

Орскнефтеоргсинтез: незаслуженно недооцененный актив

Андрей Лысенко
Alysenko@eastkom.ru

Налоговые претензии, заставившие инвесторов на время забыть про акции НК «Русснефть», отрицательно сказались и на ее дочерних обществах. Тем не менее, мы полагаем, что сегодня, когда рынок нефтепродуктов демонстрирует рост, нефтеперерабатывающие активы Русснефти, в частности, ОАО «Орскнефтеоргсинтез» (ORFE) заслуживают особого внимания инвесторов.

Рост объемов нефтепереработки, выручки и чистой прибыли, обширная инвестиционная программа, а также ориентация предприятия на наиболее рентабельные сегменты рынка нефтепродуктов делают Орский НПЗ одним из наиболее интересных объектов для инвестирования.

За последние 5 лет Орский НПЗ демонстрирует устойчивую положительную динамику по основным финансовым показателям. Так, за период с 2004 по 2007 год среднегодовой темп роста выручки на предприятии составил 36%, операционной прибыли 191%, чистой прибыли 244%.

Мы провели переоценку акций компании в рамках доходного подхода с учетом обновленного прогноза цен на нефть на 2008-2015 гг. В результате переоценке методом DCF в рамках доходного подхода справедливая стоимость обыкновенных акций ОАО «Орскнефтеоргсинтез» составила на конец 2008 года 51,60 долл., привилегированных акций 48,96 долл. Потенциал роста к цене (offer) в секции РТС составляет в настоящее время 29% и 22,4% соответственно.

Учитывая неопределенность в отношении обязательной оферты владельцам обыкновенных акций компании, мы рекомендуем инвесторам инвестировать в привилегированные бумаги предприятия, учитывая меньший риск и их большую ликвидность. Мы не исключаем, что в будущем новый акционер НК Русснефть, которым по слухам может стать О. Дерипаска, может пойти на выкуп у миноритарных акционеров не только обыкновенных, но и привилегированных акций общества, что, в свою очередь, станет мощным драйвером роста капитализации Орскнефтеоргсинтеза.

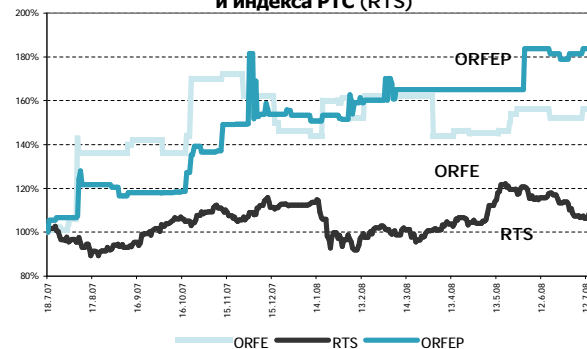
Тикер:	ORFE	ORFEP
Справедливая цена, долл.	51,60	48,96
Рекомендация	Покупать	
Потенциал роста (offer price), %	29,0%	22,4%

Цена спроса (Bid), долл.	38,0	34,0
Цена предложения (Offer), долл.	40,0	40,0
Цена последняя (last), долл.	37,0	34,0
Средняя цена (Midmarket), долл.	39,0	37,0
Минимум 52-недели, долл.	36,0	22,0
Максимум 52-недели, долл.	38,3	35,0
Потенциал роста до максимума, %	34,9%	39,9%
Рын. Капитал. (Mcap), млн. долл.	172,8	

тыс. долл.	2006	2007	2008 E
Стандарт отчетности	RAS		
Выручка	131 040	162 153	258 319
EBIT	41 050	40 309	110 106
Рентабельность EBIT, %	31,3%	24,9%	42,6%
EBITDA	46 981	40 309	118 599
Рентабельность EBITDA, %	35,9%	24,9%	45,9%
Чистая прибыль	20 309	26 408	70 883
Рентабельность чистой прибыли, %	15,5%	16,3%	27,4%

Текущие мультипликаторы	2006	2007	2008 E
EV/SALES	1,95	1,58	0,99
EV/EBIT	6,24	6,35	2,33
EV/EBITDA	5,50	6,40	2,20
P/E	9,00	7,00	2,60

Динамика котировок компании (средняя цена) и индекса РТС (RTS)



