

### НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива

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

Мы начинаем аналитическое покрытие НК Роснефть-Алтайнефтепродукт и рекомендуем ПОКУПАТЬ ее акции. Алтайнефтепродукт является сбытовой дочкой Роснефти, включает в себя 12 действующих нефтебаз, 82 АЗС, 9 АЗК с общей площадью торговых залов 590 кв.м., а также 3 лаборатории контроля качества. В 2006 г. Алтайнефтепродукт приобрел 19 АЗС, расположенных в Барнауле (административный центр Алтайского края) и на трассах федерального значения, что позволило резко увеличить объемы продаж. В 2009 г. объем реализации нефтепродуктов вырос на 3.6% и составил 412,800 т, в т.ч. 153,000 т через сеть АЗС. По количеству АЗС/АЗК доля компании на рынке Алтайского края составляет 12% (общее количество АЗС на территории Алтайского края – 761 шт.), однако по объемам продаж она значительно выше – 28-29%. Ежегодно 10% чистой прибыли компания направляет на выплату дивидендов по привилегированным акциям. Алтайнефтепродукт активно развивает свою сеть АЗС. В начале 2010 г. существенно улучшил финансовые результаты, имеет одни из самых привлекательных в секторе коэффициенты P/S, EV/S 2009-2010П, а также одно из самых низких значений EV/кол-во АЗС. Наша оценка справедливой стоимости одной обыкновенной акции составляет \$0.30, а одной привилегированной – \$0.21.

По итогам первого квартала 2010 г. выручка выросла на 55%. В первом квартале благодаря повышению цен и росту объемов продаж значительно выросла выручка компании (+55%), а операционная рентабельность за этот период составила 2.68%, что является лучшим показателем за последние 2 года.

#### 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
<b>Выручка</b>	<b>1 458</b>	<b>1 658</b>	<b>2 328</b>	<b>2 435</b>	<b>1 422</b>	<b>1 129</b>	<b>1 408</b>	<b>2 262</b>	<b>2 011</b>	<b>1 755</b>
Себестоимость	1 298	1 529	2 194	2 285	1 314	1 021	1 364	2 105	1 817	1 596
<b>Операц. прибыль</b>	<b>55</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>52</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>-59</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>47</b>
Приб. до налогов	45	26	25	37	-17	-60	-85	11	11	21
<b>Чистая прибыль</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>-15</b>	<b>-59</b>	<b>-59</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>16</b>
Опер. рентаб-ть, %	3.80	2.41	1.64	2.12	-0.47	0.72	-4.16	2.07	2.45	2.68
<b>Чист. рентаб-ть, %</b>	<b>2.19</b>	<b>1.09</b>	<b>0.78</b>	<b>1.08</b>	<b>-1.05</b>	<b>-5.26</b>	<b>-4.18</b>	<b>0.29</b>	<b>0.32</b>	<b>0.94</b>

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

В 2010 г. реализация нефтепродуктов через сеть АЗС/АЗК может вырасти на 9%. Приоритетным направлением развития бизнеса Алтайнефтепродукта является перевод АЗС в АЗК с целью увеличения объемов реализации нефтепродуктов и роста продаж сопутствующих товаров. В развитие сбытовой сети в 2010 г. компания намерена инвестировать около 240 млн. руб. и надеется увеличить объем реализации нефтепродуктов через сеть АЗС/АЗК на 8.9% до 166,600 т. Такие планы позволят существенно улучшить финансовые результаты компании в 2010 г.

