

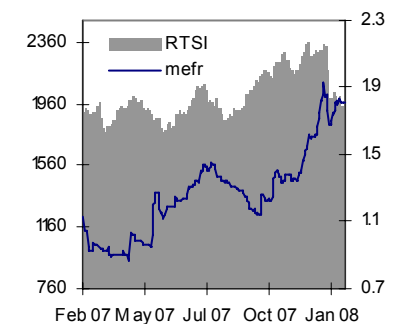
13 февраля 2008 г.

Equity Research

Конкуренция угрожает стоимости

| | |
|------------|-----------|
| Ticker | MEFR |
| Price | \$1.82 |
| Fair value | \$1.51 |
| Upside | -17% |
| Recom. | продавать |

| | |
|-----------------|-----------|
| 52 w max | \$1.83 |
| 53 w min | \$0.85 |
| Market Cap | \$594 млн |
| Free-float | 14.5% |
| P/E 2007 | 8.9 |
| EV/S 2007 | 1.8 |
| EV/EBITDA 2007 | 5.3 |
| P/BV 2007 | 2.2 |
| Div. yield, com | 0.4% |



Мы приступаем к анализу деятельности **Метафракса** – крупного производителя метанола и его производных. Согласно нашей оценке, полученной с помощью метода дисконтированных денежных потоков, справедливая стоимость **Метафракса** составляет **\$1.51** в расчете на одну обыкновенную акцию, что на **17%** ниже текущих рыночных котировок. Мы рекомендуем **продавать** акции компании.

В ближайшие годы значительно возрастут затраты Метафракса, связанные с покупкой сырья – природного газа. В 2008 году стоимость голубого топлива выросла на 25%. Как ожидается, к 2011 году природный газ повысится в цене еще на 108%.

По прогнозам ведущих мировых консалтинговых фирм, рынку метанола угрожает значительное снижение цен. Как ожидается, средняя цена на метанол упадет с \$444 за тонну, среднего уровня в 2007 году, до \$229-299 к 2012 году. Привлеченные высокими ценами страны Ближнего Востока планируют ввести в строй крупные мощности по производству метанола, что может привести к затовариванию рынка, сокращению загрузки предприятий и снижению цен.

Результаты деятельности Метафракса в 2007 году свидетельствуют о расширении спреда между мировыми ценами на метанол и ценами, по которым метанол реализуется предприятием. Выручка компании растет, но недостаточно высокими темпами. Метафракс не смог в полной мере воспользоваться прекрасной конъюнктурой, установившейся на рынке метанола во 2007 году. Недостаточно высокая выручка может сигнализировать о проблемах с доставкой, дистрибуцией и сбытом продукции либо о трансфертном ценообразовании.

Попытки Метафракса наладить выпуск продукции с более высокой добавленной стоимостью пока приносят неоднозначные результаты. Рентабельность дочерних и зависимых предприятий Метафракса, использующих метанол в качестве сырья, пока невелика. Остается неясно, смогут ли новые производства компенсировать ожидаемое снижение прибыли Метафракса от выпуска основного продукта – метанола.

По сравнительным коэффициентам компания стоит дороже, чем ближайшие аналоги – российские производители азотных удобрений. На Западе ситуация обратная: один из крупнейших производителей метанола, компания Methanex, торгуется с крупными дисконтами к ведущим производителям азотных удобрений.

Из положительных моментов можно отметить, что в будущем динамика стоимости метанола может оказаться более обнадеживающей, если практика использования его в качестве сырья для производства топлива получит большее распространение. В частности, по прогнозам компании Methanex, объем метанола, направляемого на эти цели в ближайшие годы, может резко возрасти. Наибольшие надежды Methanex связывает с диметиловым эфиром, продуктом метанола, аналогичным по своим характеристикам сжиженному нефтяному газу.

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

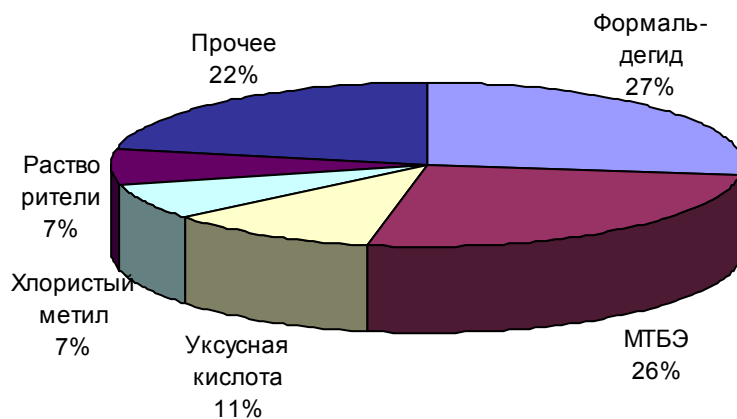
+7 (495) 785 5336

Рынок метанола

Мировой рынок метанола

Метанол – вещество, используемое в качестве сырья во многих химических производственных процессах. Из него получают формальдегид, из которого, в свою очередь, вырабатывают различные смолы и полимеры. Метанол также задействован в производстве уксусной кислоты и лаков. Важной областью его применения является его использование в качестве добавки к бензинам и сырья для производства биодизеля.