Производимая продукция: ориентация на наиболее рентабельные сегменты

Сегодня производственная мощность Орского НПЗ по переработке нефти составляет 6,6 млн. тонн в год. В состав предприятия входят 4 установки первичной переработки нефти, 2 установки каталитического риформинга; установка гидроочистки керосина; установка гидроочистки дизельного топлива; производство масел; битумное производство. Набор технологических процессов позволяет выпускать около 30-ти видов различной продукции. В настоящее время предприятие производит виды топлива, наиболее востребованные рынком, в частности:

- § *Высокооктановые автобензины марок АИ-95, АИ-92.* Предприятие успешно использует в процессе производства высокооктановые кислородосодержащие добавки, существенно повышающих экологические и эксплуатационные характеристики топлива.
- § *Летнее и зимнее дизельное топливо европейского стандарта с пониженным содержанием серы (до 0,035%).* С 2002 года нефтеперерабатывающий завод может поставлять на рынок дизельное топливо аналогичное европейскому по EN 590 с содержанием серы 0,035%. Кроме этого Орский НПЗ выпускает летнее судовое топливо малой вязкости.
- § *Ассортимент базовых масел* для последующей выработки основных моторных и трансмиссионных масел.
- § *Мазут (М-100, М-40), а также битумы* (БН 70/30, БНД 60/90, Битум БНДМ 80/120) широко применяемые при дорожном строительстве.

Выпускаемая предприятием продукция пользуется устойчивым спросом, как на территории России (преимущественно Центральная Россия), так и зарубежном.

Динамика котировок компании

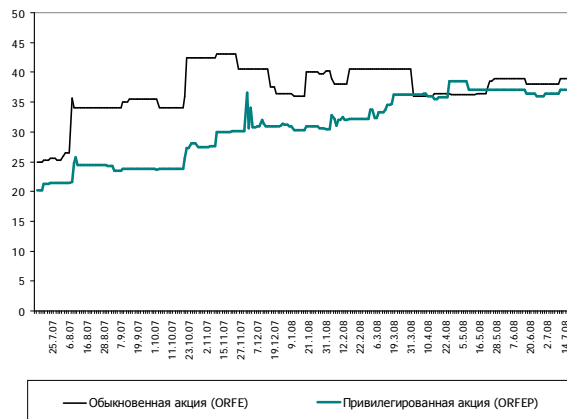
За последний год бумаги компании демонстрировали устойчивую положительную динамику котировок, при этом, учитывая малую ликвидность обыкновенных акций, основные торги проходили в привилегированных акциях эмитента, free float по которым составляет более 30%. Максимум за последние 52 недели в привилегированных акциях компании был отмечен в конце апреля 2008 года, когда на фоне роста чистой прибыли за 1-ый квартал на 22,3% котировки бумаг (mid market) поднялись до отметки в 38,5 долл. В настоящее время привилегированные акции компании котировются близко к максимуму (-4% ниже), при этом, как видно на графике, дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями минимален.

Производственная схема Орского НПЗ



Источник: материалы компании

Динамика котировок (mid market) ОАО "Орскнефтеоргсинтез" за года (15/07/08 - 15/07/07)



Источник: данные РТС

Структура уставного капитала: Будущее за привилегированными акциями

В конце 2005 года Орский НПЗ вошел в состав вертикально-интегрированного нефтяного холдинга «РуссНефть». Помимо обеспечения устойчивой работы предприятия нефтяная компания инициировала выкуп акций у миноритарных акционеров. В настоящее время около 89,19% УК компании принадлежит ОАО НК «Русснефть». В течение 2006 года, компания Гучериева дважды направляла оферту на выкуп акций у миноритарных акционеров, не согласных с крупными сделками общества. В результате, в настоящее время основному акционеру Орскнефтеоргсинтеза удалось консолидировать около 89,19% уставного капитала НПЗ и около 96,2% от общего количества обыкновенных акций предприятия. Таким образом, исходя из Закона об акционерных обществах основной акционер может направить владельцам обыкновенных акций обязательную оферту на выкуп акций по цене не ниже цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, то есть 755,23 рубля за обыкновенные акции, что намного ниже текущих котировок обыкновенных акций компании. В данном случае, у миноритарных акционеров существует значительный риск, что обязательная оферта может быть объявлена по заведомо невыгодным ценам.

