

НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам

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

Мы начинаем аналитическое покрытие сбытовой дочки Роснефти – НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт и рекомендуем **ПОКУПАТЬ** ее привилегированные акции. Смоленскнефтепродукт осуществляет оптово-розничную реализацию нефтепродуктов и занимает около 40% рынка сбыта ГСМ Смоленской области. Сеть АЗС насчитывает 72 собственных и 13 арендованных АЗС, 30 магазинов торгуют сопутствующими товарами. В последние годы компания наращивала объемы реализации нефтепродуктов и по итогам 2008 г. продала 633,480 т нефтепродуктов, в т.ч. 311,980 т – через сеть АЗС. Смоленскнефтепродукт демонстрирует стабильный рост основных средств, чистых активов, операционной и чистой прибыли и при этом имеет умеренную долговую нагрузку. На выплату дивидендов направляется 15% от годовой чистой прибыли: 10% получают владельцы привилегированных акций, 5% – владельцы обыкновенных (исключением стал 2008 г., когда на выплату дивидендов по обыкновенным акциям было направлено 10% чистой прибыли). Учитывая высокую дивидендную доходность привилегированных акций, мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** префа и **ДЕРЖАТЬ** обыкновенные акции Смоленскнефтепродукта. Наша оценка справедливой стоимости префов составляет \$65.

Рост чистой прибыли за 9 месяцев 2009 г. на 55%. Благодаря отличным результатам первого квартала 2009 г., а также снижению ставки налога на прибыль Смоленскнефтепродукт по итогам девяти месяцев 2009 г. увеличил чистую прибыль на 55% – до 268 млн. руб. Отличные результаты первого квартала (121 млн. руб. чистой прибыли) и высокая рентабельность (операционная и чистая рентабельность 9% и 6% соответственно), по нашему мнению, были обусловлены низкими ценами на нефть в начале года при значительно меньшем снижении цен на бензин в этот период. По итогам 2009 г. мы ожидаем рекордную рублевую чистую прибыль компании.

Финансовые результаты НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	9М 2008	2008	9М 2009	Y-o-Y (%)
Выручка	4 771	6 983	8 616	9 565	12 595	6 796	-29
Себестоимость	4 396	6 448	7 882	8 890	11 532	5 945	-33
Валовая прибыль	375	535	734	675	1 063	851	+26
Коммерческие расходы	209	252	328	328	474	394	+20
Управленческие расходы	40	53	79	58	82	66	+13
Операционная прибыль	125	230	327	288	508	391	+36
Прочие доходы	148	237	287	240	302	87	-64
Прочие расходы	168	264	315	291	368	136	-53
Прибыль до налогов	106	203	299	238	441	342	+44
Налог на прибыль	26	55	76	62	112	68	+9
Чистая прибыль	80	147	220	173	327	268	+55
Опер. рентабельность, %	3	3	4	3	4	6	+3 п.п.
Чистая рентабельность, %	2	2	3	2	3	4	+2 п.п.

Источник: СПАРК, расчеты ИК Газфинтраст

Объем реализации нефтепродуктов (тыс. т)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	9М 2009
Всего	306	361	418	529	590	633	432
в т.ч. АЗС	156	156	177	201	247	312	н/д

Источник: данные Компании

Высокая дивидендная доходность привилегированных акций. 15% чистой прибыли Смоленскнефтепродукт направляет на выплату дивидендов. Учитывая сильные финансовые результаты за 9 мес. 2009 г. и в целом стабильно прибыльную работу компании, мы ожидаем, что по итогам года компания

НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	smnfp
Справедливая цена (\$)	65.0
Текущая цена (\$)*	25.0
Потенциал роста (%)	160

*цена последней сделки (04.08.2009)

Инвестиционные характеристики
Компания владеет сетью из 85 АЗС
Продает >0.5 млн. т нефтепродуктов в год
За 9 мес. 2009 увеличила прибыль на 55%
15% прибыли направляет на дивиденды

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	50.0
Кол-во акций АО	461 576
Текущая цена АП (\$)**	25.0
Кол-во акций АП	153 864
МСАР (\$ млн.)	26.9
Чистый долг (\$ млн.)	10.0
EV (\$ млн.)	36.9

*offer

**цена последней сделки

Структура акционеров (%)	УК	АО	АП
Роснефть	66.67	86.97	5.77
Прочие	33.33	13.03	94.23