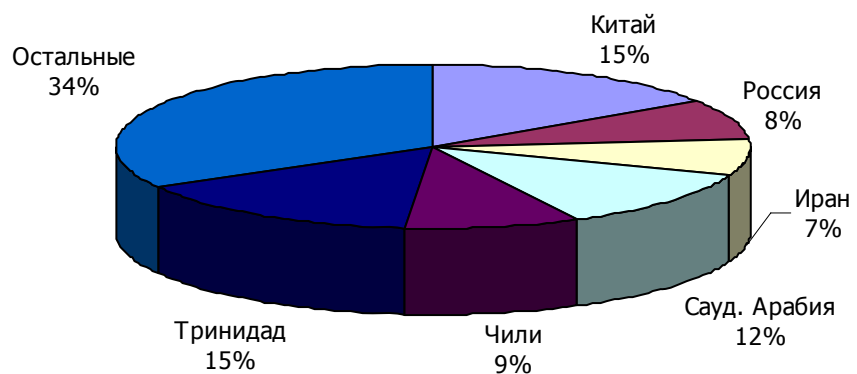
Направления использования метанола



Источник: Metcall LLC

Крупнейшими производителями метанола в мире являются Саудовская Аравия, Россия, Иран, Тринидад, Чили и Китай. Во всех странах, кроме Китая, в качестве сырья для него выступает природный газ. В последние годы выпуск метанола интенсивно наращивают государства Ближнего Востока, располагающие значительными запасами природного газа. Ввиду высокой стоимости природного газа в США и Западной Европе закрываются мощности по выпуску метанола, в то время как Оман, Саудовская Аравия, Малайзия, Иран и другие страны с низкой стоимостью газа объявляют о запуске все новых метанольных производств.

Распределение мировых мощностей по производству метанола



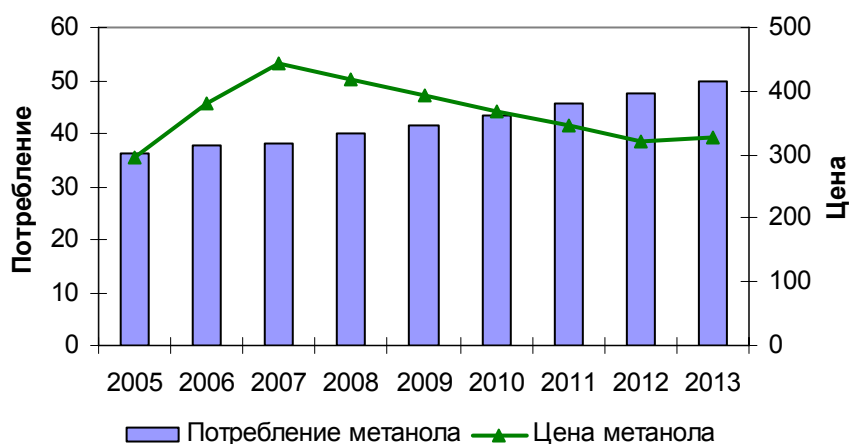
Источник: Methanol Institute, данные на конец 2006 г.

Как ожидается, в среднесрочной перспективе потребление метанола в мире существенно увеличится. В частности, по прогнозам авторитетной консалтинговой компании SMAI, рост его потребления будет расти до 2012 года средними темпами 4.5% в год. Спрос на данное вещество подпитывается общим ростом химической

промышленности и производства мебели. Кроме того, весьма перспективным представляется использование метанола в качестве добавки к бензинам и сырья для производства биодизеля. Выпуск биодизеля будет расти быстрыми темпами в среднесрочной перспективе, формируя дополнительный спрос на рынке метанола. К тому же производные метанола считаются экологически чистыми видами топлива, что приобретает в последнее время все большее значение в свете активизирующейся борьбы за охрану окружающей среды.

С другой стороны, высокие цены на метанол привлекли в отрасль новых игроков, объявивших о запуске ряда крупных проектов. В результате их реализации предложение метанола должно значительно вырасти, что приведет к недогрузке мощностей и значительному падению цен на это сырье. В частности, согласно прогнозу CMAI, мировые цены на него упадут к 2012 году до \$229 за тонну, в то время как в 2007 году средняя стоимость метанола составила \$444. Другой авторитетный консультант, компания Jim Jordan & Associates, прогнозирует снижение цен до \$299. Отметим, что в нашей модели оценки стоимости Метафракса мы использовали более благоприятную для предприятия оценку стоимости метанола в будущем, а именно \$320 в 2012 году. Основанием для такой оценки служит наш прогноз повышения мировых цен на природный газ, динамика цен которого отражает с некоторым лагом траекторию стоимости нефти, а также резкий рост стоимости энергетического угля (используемого для производства метанола в Китае), произошедший в последние месяцы.