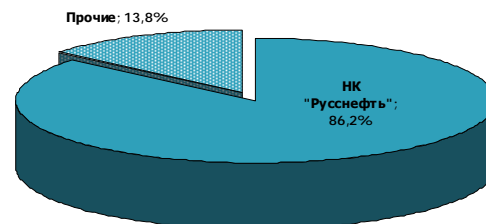
Иная ситуация в привилегированных акциях компании. Учитывая значительный free-float привилегированных акций во избежание увеличения доли миноритариев в УК компания вынуждена ежегодно выплачивать дивиденды только по привилегированным бумагам компании. Так, за 2007 год совокупный объем выплат составил 20,26 млн. руб., что на одну акцию составляет 17 руб., Напомним, что по итогам 2006 года дивиденды по акциям предприятия не выплачивались.

В дальнейшем мы не исключаем, что новый акционер НК Русснефть, которым, по слухам, может стать О. Дерипаска, может пойти на выкуп у миноритарных акционеров не только обыкновенных, но и привилегированных акций общества, что, в свою очередь, станет мощным драйвером роста капитализации Орскнефтеоргсинтеза.

Объемы производства – среднегодовой рост 8,8%

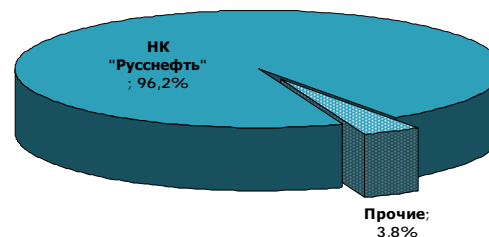
На протяжении последних пяти лет предприятие демонстрирует устойчивый рост нефтепереработки. Среднегодовой темп прироста нефтепереработки составил с 2004 по 2008 год около 8,8%. В то же время, как видно из диаграммы, значительный рост объема был зафиксирован в 2006 году, когда НПЗ вошло в состав группы Русснефть, что позволило предприятию обеспечить себя сырьем и гарантированным сбытом готовой продукции.

Структура УК компании
(на 31/03/08)



Источник: данные компании

Структура владения
обыкновенными акциями предприятия
(на 31/03/08)



Источник: данные компании

За последний год произошло увеличение объема переработки нефти в 2007 г. на 4% по отношению к уровню 2006 г. Переработка нефти в I квартале 2008 г. увеличилась на 0,1% относительно уровня I квартала 2007 г., это связано с плановым заданием Компании по поставке нефтяного сырья. На 2008 год предприятие намерено увеличить объем переработки нефти до 5 млн. тонн.

Прирост капитальных инвестиций в 2008 году - 50%

В следующие несколько лет основной задачей предприятия станет обеспечение максимальной загрузки его мощностей (более чем 70%) и стабилизация объемов переработки нефти на уровне 5 млн. тонн в год. Кроме этого, с 2007 года на НПЗ реализуются программы по снижению затрат, модернизации и реконструкции действующих и строительству новых объектов.

В рамках программы модернизации в 2008 г. будут продолжены работы по строительству комплекса глубокой переработки нефти, увеличению объема производства в быстрорастущих сегментах высокооктанового регулярного и премиального бензина, а также обеспечения соответствия качества моторных топлив требованиям существующих и перспективных нормативных документов.

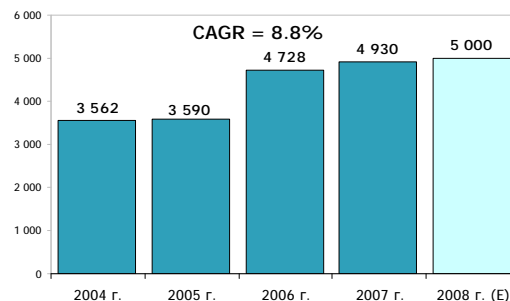
По нашим оценкам на 2008 год приходится наибольшие инвестиционные затраты предприятия. В текущем году предприятие намерено увеличить объем капитальных инвестиций по сравнению с 2007 годом на 50% до уровня 1 750 млн. руб. (75,7 млн. долл.).

