритариев	0	0	0	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	100	119	66	22	51	56	88	96	112

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	19	11	34	163	268	435	581	714	838
Дебиторская задолженность	55	29	22	34	37	39	43	46	48
Запасы	125	133	128	194	215	227	250	263	276
Прочие оборотные активы	43	22	28	25	23	20	18	18	18
Основные средства	1 419	1 367	1 271	1 212	1 197	1 149	1 108	1 069	1 039
Прочие внеоборотные активы	46	47	44	39	35	32	29	27	27
Итого активы	1 708	1 609	1 526	1 667	1 776	1 903	2 029	2 137	2 246
Кредиторская задолженность	82	137	126	175	187	205	228	245	259
Краткосрочный долг	381	951	961	849	739	639	558	500	456
Прочие краткосрочные обязательства	85	60	108	281	444	577	668	724	763
Долгосрочный долг	478	32	15	7	7	9	20	25	27
Прочие долгосрочные обязательства	65	42	10	26	41	53	61	67	70
Капитал и резервы	615	387	307	329	372	420	494	576	671
Итого пассивы	1 708	1 609	1 526	1 667	1 776	1 903	2 029	2 137	2 246

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	137	42	28	131	196	180	199	193	202
Чистые процентные расходы	13	49	70	104	73	46	20	0	14
Налоги на прибыль	33	33	12	5	13	14	22	24	28
Амортизация	41	63	76	102	97	96	92	89	86
Изменение оборотного капитала	-	127	-	142	-	88	-	28	-
Денежные потоки от операций	31	45	98	302	340	311	286	259	244
Капиталовложения	-	394	-	214	-	50	-	53	-
Прочие доходы (инвестиции)	3	-	11	5	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	-	391	-	225	-	45	-	53	-
Свободные денежные потоки	-	360	-	180	53	249	237	258	230
Изменение долга	360	201	-	31	-	119	-	124	-
Дивиденды	14	24	-	-	8	8	13	14	17
Чистые денежные потоки	-	14	-	3	22	130	105	167	146

Нижнекамскнефтехим

Внимание на китайскую экономику

- Мы возобновляем покрытие акций Нижнекамскнефтехима и выставляем таргет на уровне \$ 0.58, рекомендация – «покупать» с потенциалом роста 24 %.
- Нижнекамскнефтехим является одним из российских лидеров по выпуску синтетических каучуков, полипропилена и полистирола.
- Важным конкурентным преимуществом компании является относительно низкий уровень cash costs в РФ, который позволяет выдерживать конкурентную борьбу с ведущими мировыми производителями каучуков.
- Нижнекамскнефтехим с 2000 по 2009 год провел значительную работу по модернизации производства (в частности, были запущены новые мощности по производству полистирола, полипропилена и полиэтилена).
- Тем не менее, последние сигналы со стороны Китая (индексы PMI фиксируют замедление китайской экономики, особенно заметное в промышленном секторе), являющегося крупнейшим импортером полипропилена, вызывают определенную тревогу и могут негативно отразиться на динамике производства компании. В выручке Нижнекамскнефтехима доля полипропилена составляет около 15 %, при этом суммарные поставки нефтехимической продукции в КНР занимают в структуре экспорта компании 25 %.
- Еще одним ограничителем для дальнейшей экспансии Нижнекамскнефтехима на ключевых рынках является высокий уровень конкуренции: наряду с достаточным количеством действующих мощностей в последние годы в РФ был введен в действие ряд полипропиленовых и полистирольных производств (в частности на заводе ЛУКОЙЛа в Буденновске и компанией «Стайровит» в г. Кириши).
- В перспективе ближайших 3 лет ТАИФ планирует провести IPO, в ходе которого могут быть проданы 10-23 % акций холдинга. Существует вероятность, что при проведении IPO ТАИФа будет произведен перевод нефтехимических активов компании (в т. ч. Казаньоргсинтеза и Нижнекамскнефтехима) на единую акцию. Это может повысить интерес участников рынка к бумагам KZOS и NKNC.