Прогнозы потребления метанола (млн т) и его цены (\$/т)



Источник: CMAI, Methanex, оценки БКС.

Из положительных моментов можно отметить, что в будущем динамика стоимости метанола может оказаться и не такой удручающей, если практика применения этого вещества в производстве компонентов топлива получит большее распространение. В частности, по прогнозам ведущего представителя метанольной индустрии, компании Methanex, объем метанола, направляемого на эти цели, в ближайшие годы может резко возрасти. Наибольшие надежды Methanex связывает с диметилловым эфиром (DME), продуктом метанола, аналогичным по своим характеристикам сжиженному нефтяному газу.

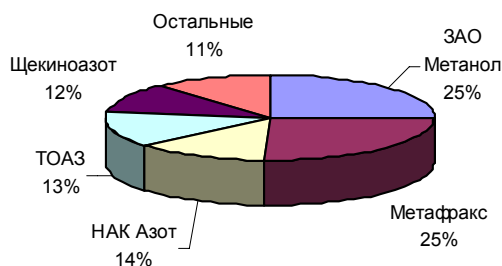
Отметим также, что мы не разделяем опасения относительно того, что средние по масштабу деятельности игроки на рынке метанола (к которым относится Метафракс) будут вытеснены с рынка более крупными заводами мощностью от полутора миллионов тонн, имеющими конкурентное преимущество за счет эффекта масштаба. В мире приблизительно 85% всего метанола выпускается предприятиями, годовая производительность которых составляет не больше 1 млн т. Уход с рынка хотя бы части из них приведет к повышению цены и увеличению рентабельности метанольного производства. Таким образом, значимость эффекта масштаба при оценке перспектив предприятия не следует преувеличивать.

Производство метанола в России

Россия занимает пятое место в мире по производству метанола. В 2006 году отечественные предприятия выпустили 3.16 млн т этого продукта, из которых 1.61 млн т было направлено на внутренний рынок. Внутреннее потребление постепенно растет, по прогнозам консультационной компании Креон, к 2010 году оно достигнет 2.1 млн т.

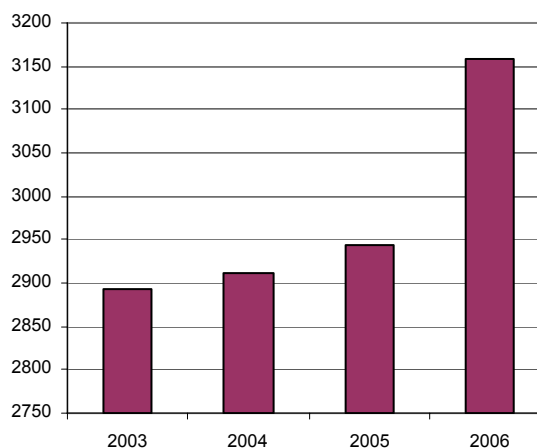
Крупнейшими представителями сектора в России являются Метафракс, ЗАО «Метанол», Тольяттиазот, НАК «Азот», Щекино Азот, Невинномысский азот и др. В последние годы многие российские предприятия активно наращивали производство метанола, привлеченные высокой отдачей на вложенный капитал. В частности, Тольяттиазот увеличил мощности по производству метанола на 122%, до 1 млн т в год.

Доли производителей метанола в России



Источник: СПАРК

Рост производства метанола в России



Источник: СПАРК

Основную угрозу для российской отрасли по производству метанола представляет грядущее повышение внутренних цен на природный газ. Согласно ранее озвученным планам правительства, внутренние цены на природный газ должны вырасти в 2008 году на 25%, в 2009 году – на 27%, в 2010 году – на 27%. Далее, как предполагается, цена природного газа будет установлена, исходя из принципа равной доходности поставок газа на внешний и внутренний рынки с учетом налогов и транспортных расходов. Мы считаем все же, что во избежание резкого скачка цен на внутреннем рынке регулирование какое-то время сохранится и после 2010 года. В нашей модели мы предполагаем, что в 2011 году цена газа составит для промышленных потребителей в России \$132, в 2012 году – \$169, далее средние темпы роста стоимости голубого топлива составят 2.5% в год.