Финансовые результаты

За последние 5 лет Орский НПЗ демонстрирует устойчивую положительную динамику по основным финансовым показателям. Так, за период с 2004 по 2007 год среднегодовой темп роста выручки на предприятии составил 36%, операционной прибыли 191%, чистой прибыли 244%. Только за прошлый год выручка ОАО «Орскнефтеоргсинтез» выросла на 23,7%, при этом в 2008 году рекордно-высокие цены на нефтепродукты продолжают оказывать поддержку финансовым результатам компании. Только за 1 кв. 2008 года, традиционно слабый квартал для компании, выручка НПЗ составила 1,26 млрд. руб. продемонстрировав рост на 13,4% относительно аналогичного периода прошлого года. По итогам года мы ожидаем роста данного показателя более чем на 50%, чему будет способствовать не только удачная конъюнктура рынка углеводородов, но и рост загрузки мощностей предприятия.

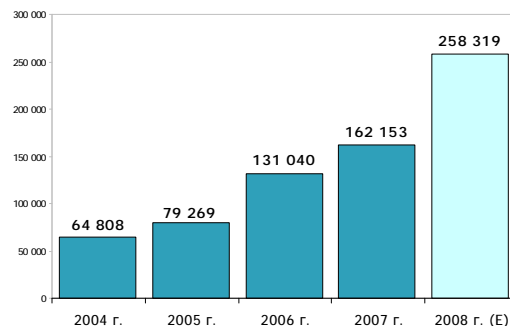
Другим позитивными фактором для компании является успешная реализация политики контроля над затратами. Так, рентабельность по валовой прибыли за последние 3 года остается на уровне 40-45%, рентабельность по чистой прибыли демонстрирует устойчивый рост с 14,9% в 2005 году, до 24,6% за 1 кв. 2008 года.

Динамика нефтепереработки
2004-2008 (Е)



Источник: данные компании, прогноз Ист Коммерц

Динамика выручки, тыс. долл.
2004-2008 (Е)



Источник: данные компании

Ключевые финансовые показатели
2004 – 1 кв. 2008 г.

Тыс. долл.	2004	2005	2006	2007	1 кв. 2008
Выручка	64 808	79 269	131 040	162 153	50 406
ЕВИТ	1 631	7 683	41 050	40 309	18 828
маржа ЕВИТ, %	2,5%	9,7%	31,3%	24,9%	37,4%
Чистая прибыль (ЧП)	646	11 845	20 309	26 408	12 393
Рентабельность ЧП, %	1,0%	14,9%	15,5%	16,3%	24,6%

Источник: данные компании

Оценка компании

Мы провели переоценку акций компании в рамках доходного подхода с учетом обновленного прогноза цен на нефть на 2008-2015 гг. В рамках прогнозной модели среднегодовая стоимость нефти на 2008 год составляет 125 долл., при этом в дальнейшем мы ожидаем коррекцию на рынке нефти и стабилизацию цен на уровне 110 долл. за баррель, начиная с 2011 года.

Кроме этого, учитывая неопределенность в отношении покупки компанией «Базовый Элемент» основного акционера НПЗ – НК «Руснефть» в расчете ставки дисконтирования мы использовали максимальную премию за риск корпоративного управления в размере 5%.

В результате переоценке методом DCF в рамках доходного подхода справедливая стоимость обыкновенных акций ОАО «Орскнефтеоргсинтез» составила на конец 2008 года 51,60 долл., привилегированных акций 48,96 долл. Потенциал роста к цене (offer) в секции РТС 29% и 22,4% соответственно, рекомендация **Покупать**.

Модель оценки методом DCF

Тыс. долл.	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	TV
ЕВИТДА	118 599	116 267	101 894	85 492	78 065	69 885	61 162	61 162
Изменение оборотных средств	-29 151	1 992	6 188	6 217	2 400	2 372	2 331	2 331
Налог на прибыль и налоговый щит	-25 941	-23 248	-19 043	-14 622	-12 506	-10 344	-8 159	-8 159
Инвестиции	-47 769	-42 706	-36 298	-30 793	-27 310	-24 221	-21 482	-21 306
Денежный поток	15 737	52 305	52 742	46 295	40 649	37 692	33 852	34 028
фактор дисконтирования	1,00	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	
Дисконтированный Денежный Поток (ДДП)	15 737	45 832	40 494	31 145	23 963	19 469	15 322	
Сумма ДДП	191 962							
Темп прироста постпрогнозный, %		3,0%						
Постпрогнозная стоимость (TV)		315 056						
Стоимость инвестированного капитала (EV)	334 560							
Чистый долг, 2008 г.	91 694							
Капитализация (Mcap)	242 866							
Количество обыкновенных акций	3 575 615							
Количество привилегированных акций	1 191 870							
Дисконт (обыкн. / привилегированная акция)	1,1							
Стоимость 1 обыкновенной акции	51,60							
Стоимость 1 обыкновенной акции	48,96							