Оценочные характеристики			
	2007	2008	2009П
Выручка (\$ млн.)	337.2	506.4	298.3
P/S	0.08	0.05	0.09
EV/S	0.11	0.07	0.12
EBITDA (\$ млн.)	14.5	23.3	19.6
EV/EBITDA	2.55	1.59	1.89
Чист. приб. (\$ млн.)	8.61	13.14	11.43
EPS (\$)	16.79	25.61	22.28
P/E	2.98	1.95	2.24

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете
http://www.disclosure.skrin.ru/disclosure/6730017336/2DTI=3

получит рекордную чистую прибыль, а дивиденды по привилегированным акциям превысят прошлогодние 212.33 руб. (\$7.3). Стоит отметить, что другие дочерние компании Роснефти, занимающиеся реализацией нефтепродуктов – Роснефть-Кубаньнефтепродукт (тикер kunp), Роснефть-Курганнефтепродукт (rnsc), Роснефть-Мурманскнефтепродукт (munt), Роснефть-Ямалнефтепродукт (ymnp) и др. также направляют 10% чистой прибыли на выплату дивидендов по префам, но в настоящий момент только префа Смоленскнефтепродукта с точки зрения дивидендной доходности выглядят привлекательно.

Дивидендные выплаты за 2005-2008 гг.

Дивидендный период	Дата закрытия реестра	Общая сумма начисл. дивидендов (руб.)		Размер дивиденда на 1 акцию (руб.)	
		АО	АП	АО	АП
2005	30.03.2006	4 011 095	8 019 392	8.69	52.12
2006	05.04.2007	7 339 058	14 680 164	15.90	95.41
2007	31.03.2008	10 999 356	22 002 552	23.83	143.00
2008	30.03.2009	32 670 349	32 669 943	70.78	212.33

Источник: данные Компании, СПАРК

Инвестиционное заключение

По нашему мнению, привилегированные акции Смоленскнефтепродукта являются неплохим инструментом для долгосрочных инвесторов в силу их высокой дивидендной доходности. Для расчета справедливой стоимости акций в качестве ориентира мы использовали значение чистых активов. Таким образом, справедливая стоимость одной обыкновенной и одной привилегированной акции равняется \$65. При такой цене коэффициенты EV/EBITDA и P/E 2009П равняются 2.56 и 2.92, что в целом соответствует средним значениям для компаний сектора. Отметим, что мы оцениваем префа Смоленскнефтепродукта без дисконта к обыкновенным акциям, поскольку считаем, что мажоритарный акционер – Роснефть со временем может полностью консолидировать обыкновенные акции и, в таком случае, на рынке могут остаться только привилегированные акции компании.

Показатели наиболее ликвидных компаний, занимающихся реализацией нефтепродуктов

	banp	kunp	krnf	tmnp	sarn	smnf	rncu	mynt
MCAP (\$ млн.)*	154	82	33	94	74	27	28	10
Чистый долг (\$ млн.)	-94	16	31	-2	-2	10	-1	18
EV (\$ млн.)*	60	98	64	92	72	37	27	28
Чистые активы (\$ млн.)	215	69	18	113	125	40	27	7
Кол-во АЗС	317	182	132	99	91	85	43	32
Кол-во нефтебаз	н/д	20	15	8	16	3	н/д	4
Кол-во сотрудников (чел.)	5,010	2,199	1,562	1,621	1,695	1,219	582	371
Выручка за 9 мес. (\$ млн.)	466	405	206	281	361	226	88	58
Операц. приб. за 9 мес. (\$ млн.)	51	26	8	27	26	13	6	2
Чистая приб. за 9 мес. (\$ млн.)	35	17	4	20	20	9	5	1
Операционная рент-ть (%)	10.9	6.4	4.1	9.5	7.2	5.8	7.0	3.4
Чистая рент-ть (%)	7.5	4.2	1.8	7.1	5.6	3.9	5.5	2.0
P/S 2009П*	0.25	0.15	0.12	0.25	0.15	0.09	0.24	0.13
EV/S 2009П*	0.10	0.18	0.23	0.24	0.15	0.12	0.23	0.36
EV/EBITDA 2009П*	0.80	2.47	5.33	2.32	1.66	1.89	2.99	8.78
P/E 2009П*	3.14	3.05	6.09	3.43	2.26	2.24	3.40	5.91

Источник: данные компаний, расчеты ИК Газфинтраст

*MCAP, EV компаний и мультипликаторы рассчитаны по состоянию на 16.11.2009 г.

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

Треjder

Ренат Довиденко

124@gazfin.ru