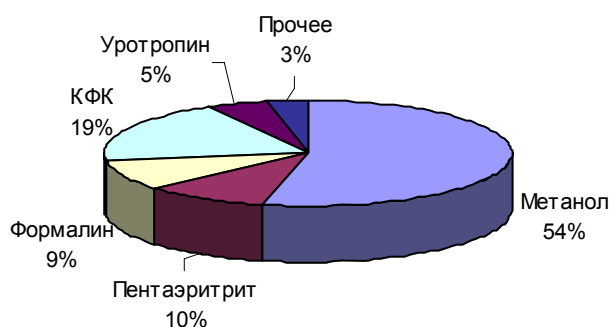
Таким образом, российским производителям метанола в будущем придется противостоять как снижению цен на свою продукцию на мировых рынках, так и повышению стоимости необходимого для ее производства сырья. Отметим также, что, по нашим прогнозам, укрепление реального курса российской валюты продолжится и в ближайшие годы, что окажет негативное влияние на конкурентоспособность ориентированного на экспорт российского бизнеса по производству метанола. В таких условиях остаться на плаву смогут лишь те компании, которые смогут установить жесткий контроль над затратами и наладить выпуск продукции с более высокой степенью добавленной стоимости.

Метафракс, описание компании

Общие сведения

Метафракс – один из крупнейших производителей метанола в России. В 2006 году компания выпустила 788 тыс. т метанола, что соответствует второму месту в российском рейтинге производителей данной продукции. Кроме метанола Метафракс выпускает также формалин, уротропин, пентаэритрит и прочую химическую продукцию, используя для этого в качестве сырья метанол собственного производства. В 2006 году предприятием было направлено на дальнейшую переработку 34% метанола собственного производства. Кроме того, определенная часть метанола была использована для дальнейшей обработки на дочерних и зависимых обществах Метафракса.

Структура выручки Метафракса в 2006 году



Источник: данные компании

Компания в последние годы демонстрирует рост операционных показателей. В 2007 году выпуск метанола увеличился по отношению к 2004 году на 37%. Выпуск формалина за тот же период вырос на 24%, КФК – на 206%.

Динамика производственных показателей Метафракса, тыс. т

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Метанол | 772.2 | 896.5 | 700.0 | 838.8 | 788.0 | 958.9 |
| Пентаэритрит | 10.5 | 10.7 | 11.0 | 12.3 | 16.3 | 18.5 |
| Формалин | 231.5 | 243.7 | 226.3 | 199.6 | 224.0 | 281.4 |
| КФК | н.д. | н.д. | 64.1 | 147.9 | 180.0 | 196.4 |
| Уротропин | н.д. | н.д. | 15.7 | 15.6 | 16.0 | 15.3 |

Источник: данные компании, оценка БКС

Метафракс отправляет на экспорт 40-50% своей продукции. Основными направлениями экспорта метанола являются рынки Западной Европы, США и стран Восточной Азии. Уротропин отгружается потребителям из Китая, Тайланда, Испании и Голландии.

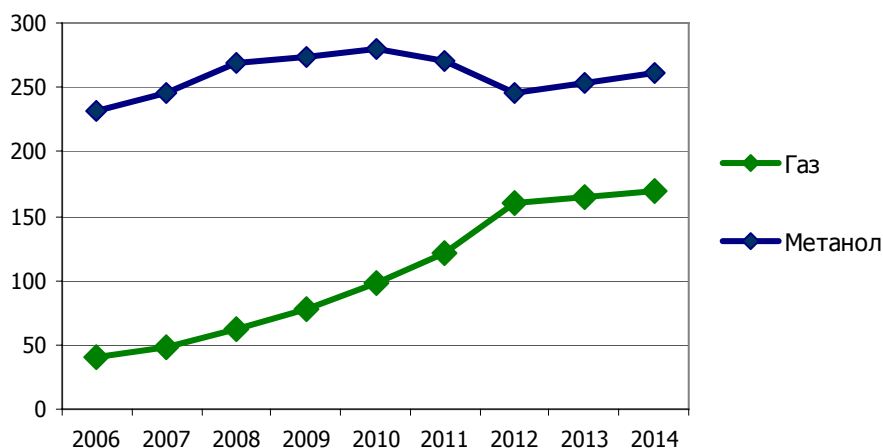
Сырье

Сырьем для производства метанола является природный газ, поставляемый Метафраксу Газпромом. У Метафракса заключен с газовой монополией договор, согласно которому последний продает предприятию около 600 тыс. куб. м газа в год по регулируемой цене. Данного количества газа не хватает для полного обеспечения потребностей Метафракса, и он вынуждено покупать дополнительные объемы газа по повышенной цене. В ноябре 2007 года произошел конфликт: Метафракс не был допущен к торгам газом на электронной площадке. В дальнейшем, однако, эта проблема была решена, и компания заключила договоры с Газпромом на поставку необходимого ей объема голубого топлива. Тем не менее стоимость газа по этим договорам выше регулируемой цены.

Газпром не заинтересован поставлять газ на внутренний рынок по регулируемым расценкам. Можно предположить, что газовая монополия станет предпринимать усилия к тому, чтобы заставить своих потребителей, и в частности Метафракс,

постепенно снижать долю газа, получаемого по регулируемой цене, и покупать большие объемы горючего по более высоким договорным ценам.