Расчет WACC

Безрисковая ставка	4,27%
beta	1,00
beta leverered	1,35
Безрисковая ставка (Россия 30)	5,35%
Премия за риск инвестирования в акции	6,00%
Премия за риск корпоративного управления	5,00%
CAPM	18,47%
WACC	14,12%
D/(E+D)	46,47%
ставка процента	12,00%
E/(E+D)	53,53%

Отчет о прибылях и убытках

Тыс. долл.	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E
Выручка	162 153	258 319	260 386	249 536	238 687	238 687	238 687	238 687
Себестоимость	91 454	107 932	121 100	133 430	145 902	157 648	169 258	180 666
Валовая прибыль	70 699	150 387	139 286	116 106	92 785	81 039	69 429	58 021
Коммерческие и управленческие расходы	30 390	40 281	36 028	30 636	26 002	23 072	20 472	18 165
Коммерческие расходы	2	0	0	0	0	0	0	0
Управленческие расходы	30 388	40 281	36 028	30 636	26 002	23 072	20 472	18 165
Операционная прибыль (ЕБИТ)	40 309	110 106	103 258	85 471	66 783	57 967	48 958	39 856
Амортизация	0	8 493	13 009	16 423	18 708	20 098	20 927	21 306
ЕБИТДА	40 309	118 599	116 267	101 894	85 492	78 065	69 885	61 162
Проценты	4 227	9 254	14 887	10 821	5 759	977	0	0
Прочее	-338	-6 341	-6 392	-6 125	-5 859	-5 859	-5 859	-5 859
Прибыль до налогообложения	35 744	94 511	81 980	68 524	55 165	51 131	43 098	33 997
Налог на прибыль	9 336	23 628	19 675	16 446	13 240	12 272	10 344	8 159
Чистая прибыль	26 408	70 883	62 305	52 078	41 926	38 860	32 755	25 838

Баланс

Тыс. долл.	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E
Основные средства	73 863	113 139	142 836	162 710	174 795	182 007	185 301	185 477
Прочие внеоборотные активы	38 335	61 070	61 558	58 993	56 428	56 428	56 428	56 428
Неденежные оборотные активы	54 831	87 349	88 048	84 379	80 711	80 711	80 711	80 711
Денежные средства	1 917	32 361	32 619	31 260	29 901	55 808	87 641	115 633
Прочие оборотные активы	198	315	317	304	291	291	291	291
Итого активы	169 143	294 233	325 379	337 647	342 125	375 244	410 371	438 540
Капитал	73 801	144 684	206 989	259 067	300 993	339 853	372 607	398 445
Процентный долг	74 495	124 055	90 177	47 993	8 141	0	0	0
Отложенные налоговые обязательства	1 524	2 428	2 448	2 346	2 244	2 244	2 244	2 244
Кредиторская задолженность	18 687	22 054	24 745	27 264	29 812	32 213	34 585	36 916
Прочие обязательства	635	1 012	1 020	978	935	935	935	935
Итого пассивы	169 143	294 233	325 379	337 647	342 125	375 244	410 371	438 540

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц.

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Коммерц может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: AFetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

*Head of Equity Sales/
Domestic Sales*

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: NPernyakov@eastkom.ru

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Аляпкин Максим

тел.: (495) 644-1122

e-mail: MAlyapkin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: AIvanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254

Kalininograd@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

Voronozh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул.Краснознаменная,22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, г.Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г.Челябинск, ул.Кирова, 19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51

Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

700084, г.Ташкент, ул. Амира Тимура, дом 107 Б, тел.: +998 71 1385767

факс: +998 71 1385768

Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763

факс: +996 31 2660806