Основные данные

Код РТС	NKNC
Цена акции \$	0.47
Капитализация млн. \$	757
EV млн. \$	1 150
Целевая цена \$	0.58
Потенциал %	24%
Рекомендация	покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2009	2010П	2011П
Выручка	2 008	2 672	2 882
ЕБИТДА	170	401	384
Прибыль	- 24	174	175
EV/ЕБИТДА	6.8	2.9	3.0
EV/S	0.6	0.4	0.4
P/E	- 31.7	4.4	4.3
Рентабельность			
По ЕБИТДА	8.5%	15.0%	13.3%
Чистая	-1.2%	6.5%	6.1%

Акционеры

	Доля%
ТАИФ	50.6%
Правительство Республики Татарстан	28.6%
Прочие	20.8%

Нижнекамскнефтехим: описание компании

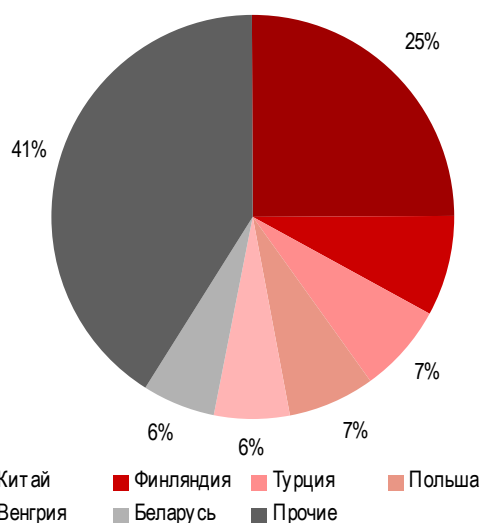
Нижнекамскнефтехим является крупнейшим производителем нефтехимической продукции в РФ, входит в Группу компаний «ТАИФ» (более подробно о Группе ТАИФ см. раздел «Казаньоргсинтез»). Главными направлениями предприятия являются каучуковый и полимерное производство. В настоящее время суммарная производственная мощность пластика Нижнекамскнефтехима составляет 600 тыс. т в год.

Основу товарной номенклатуры составляют:

- синтетические каучуки общего и специального назначения;
- пластики: полистирол, полипропилен и полиэтилен;
- мономеры, являющиеся исходным сырьем для производства каучуков и пластиков;
- другая нефтехимическая продукция (окись этилена, окись пропилена, альфа-олефины, поверхностно-активные вещества и т. п.).

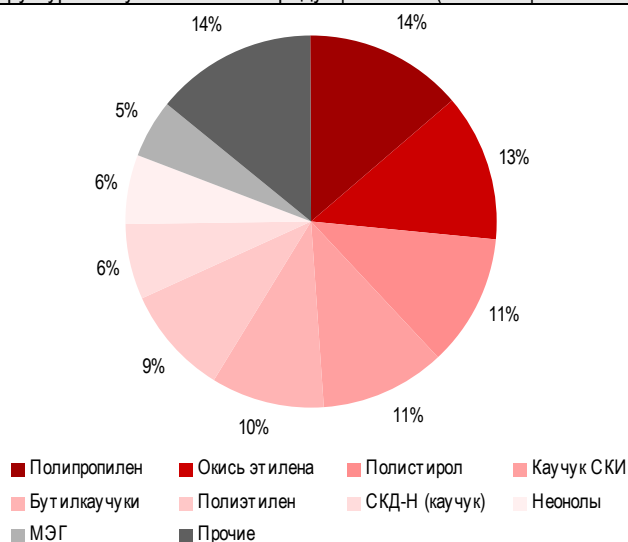
Продукция акционерного общества экспортируется более чем в 50 стран Европы, Америки, Юго-Восточной Азии. Доля экспорта в общем объеме продукции предприятия составляет в денежном выражении около 54 %. Синтетические каучуки занимают 66 % в структуре экспортной продукции Нижнекамскнефтехима. Предприятие сотрудничает с крупнейшими зарубежными шинными компаниями, среди которых Michelin, Goodyear, Pirelli, Continental, Bridgestone и концерн «Белшина». В 2009 г. доля отгрузок данным крупнейшим потребителям составила 50 % от общего объема экспорта каучуков.

Структура экспорта ОАО «НКНХ» по странам



Источник: данные компании

Структура выпуска конечной продукции НКНХ (% от общего объема)



Источник: данные компании,

Нижнекамскнефтехим занимает ведущую позицию среди российских производителей синтетических каучуков. Доля компании в общем российском объеме производства синтетического изопренового каучука составляет 45-50 %, бутадиеновых каучуков – 45-50 %, бутилового каучука – 65-68 %, галогенизированного бутилового каучука – 100 %, этиленпропиленового – 60-70 %. В 2009 г. на синтетические каучуки пришлось 64 % экспорта продукции компании.