Прогноз стоимости газа (\$/тыс. куб. м) и средней цены реализации метанола (\$/т) Метафраксом



Источник: ФСТ, МЭРТ, данные Метафракса, оценки БКС

В результате затраты Метафракса, связанные с покупкой газа, в ближайшие годы будут увеличиваться несколько более высокими темпами, чем внутрироссийские цены на это топливо. Отметим, что цены на газ на свободном рынке быстро растут. На последних электронных торгах, состоявшихся 12 февраля 2008 года, стоимость газа для потребителей составила в среднем уже 3364 руб./тыс. куб. м, что на 111% выше среднего уровня регулируемых цен. Расходы Метафракса на природный газ, по нашим оценкам, достигли в 2007 году \$49 млн, что составляет 25% от себестоимости продукции. В 2012 году, по нашим прогнозам, расходы Метафракса на природный газ составят уже \$137 млн, и на их долю будет приходиться уже 40% всех затрат.

Другим важным видом используемого сырья является карбамид, используемый предприятием для производства карбамидо-формальдегидного концентрата (КФК), сравнительно удобного в транспортировке сырья, применяемого в производстве смол. Карбамид Метафракс закупает в основном у предприятий-производителей азотных удобрений, расположенных в Пермском крае: Минеральных удобрений (г. Пермь) и Азота (г. Березники). В 2007 году стоимость карбамида на мировых рынках увеличилась приблизительно на 40%. Внутренняя цена карбамида также значительно выросла, и это заставило Метафракс задуматься над собственным производством данного сырья.

Дочерние предприятия

Бизнес Метафракса представлен не только деятельностью самой компании. Метафракс развивается также посредством своих дочерних и зависимых структур. Крупнейшей такой организацией является Карболит – расположенное в Московской области предприятие, выпускающее синтетические смолы и пластмассы, а также изделия на их основе. Метафракс приобрел 82% в уставном капитале Карболита в июне 2007 года за 595 млн руб. у компаний, близких к акционерам предприятия.

Дочерние и зависимые общества Метафракса

| Актив | Доля в капитале | Выручка в 2006 г., \$ млн | Чистая прибыль / убыток в 2006 г. | Рентабельность по чистой прибыли |
|-----------|-----------------|---------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| Карболит | 82.99% | 62.6 | 2.3 | 3.7% |
| Метадинеа | 50% | 47.7 | -0.7 | -1.5% |
| Меакир | 68.6% | 6.4 | 0.8 | 12.0% |

Источник: СПАРК, данные компаний

**Модернизация
предприятия**

Значимой инвестицией является вклад Метафракса в компанию Метадинеа – совместное предприятие с финской компанией Dupnea Chemicals Oy. Метадинеа выпускает смолы и облицовочные покрытия, используемые в деревообрабатывающей промышленности. У Метафракса имеется также непрофильная инвестиция – расположенный в г. Березники завод Меакир, производящий облицовочный кирпич.

Отметим, что Меакир – единственное из дочерних/зависимых обществ Метафракса, характеризующееся неплохой рентабельностью. Остальные предприятия, профилем которых является как раз выработка химической продукции и углубленная переработка метанола, пока нельзя назвать высокорентабельными. Компания Метадинеа в 2006 году вообще зафиксировала убыток, прибыли Карболита в 2006 году оказались весьма умеренными.

В 2006 году Метафракс расширил мощности по выпуску своего основного продукта – метанола. В 2006 году с участием американских и западноевропейских специалистов была завершена реконструкция завода по производству метанола. Мощности по выпуску этого сырья были расширены на 20%, до 1 млн т в год. Модернизация производства позволила компании снизить удельные затраты природного газа и электроэнергии. Тем не менее дальнейшее увеличение выпуска метанола маловероятно: предприятие может столкнуться с нехваткой сырья – природного газа, поставляемого Газпромом.

Руководство Метафракса осознает угрожающие компании опасности и предпринимает усилия, направленные на снижение зависимости предприятия от стоимости природного газа. Для этого Метафракс увеличивает выпуск продукции высокой степени переработки. В частности, в 2006 году был введен в строй произведенный в Австрии агрегат по выпуску формалина мощностью 270 тыс. т в год. В этом же году компания Metadinea, СП Метафракса с финскими партнерами, ввела в строй установку по выпуску промышленных смол производительностью 30 тыс. т в год.

Из запланированных на будущее мероприятий по модернизации производства отметим реконструкцию производства уротропина с расширением мощности с 15 тыс. т до 20 тыс. т в год, предусматривающую инвестиции в размере 600 млн руб. На строительство новой установки по выпуску газообразного азота предполагается потратить 250 млн руб. Метафракс также собирается модернизировать производство пентаэритрита. Кроме того, компания рассматривает возможность увеличения производства смол на 200 тыс. т. Смолы предположительно будут использованы в качестве сырья на заводе по производству ДСП, который строит в Пермском крае компания Kronospan.

В планах Метафракса значатся также развитие логистических мощностей и общее сокращение издержек. Постепенно объем метанола, реализуемого компанией на рынке, будет снижаться, в то время как собственная переработка этого сырья будет расти.