#### Финансовые результаты Алтайнефтепродукта, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010П
<b>Выручка</b>	<b>3 822</b>	<b>5 041</b>	<b>4 895</b>	<b>7 842</b>	<b>6 810</b>	<b>8 528</b>
Себестоимость	3 550	4 620	4 480	7 322	6 307	8 276
<b>Операционная прибыль</b>	<b>87</b>	<b>184</b>	<b>107</b>	<b>123</b>	<b>46</b>	<b>186</b>
Прибыль до налогов	50	157	70	72	-123	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>31</b>	<b>115</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>-106</b>	<b>67</b>
Опер. рентабельность, %	2.27	3.64	2.19	1.57	0.67	2.18
<b>Чистая рентабельность, %</b>	<b>0.82</b>	<b>2.27</b>	<b>0.95</b>	<b>0.61</b>	<b>-1.55</b>	<b>0.79</b>

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

НК Роснефть-Алтайнефтепродукт	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	alnp
Справедливая цена (\$)	0.30
Текущая цена (\$)*	0.10
Потенциал роста (%)	200

\*цена продажи (на 30.06.2010)

**Инвестиционные характеристики**  
Компания владеет сетью из 91 АЗС/АЗК. Занимает 30% рынка Алтайского края. Продает >0.4 млн. т нефтепродуктов в год. Дешевая по коэффициентам P/S и EV/S. В 1 кв. 2010 г. увеличила выручку на 55%, операционную прибыль – на 481%. 10% прибыли направляет на дивиденды по привилегированным акциям.

Катализаторы роста акций  
Рост финансовых показателей

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	0.10
Кол-во акций АО	67 560 752
Текущая цена АП (\$)*	0.07
Кол-во акций АП	22 520 128
МСАР (\$ млн.)	8.3
Чистый долг (\$ млн.)	13.5
EV (\$ млн.)	21.8

\*цена продажи (на 30.06.2010)

Структура акционеров (%)	УК	АО	АП
Роснефть	64.18	78.59	20.95
Прочие	35.82	21.41	79.05

Источник: Компания

Оценочные характеристики			
	2008	2009	2010П
Выручка (\$ млн.)	315.3	227.0	275.1
P/S	0.03	0.04	0.03
EV/S	0.07	0.10	0.08
EBITDA (\$ млн.)	6.9	3.7	8.2
EV/EBITDA	3.18	5.83	2.68
Чист. приб. (\$ млн.)	1.92	-3.52	2.17
EPS (\$)	0.03	-0.05	0.03
P/E	3.93	отр.	3.46

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Размер дивидендов на 1 акцию (руб.)		
Дивидендный период	АО	АП
2005	0.02	0.14
2006	0.17	0.51
2007	0.03	0.21
2008	0.04	0.22
2009	-	-

Источник: данные Компании

Адрес в интернете	
<a href="http://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11038">http://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11038</a>	

**Реализация нефтепродуктов и услуги по их хранению (тыс. т)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	Y-o-Y (%)
Хранение	94.3	125.2	123.3	110.0	140.3	н/д	
Реализация нефтепродуктов	297.1	326.6	323.5	398.4	412.8	426.4	+3.3
<b>в т.ч. АЗС</b>	<b>73.7</b>	<b>112.5</b>	<b>138.7</b>	<b>163.7</b>	<b>153.0</b>	<b>166.6</b>	<b>+8.9</b>

Источник: данные Компании

**Процентные расходы в 2010 г. существенно снизятся.** Для приобретения сети АЗС (сумма сделки не раскрывалась) Алтайнефтепродукт занимал у Роснефти 369 млн. руб. По состоянию на начало 2010 г. общий размер задолженности (с начисленными процентами) по данному займу составил 428 млн. руб., а процентная ставка – 19.5%. С 8 апреля 2010 г. процентная ставка была снижена вдвое (до 9.35%), что существенно облегчило обслуживание долга.

**Акции торгуются с привлекательными значениями P/S, EV/S, EV/кол-во АЗС.** В настоящее время акции Алтайнефтепродукта торгуются с коэффициентом P/S 2009 равном 0.04, одним из самых привлекательных в секторе, показатель EV/S 2009 также невелик – всего 0.10. Значение EV/кол-во АЗС у Алтайнефтепродукта равняется 7.4 млн. руб. Мы обращаем особое внимание инвесторов именно на коэффициент EV/кол-во АЗС, который, правда, не учитывает месторасположение АЗС/АЗК, объем реализации нефтепродуктов на одну АЗС, рентабельность, имеющееся оборудование и степень его изношенности и ряд других факторов. Однако слишком низкое значение EV/кол-во АЗС все же дает основание полагать, что акции недооценены.