Компания также является одним из лидеров среди российских производителей полистирола и полипропилена (доля 33 %). Доля компании в общем российском объеме производства полистирола составляет 50-60 %. НКНХ владеет одним из крупнейших производств в РФ, выпускающим мономеры: этилен, пропилен, изопрен, бутадиен, стирол.

Еще одна значимая для Нижнекамскнефтехима группа продукции собственного производства, реализуемая в большей части на внутреннем рынке РФ, – это полиэфир и этиленгликоли. Компания является монополией на рынке полиэфиров в России. ФАС занесла НКНХ в реестр хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на внутреннем рынке РФ.

Значительную долю в структуре выпуска конечной продукции НКНХ составляют **9 видов продукции**.

1. Полипропилен используется для производства упаковочных пленок, мешков, тары, труб, деталей, технической аппаратуры, предметов домашнего обихода, а также в качестве электроизоляционного материала. Основными экспортными рынками полипропилена являются Беларусь, Украина, Казахстан, Турция, Финляндия, Китай. Основными конкурентами на экспортных рынках являются – LyondellBasell, Vorealis и Ставролен. К конкурентам на внутреннем рынке можно отнести СИБУР, доля которого составляет 23 %.

2. Окись этилена используется для производства:

этиленгликолей (которые в свою очередь используются в качестве антифризов, в производстве полиэстера, полиэтилентерефталата – сырья для пластиковых бутылок);

полиэтиленгликолей, которые используются в производстве парфюмерии и косметики, фармацевтических препаратов, растворителей для красок и пластификаторов;

эфиров этиленгликоля, которые входят в состав тормозных жидкостей, мощных средств, растворителей лаков и красок;

этанолamines, которые применяются в производстве мыла и мощных средств, очистки природного газа и аппретирования тканей;

этоксилатов, которые используют в производстве мощных средств.

3. Полистирол и его модификации получили широкое применение в сфере бытовой техники и электроники благодаря ударопрочности (корпусные элементы бытовых приборов). Доля компании в объеме поставок на мировой рынок полистирола составила 1.4 %, а в объеме мирового производства – 1.1 %. Основными конкурентами за рубежом являются BASF, Dow Chemical, IneosNova, Polimeri Europa.

4. Изопреновый каучук СКИ-3 предназначен для изготовления широкого ассортимента резинотехнических изделий и используется в шинной промышленности. Доля Нижнекамскнефтехима на международном рынке по данному продукту составила примерно 25 % в объеме производства и 35 % в поставках. К основным конкурентам компании на зарубежном рынке относятся американская Goodyear, российские компании «Сибур» и «Каучук» (г. Стерлитамак).

5. Бутиловый каучук используется в основном в производстве автокамер. В РФ выпуск этого вида каучука осуществляется только в Нижнекамске и Тольятти. За рубежом спрос на бутиловый каучук сосредоточен в основном на азиатском рынке. К конкурентам на зарубежном рынке относятся компании ExxonMobil, Lanxess, Sinopec Yanshan PC, Сибур.

6. Полиэтилен. На российском рынке полиэтилена Нижнекамскнефтехим – новый игрок, установка мощностью 230 тыс. т в год по выпуску линейного полиэтилена и полиэтилена высокой плотности запущена в эксплуатацию в феврале 2009 г. Доля компании в 2009 г. от общего российского объема производства полиэтилена составила 9 %, в объеме производства полиэтилена высокой плотности – 18 %.

7. Бутадиеновый каучук (СКД-Н) применяется в шинной, резинотехнической, асбестотехнической промышленности. Основными конкурентами по данному продукту на зарубежном рынке выступают Goodyear, Lanxess, Kumho.

8. Неонол относится к поверхностно-активным веществам, используемым в качестве основы при производстве различных синтетических мощных средств. Нижнекамскнефтехим является единственным производителем неонола в РФ и СНГ и одним из ведущих игроков на международном рынке этого продукта. Доля компании на мировом рынке оксигетилированных нонилфенолов составляет 26 %. Основными конкурентами являются Dow Chemical, Honam, Huntsman, Oxiteno.

9. МЭЛ (моноэтиленгликоль) используется для производства разнообразных антифризов.

Стратегическими задачами Нижнекамскнефтехима являются укрепление собственных позиций как производителя широкого спектра каучуков, а также повышение конкурентоспособности продукции. Компания стремится утвердить статус крупного игрока в области производства и продаж широкого спектра пластиков.