Тем не менее углубление переработки сырья связано с определенными проблемами. Во-первых, продукция более высокого передела, произведенная Метафраком из метанола, может не найти спроса ни на внешнем, ни на внутреннем рынке. К тому же транспортировка некоторых видов подобной продукции (формалин) связана со значительными затратами, а качество продукции в пути ухудшается.

Во-вторых, российские технологии создания продуктов переработки метанола устарели. Для организации современного производства Метафракс привлекает западных партнеров в качестве учредителей совместных предприятий. Партнеры оказывают поддержку технологиями, но взамен Метафраксу приходится делиться с ними прибылью. На практике это будет означать, что Метафракс по-прежнему будет продавать метанол или сравнительно простые (формалин) продукты его переработки. Покупать же эту продукцию будут совместные предприятия, которые и получат значительную долю добавленной стоимости. Метафракс не сможет полностью консолидировать результаты работы этих предприятий в своей отчетности.

Метафракс также рассматривает возможность организации собственного производства необходимого ему сырья – карбамида. Внутророссийские цены на карбамид растут, и это оказывает давление на общие затраты Метафракса. Предприятие объявило о планах организации производства карбамида мощностью 600-650 тыс. т в год. Тем не менее мы полагаем, что компания вряд ли найдет в нужном количестве природный газ, который необходим для выработки карбамида.

Акционерный капитал

Мажоритарным акционером Метафракса, владеющим 52.05% акций, является компания Липанет Лимитед, зарегистрированная на Кипре. По сведениям СМИ, данная компания контролируется менеджментом Метафракса. Еще 33.46% находится в собственности компании Сибметакхим, созданной в свое время Сибур Холдингом и другими фирмами, контролируемые Газпромом.

По сведениям СМИ, группа контролирующих Метафракс акционеров заявила о своих намерениях приобрести пакет Сибметакхима и в дальнейшем провести публичное размещение акций Метафракса. Основанием для того, чтобы считать возможным выкуп акций Метафракса у Сибметакхима, стало заявление руководителей Сибура о планах продажи или обмена непрофильных активов.

В СМИ также появлялась информация о том, что пакет Метафракса, контролируемый Газпромом, может достаться неназванной группе иностранных акционеров. Если сделка состоится, это может привести к неоднозначным последствиям. Выход Газпрома из капитала Метафракса может способствовать росту затрат последнего на природный газ, поскольку в этом случае доля газа, покупаемого по ценам выше регулируемых, начнет увеличиваться более быстрыми темпами. С другой стороны, появление в составе предприятия новых миноритарных акционеров может положительно сказаться на корпоративном управлении и сбытовой политике Метафракса.

Если же мажоритарным акционерам Метафракса удастся выкупить пакет, контролируемый сейчас Газпромом, тогда вероятным становится проведение публичного размещения и всплеск спекулятивного интереса к рынку акций Метафракса. Но, перед тем как выйти на биржу, Метафракс должен будет провести ряд подготовительных мероприятий: опубликовать аудированную отчетность по международным стандартам за несколько лет, улучшить прозрачность бизнеса, ввести в совет директоров независимых лиц и т. д. Проведение всех этих мероприятий может потребовать значительного времени, обычно подобный процесс занимает до одного года. В любом случае Газпромом пока не принято решение о продаже пакета Метафракса, и по некоторым сведениям, в газовой монополии имеются противники подобного варианта развития событий.

В настоящее время акции Метафракса характеризуются невысоким уровнем ликвидности; объем бумаг в свободном обращении составляет 14.5%. Если компания все-таки выйдет на биржу, ситуация с ликвидностью акций изменится в лучшую сторону.

Финансовые результаты

Метафракс подготовил отчетность по МСФО за ряд лет, но пока она не предана гласности. Отчетность по российским стандартам учета за 2007 год также еще не опубликована, компания только озвучила свой прогноз годовой выручки и чистой прибыли. Наш прогноз показателей предприятия в 2007 году основан на отчетности Метафракса за три квартала 2007 года и озвученных цифрах из годовой отчетности. В 2007 году финансовые показатели Метафракса существенно улучшились. По отношению к аналогичному периоду прошлого года рост выручки составил 24%, показатель EBITDA увеличился на 34%, чистая прибыль поднялась на 48%.