Мы считаем, что потенциалом роста, наряду с обыкновенными и привилегированными акциями Алтайнефтепродукта обладают также обыкновенные и привилегированные акции Смоленскнефтепродукта (тикеры smnrf и smnfr). Очень дешево оценены обыкновенные акции Башкирнефтепродукта (banp), на которые, вероятно, в ближайшее время будут оказывать давление не очень высокая оценка акций (331 руб.) в рамках обязательной оферты со стороны НК Башнефть и произошедшее существенное снижение дивидендных выплат. Могут быть интересны также обыкновенные акции Кубаньнефтепродукта (kunp) и Саратовнефтепродукта (sarn).

**Показатели компаний, занимающихся реализацией нефтепродуктов**

Тикер	banp	kunp	krnf	sarn	smnrf	rncu	mynt	alnp
Текущая цена АО (руб.)	321	264	3 100	1 550	1 364	25	775	3.10
Текущая цена АП (руб.)	202	930	1 085	620	1 674	29	775	2.17
МСАР (млн. руб.)*	4 576	2 100	1 100	3 548	887	861	342	258
Чистый долг (млн. руб.)	-3 593	550	1 137	-49	250	-23	492	419
EV (млн. руб.)*	983	2 650	2 237	3 499	1 137	838	834	677
Чистые активы (млн. руб.)	7 070	2 106	542	3 984	1 364	870	179	257
Кол-во АЗС/АЗК	320	188	132	90	85	43	32	91
Кол-во нефтебаз	н/д	20	15	13	6	н/д	4	12
Реализовано в 2009 г. (тыс.т)	н/д	915.1	410.5	813.5	563.2	192.4	152.2	412.8
в т.ч. АЗС/АЗК	н/д	452.9	173.9	240.7	326.4	117.8	51.3	153.0
Кол-во сотрудников (чел.)	4 914	2 224	1 562	1 612	1 265	592	398	778
Выручка за 2009 г. (млн. руб.)	20 205	16 267	7 725	14 071	9 119	3 488	2 317	6 810
Опер. приб. за 2009 г. (млн. руб.)	1 784	821	232	918	485	206	33	46
Чист. приб. за 2009 г. (млн. руб.)	1 268	502	28	696	326	160	8	-106
EPS (руб.)	93	102	78	345	635	5.77	22	отр.
Операционная рент-ть (%)	8.83	5.05	3.01	6.53	5.32	5.92	1.44	0.67
Чистая рент-ть (%)	6.28	3.08	0.36	4.95	3.57	4.57	0.36	отр.
P/S 2009	0.23	0.13	0.14	0.25	0.10	0.25	0.15	0.04
EV/S 2009	0.05	0.16	0.29	0.25	0.12	0.24	0.36	0.10
EV/EBIT 2009	0.55	3.23	9.64	3.81	2.34	4.07	25.3	14.7
P/E 2009	3.45	2.59	39.7	4.49	2.15	4.30	35.2	отр.
EV/Кол-во АЗС/АЗК (млн. руб.)	3.1	14.1	16.9	38.9	13.4	19.5	26.1	7.4
Выручка за 1 кв. 2010 г.	5 584	3 616	н/д	2 527	2 491	835	509	1 755
Опер. приб. за 1 кв. 2010 г.	466	113	н/д	174	144	43	-2	47
Чист. приб. за 1 кв. 2010 г.	400	54	н/д	138	99	39	-5	16
EPS (руб.)	29	11	н/д	68	192	1.4	отр.	0.22
Операционная рент-ть (%)	8.35	3.12	н/д	6.89	5.79	5.12	отр.	2.68
Чистая рент-ть (%)	7.16	1.51	н/д	5.47	3.96	4.67	отр.	0.94