Основное преимущество Нижнекамскнефтехима – низкий уровень cash costs. По каучукам, экспортируемым в Китай, cash costs российских производителей составляют \$ 1 630 за тонну против \$ 1 730 у китайских производителей, по экспортируемым в Европу – \$ 1 650 за тонну у российских производителей против \$ 1820 у европейских производителей.

Отраслевые риски

В структуре затрат нефтехимической отрасли наибольший удельный вес занимают сырье и электроэнергия. Основным риском для компании выступает изменение спроса и цен на сырье, электроэнергию и выпускаемую продукцию.

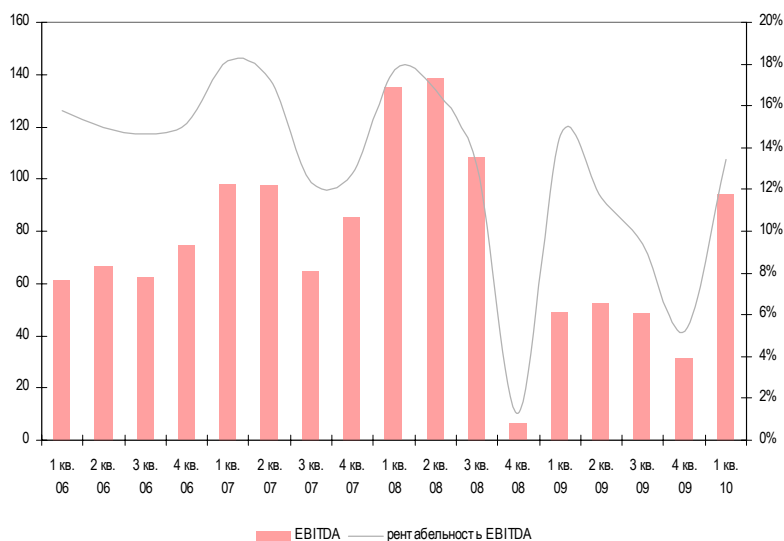
Кроме того, основные цены на продукцию компании определяются в долларах США, в то время как значительная часть расходов – в рублях.



Источник: данные компании

Средний с 2006 г. уровень рентабельности Нижнекамскнефтехима по EBITDA находится на уровне 13 %, минимальное значение было отмечено в 4-м квартале 2008 г. (1 %).

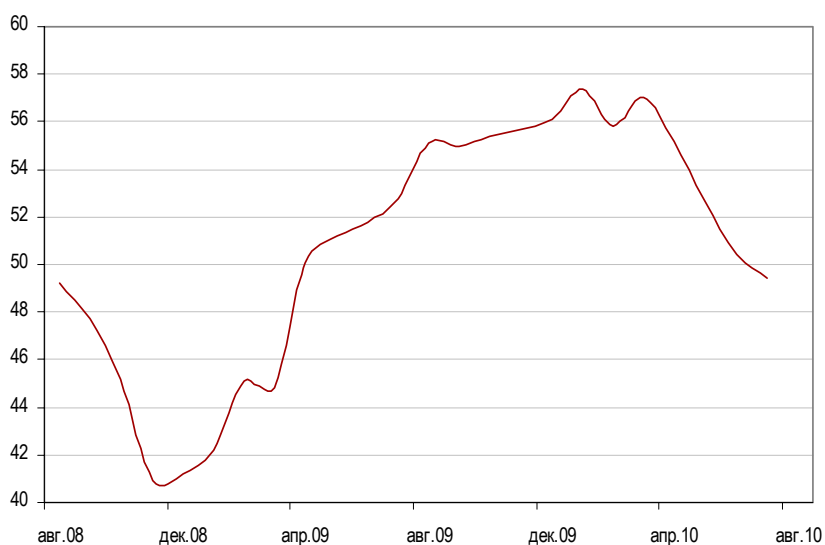
Динамика EBITDA и рентабельности Нижнекамскнефтехима



Источник: данные компании

Главным риском для дальнейшего успешного развития компании является замедление темпов роста китайской экономики (25 % в структуре экспорта).

Динамика китайского индекса PMI



Источник: данные компании

Инвестиционные проекты

В феврале 2009 г. было запущено производство полиэтилена мощностью 230 тыс. т в год. Завершена программа по модернизации производства этилена с доведением мощности до 600 тыс. т в год.