Финансовые показатели Метафракса

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007П | Рост к 2006 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Выручка | 137 | 191 | 231 | 286 | 23.8% |
| Операционные затраты | -102 | -135 | -167 | -197 | 18.1% |
| Операционная прибыль | 35 | 56 | 64 | 89 | 38.9% |
| ЕБИТДА | 40 | 64 | 74 | 99 | 34.0% |
| Чистая прибыль | 24 | 36 | 45 | 67 | 48.1% |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 28.9% | 33.3% | 32.2% | 34.7% | 2.5% |
| Рентабельность по ч. прибыли | 17.5% | 18.6% | 19.6% | 23.3% | 3.7% |

Источник: данные компании, прогноз БКС

Чтобы оставаться прибыльной компанией в обстановке постоянного роста затрат на природный газ, Метафраксу придется прилагать значительные усилия для контроля над всеми остальными видами издержек. В целом предприятию пока удается сдерживать рост издержек. Несмотря на высокую инфляцию в 2007 году и укрепление рубля, рост затрат в 2007 году оказался несколько ниже роста производства. Операционные затраты предприятия увеличились на 18%, в то время как выпуск продукции в сопоставимых ценах повысился в 2007 году на 21%. Основной вклад в увеличение себестоимости внес рост издержек на природный газ, что было связано с наращиванием производства метанола и повышением цен на голубое топливо. Однако отметим, что тарифы на природный газ выросли в 2007 году в рублевом выражении не очень сильно – на 15%. В ближайшие годы голубое топливо будет дорожать быстрее. В частности, в 2008 году тариф увеличился на 25%.

Из негативных моментов отметим, что показатели работы компании оказались хуже тех цифр, которые можно было бы ожидать, основываясь на данных о мировой цене метанола в указанный промежуток времени. В 2007 году средняя цена реализации метанола крупнейшими мировыми производителями составила \$444 за тонну, превысив уровень 2006 года на 17%. В то же время отпускная цена метанола у компании Метафракс увеличилась, по нашим оценкам, всего на 4% и составила \$240. Сравнительно невысокая стоимость метанола, реализуемого предприятием, может свидетельствовать о проблемах с доставкой, хранением и сбытом продукции либо об использовании трансфертного ценообразования.

Отметим, что если мажоритарные акционеры Метафракса действительно используют трансфертное ценообразование, то опубликование консолидированной отчетности вряд ли поможет устранить проблему с искажением результатов деятельности. В списке дочерних компаний Метафракса, представленном в квартальном отчете эмитента, крупных дилеров не содержится. Следовательно, выручка таких дилеров консолидирована Метафраксом быть не может.

Оценка компании**Сравнительный анализ**

При оценке Метафракса сравнительным методом ключевым вопросом является правильный выбор предприятий-аналогов. На первый взгляд может показаться, что в качестве аналогов Метафракса можно использовать производителей азотных удобрений, ведь предприятия, вырабатывающие азотные удобрения, как и производители метанола, задействуют природный газ в качестве основного сырья.

Тем не менее заметим, что на Западе рынок оценивает перспективы метанольного бизнеса хуже перспектив бизнеса по выпуску азотных удобрений. Как видно из приведенной ниже таблицы, крупнейший производитель метанола, канадская компания Methanex торгуется со значительными дисконтами к производителям азотных продуктов из развитых стран.

| | EV/Sales 2007 | EV/EBITDA 2007 | P/E 2007 |
|--|------------------|-------------------|-------------|
| <i>Производители азотных удобрений</i> | | | |
| AGRIUM INC | 1.7 | 11.8 | 23.4 |
| TERRA INDUSTRIES INC | 1.6 | 7.0 | 19.9 |
| CF INDUSTRIES HOLDINGS INC | 1.9 | 7.8 | 16.5 |
| YARA INTERNATIONAL ASA | 1.6 | 10.6 | 38.8 |
| Взвешенное среднее | 1.7 | 9.7 | 24.8 |
| METHANEX | 1.1 | 3.8 | 6.5 |
| <i>Дисконт к группе</i> | -35.2% | -61.1% | -73.9% |

Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки БКС

Рынок метанола отличается от рынка минеральных удобрений, и перспективы у двух этих рынков неодинаковы. Производители удобрений функционируют в обстановке высокого спроса на их продукцию, поддерживаемого ростом потребления в развивающихся странах и быстро растущей индустрией биотоплива. В среднесрочной перспективе на рынке азотных удобрений не ожидается избытка предложения, который мог бы привести к снижению цен и, как следствие, к падению выручки и прибыли данных компаний.

В отличие от рынка азотных удобрений, рынок метанола стоит перед опасностью перепроизводства. По прогнозам ведущих консалтинговых компаний, в ближайшие четыре года на него выйдет ряд новых игроков. Ввод в эксплуатацию новых метанольных производств, как ожидается, приведет к снижению загрузки предприятий и падению рыночной стоимости метанола в мире.

| | EV/Sales 2007 | EV/EBITDA 2007 | P/E 2007 |
|--|------------------|-------------------|-------------|
| <i>Производители азотных удобрений</i> | | | |
| Акрон | 0.8 | 3.3 | 6.8 |
| Азот (г. Березники) | 1.2 | 3.3 | 4.7 |
| Азот (г. Череповец) | 2.5 | 7.5 | 11.1 |
| Дорогобуж | 0.9 | 3.8 | 16.6 |
| Азот (г. Кемерово) | 1.5 | 13.4 | 22.2 |
| Куйбышевазот | 1.2 | 6.2 | 8.3 |
| Минудобрения (г. Пермь) | 1.8 | 4.3 | 6.1 |
| Тольяттиазот | 2.1 | 5.3 | 8.6 |
| Взвешенное среднее | 1.3 | 4.9 | 8.4 |
| Метафракс | 1.8 | 5.3 | 8.9 |
| <i>Премия к группе</i> | 35.9% | 6.8% | 6.6% |