Источник: данные компаний, расчеты ИК Газфинтраст

\*МСАР, EV компаний и мультипликаторы рассчитаны по состоянию на 29.06.2010 г., при расчетах использовался курс 1 USD - 31 руб., а в качестве текущих цен акций брались котировки на продажу из RTS Board

**Высокая оценка компании Газпромнефть-Тюмень позитивна для акций компаний сектора.** В мае-июне 2010 г. Газпром нефть (тикер SIBN) выкупала обыкновенные акции своей сбытовой дочки, компании Газпромнефть-Тюмень (tprp), по очень привлекательной для миноритариев цене в 2,048 руб. за одну обыкновенную акцию или 6.259 млрд. руб. за всю компанию, что, по нашему мнению, может привлечь дополнительный интерес инвесторов к остальным компаниям, занимающимся сбытом нефтепродуктов.

Для справки: Газпромнефть-Тюмень владеет сетью из 100 АЗС и 5 нефтебаз, за 2009 г. при выручке в 11.3 млрд. руб. получила 623 млн. руб. чистой прибыли, величина чистых активов компании составляет около 3.57 млрд. руб. По итогам трех месяцев 2010 г. компания получила 3.74 млрд. руб. выручки, 208 и 149 млн. руб. операционной и чистой прибыли.

**По решению ФАС Алтайнефтепродукту придется выплатить штраф в 27 млн. руб.** В 2010 г. арбитражный апелляционный суд оставил без удовлетворения жалобы Алтайнефтепродукта и компании Газпромнефть-Алтай, которые оспаривали решение Управления ФАС России по Алтайскому краю, признавшей их действия по повышению цен на бензин марок Аи-80 и Аи-92 в апреле-мае 2009 г. согласованными. В результате Алтайнефтепродукту придется выплатить штраф в 26.64 млн. руб.

#### **Инвестиционное заключение**

По нашему мнению, несмотря на низкую ликвидность акций и штрафы, наложенные на компанию со стороны ФАС, текущая капитализация в 258 млн. руб. (\$8.3 млн.) является чрезмерно низкой и не отражает фундаментальную стоимость Алтайнефтепродукта, имеющего 91 АЗС/АЗК, которые компания активно развивает. Позитивным моментом является и существенное улучшение финансовых результатов в последнее время.

Для определения индикативной справедливой цены акций мы использовали целевое значение EV/кол-во АЗС равное 13 млн. руб. Исходя из этого, справедливая капитализация компании составляет 764 млн. руб. (\$25 млн.), а справедливая цена одной обыкновенной акции \$0.30, а привилегированной – \$0.21 (используется 30-ти процентный дисконт к цене обыкновенных акций). Отметим, что при ценах на акции в \$0.30 и \$0.21 прогнозные значения EV/EBITDA и P/E 2010П выглядят вполне приемлемыми (4.72 и 10.38 соответственно).

В настоящее время потенциал роста и обыкновенных и привилегированных акций Алтайнефтепродукта до установленных нами целевых цен составляет 200% и мы рекомендуем их ПОКУПАТЬ. Отметим, что по мере улучшения финансовых показателей компании интерес инвесторов может сместиться в сторону привилегированных акций в силу их большей дивидендной доходности, что ранее произошло с другими акциями дочерних компаний Роснефти, занимающимися сбытом нефтепродуктов (Смоленскнефтепродукт, Кубаньнефтепродукт и др.).

## Контактная информация

### Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

[129@gazfin.ru](mailto:129@gazfin.ru)

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

[bulanov@gazfin.ru](mailto:bulanov@gazfin.ru)

Треjder

Николай Тюгаев

[128@gazfin.ru](mailto:128@gazfin.ru)

Треjder

Кирилл Вязовиченко

[127@gazfin.ru](mailto:127@gazfin.ru)

### Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб.	krgg	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
Коршуновский 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.