Компания также осуществляет строительство производства АБС-пластиков мощностью 60 тыс. т в год. Срок реализации проекта – 2011 год.

Дивиденды

По итогам 2009 г. акционерам компании выплатят дивиденды в размере 7 % от номинала обыкновенных и привилегированных акций, что соответствует 30 % от чистой прибыли и составляет 128.11 млн руб. Эффективная дивидендная доходность в настоящий момент составляет около 0.6 %.

Модель оценки

В своей финансовой модели компании мы закладываем рост производства каучуков до уровня 483 тыс т к 2015 г. (на 22 % выше уровня 2009 г.). Также мы прогнозируем, что производственные мощности по стиролу будут загружены на 100 % до уровня 257 тыс. т. При этом мы не ожидаем, что производство полистирола и полипропилена НКНХ заметно изменится к 2015 г. По нашей оценке, рост производства и восстановление цен на продукцию позволит компании увеличить рентабельность в 2010 г. до уровня 14 % (9 % в 2009 г.), однако к 2015 г. рентабельность по EBITDA будет снижаться из-за опережающего роста издержек над ростом цен на конечную продукцию и составит около 8 %.

Мы рекомендуем «покупать» акции Нижнекамскнефтехима с целевой стоимостью в \$ 0.58 за акцию и потенциалом роста 24 %.

Модель DCF Нижнекамскнефтехима

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	2 551	3 131	2 008	2 672	2 882	2 975	3 196	3 293	3 390
Темп роста (%)		23%	-36%	33%	8%	3%	7%	3%	3%
ЕБИТДА	270	345	170	401	384	328	303	258	217
Рентабельность (%)	10.6%	11.0%	8.5%	15.0%	13.3%	11.0%	9.5%	7.8%	6.4%
ЕБИТ	180	232	57	292	279	225	201	156	116
Рентабельность (%)	7%	7%	3%	11%	10%	8%	6%	5%	3%
-Налоги на прибыль	51	33	2	43	44	36	33	26	19
НОРАТ	129	199	55	249	235	189	168	131	97
+ Амортизация	90	113	113	108	106	103	102	102	101
- Капвложения	-277	-319	-97	-99	-101	-103	-105	-107	-109
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	0	38	-42	-26	16	20	13	14	12
Чистый денежный поток	-58	31	29	232	256	209	178	139	101

Основные предположения

WACC	16.9%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	2.35
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	20.4%
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	8.8%
WACC	16.9%

Специфический риск эмитента

	1.3%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.3%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	835
Конечная стоимость	814
Приведенная конечная стоимость	373
Стоимость денежных потоков	1 208
Текущий чистый долг (наличность)	393
Стоимость инвестиций	122
Чистая стоимость компании	937
Количество акций (млн.)	1 611
Цель на начало 2010 г., \$	0.58

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		15.4%	15.9%	16.4%	16.9%	17.4%	17.9%	18.4%
Конечный темп роста (%)	5.5%	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	5.0%	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	4.5%	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
	4.0%	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
	3.5%	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
	3.0%	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
	2.5%	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

Отчетность и прогнозы Нижнекамскнефтехима

Отчет о прибылях и убытках

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	2 551	3 131	2 008	2 672	2 882	2 975	3 196	3 293	3 390
Операционные расходы	2 281	2 786	1 838	2 271	2 497	2 647	2 893	3 035	3 173
Амортизация	90	113	113	108	106	103	102	102	101
Операционная прибыль	180	232	57	292	279	225	201	156	116
ЕБИТДА	270	345	170	401	384	328	303	258	217
Чистые процентные расходы	26	43	44	32	14	2	15	25	32
Прочие расходы (доходы)	-	27	111	43	46	48	51	53	55
Прибыль до налогов	181	78	-	217	218	179	164	128	93
Налоги на прибыль	51	33	2	43	44	36	33	26	19
Доля миноритариев	5	-	17	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	125	62	-	24	175	144	132	103	75

Баланс

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	6	58	88	286	485	631	737	807	842
Дебиторская задолженность	138	112	123	145	141	133	131	125	119
Запасы	253	194	196	237	235	224	224	216	208
Прочие оборотные активы	215	145	95	85	77	69	62	61	61
Основные средства	1 292	1 281	1 181	1 152	1 128	1 117	1 110	1 104	1 102
Прочие внеоборотные активы	190	170	151	136	122	110	99	93	93
Итого активы	2 094	1 960	1 833	2 042	2 188	2 285	2 363	2 406	2 426
Кредиторская задолженность	316	270	240	278	288	289	300	299	298
Краткосрочный долг	161	262	252	227	212	165	122	90	79
Прочие краткосрочные обязательства	12	14	109	202	231	242	236	223	206
Долгосрочный долг	441	423	304	268	239	246	252	255	243
Прочие долгосрочные обязательства	27	21	15	28	32	34	33	31	29
Капитал и резервы	1 093	930	869	1 038	1 187	1 309	1 421	1 508	1 571
Итого пассивы	2 094	1 960	1 833	2 042	2 188	2 285	2 363	2 406	2 426

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	180	232	57	292	279	225	201	156	116
Чистые процентные расходы	26	43	44	32	14	2	15	25	32
Налоги на прибыль	51	33	2	43	44	36	33	26	19
Амортизация	90	113	113	108	106	103	102	102	101
Изменение оборотного капитала	-	139	-	4	55	-	26	16	13
Денежные потоки от операций	106	351	267	363	371	310	268	221	179
Капиталовложения	-	277	-	319	-	97	-	99	-
Прочие доходы (инвестиции)	112	2	0	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	-	164	-	317	-	97	-	99	-
Свободные денежные потоки	-	58	34	170	264	270	206	162	69
Изменение долга	64	86	-	119	-	62	-	45	-
Дивиденды	22	58	21	4	26	22	20	15	11
Чистые денежные потоки	-	16	62	30	198	199	146	105	70

Сравнительная оценка

Компания	Страна	MCap \$ млн	Чистый долг \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA		P/E	
					2010	2011	2010	2011
Казаньоргсинтез	РФ	330	1 004	1 335	5.7	4.6	15.3	6.5
Нижнекамскнефтехим	РФ	757	393	1 150	2.9	3.0	4.4	4.3
Медианное значение по российским НК					4.3	3.8	9.8	5.4
Развитые рынки								
DOW CHEMICAL	США	29 576	18 369	47 945	6.8	6.0	14.7	10.5
LANXESS	Германия	4 003	1 015	5 018	4.8	4.7	10.1	9.7
WESTLAKE CHEMICAL	США	1 849	227	2 076	5.8	6.1	14.4	15.4
mitsubishi chemical holdings	Япония	7 453	12 793	20 246	5.4	5.2	11.8	10.9
SOLVAY	Бельгия	8 062	-3 569	4 493	3.6	3.5	23.2	21.0
JSR	Япония	3 996	-704	3 292	4.6	4.2	12.6	10.7
Медианное значение по компаниям с развитых рынков					5.1	5.0	13.5	10.8
Развивающиеся рынки								
SAUDI BASIC INDUSTRIES	Саудовская Аравия	69 609	15 343	84 952	6.8	6.0	12.6	10.5
FORMOSA PLASTICS	Тайвань	13 404	-148	13 256	21.5	20.0	15.1	13.6
NAN YA PLASTICS	Тайвань	14 760	1 791	16 551	18.4	16.5	15.0	13.3
LG CHEM	Южная Корея	19 193	799	19 992	7.0	7.1	11.1	11.0
YANBU NATIONAL PETROCHEMICAL	Саудовская Аравия	5 581	3 729	9 310	12.1	9.3	12.6	9.1
ASIA POLYMER	Тайвань	248	-73	175	5.0	5.1	8.2	9.2
BRASKEM	Бразилия	6 150	6 083	12 233	7.0	7.5	neg	82.1
SAUDI KAYAN PETROCHEMICAL	Саудовская Аравия	6 781	5 606	12 387	918.2	14.4	neg	24.1
Медианное значение по компаниям с развивающихся рынков					9.6	8.4	12.6	12.1
Дисконт к компаниям с развитых рынков, %					-16%	-24%	-27%	-50%
Дисконт к компаниям с развивающихся рынков, %					-55%	-55%	-22%	-55%

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В качестве аналогов мы выбрали крупнейшие нефтехимические компании, как с развитых, так и с развивающихся рынков. Проведенный сравнительный анализ свидетельствует о том, что акции российских нефтехимических компаний торгуются с существенным дисконтом по отношению как к компаниям с развитых, так и развивающихся рынков по мультипликаторам EV/EBITDA, и P/E.

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.