Источник: данные компаний, РТС, оценки БКС

В России, в отличие от Запада, отношение инвесторов к метанольному бизнесу пока весьма положительно. Как видно из вышеприведенной таблицы, Метафракс торгуется с премией по отношению к предприятиям-изготовителям азотных удобрений, что может свидетельствовать о завышенной стоимости акций производителя метанола.

Учитывая разницу в перспективах азотного и метанольного рынков, мы не стали рассматривать российских производителей азотных удобрений в качестве сопоставимых компаний при оценке Метафракса. Найти аналогов Метафракса среди производителей метанола также достаточно сложно: в России помимо него нет других публичных компаний, основным бизнесом которых являлся бы выпуск метанола. За границей такие компании имеются (Methanex), но им не угрожает резкий рост стоимости сырья в ближайшие годы. Таким образом, мы отошли от применения сравнительного анализа для оценки стоимости Метафракса.

Оценка компании по методу ДДП

Справедливая рыночная стоимость Метафракса складывается из:

- стоимости бизнеса самого предприятия;
- стоимости пакетов ценных бумаг в его собственности, а именно акций Карболита, Метадинеа и Меакира.

Стоимость бизнеса Метафракса мы оценили методом дисконтированных денежных потоков (ДДП), детали которого представлены ниже и в Приложении. Оценка пакетов ценных бумаг в собственности Метафракса была выведена с помощью сравнительного метода, основанного на сопоставлении рассматриваемых предприятий с их российскими и зарубежными аналогами. Результаты оценки приведены в следующей таблице:

| Актив | Стоимость доли, \$ млн |
|-----------|---------------------------|
| Карболит | 41.5 |
| Метадинеа | 23.0 |
| Меакир | 7.9 |

Предположения модели

Метафракс пока не сформулировал в деталях стратегию своего развития. Вероятно, в ближайшие годы прибыль предприятия останется на высоком уровне, но заявленные компанией проекты не смогут поглотить все оставшиеся в распоряжении предприятия денежные средства. В условиях избытка средств предприятие скорее предпочтет погасить существующие кредиты и займы, чем наращивать объем заемного финансирования. Поэтому в нашей модели мы предполагаем процент долга в структуре капитала на нулевом уровне.

Учитывая невысокую ликвидность акций Метафракса, мы установили коэффициент beta равным 1.75. Безрисковая ставка для доллара США принята на уровне доходности десятилетних казначейских облигаций – 3.59%. Надбавка за риск на рынке акций составила 6.52%. Таким образом, стоимость акционерного капитала оказалась равной 15%. WACC также составил 15%.

В настоящее время в Пермском крае действует пониженная ставка налога на прибыль с предприятий: 20%. Мы полагаем, что сохранение исключительного положения Пермского края по отношению к другим субъектам федерации не может сохраняться долго. Предположение о сохранении 20-процентной ставки в неограниченном периоде времени представляется нам неконсервативным и чрезмерно оптимистичным, учитывая высокие доходы предприятий-изготовителей минеральных удобрений и цветных металлов, расположенных на территории края. В модели мы закладываем повышение с 2012 года налога на прибыль до 24% – ставки, действующей на большей части территории России.

Процент в постпрогнозном периоде принят на уровне 4.5%, что является функцией долгосрочных инфляционных ожиданий и роста объемов производства.

В нашей модели мы предполагаем постепенное снижение расхода природного газа на производство одной тонны метанола на 10% к 2012 года, что является весьма благоприятным для предприятия предположением.

Мы прогнозируем снижение мировых цен на метанол к 2012 году до \$320 за тонну. Отметим, что наше предположение более благоприятно для Метафракса, чем прогнозы ведущих мировых консалтинговых компаний, прогнозирующих снижение стоимости данного сырья до \$229-299 за тонну.

Другим предположением, которое также выглядит достаточно оптимистично, является снижение к 2012 году разницы между отпускной ценой метанола у Метафракса и мировыми ценами на метанол до \$74.5 за тонну, что вдвое меньше разницы в 2006 году.

Модель дисконтированных денежных потоков (ДДП)

| RAS, \$ млн | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Выручка | 338 | 362 | 389 | 401 | 392 | 422 | 436 |
| Опер. затраты до амортизации | -226 | -253 | -279 | -307 | -328 | -343 | -352 |
| ЕВИТДА | 112 | 108 | 110 | 94 | 64 | 79 | 84 |
| Амортизация | -11 | -13 | -15 | -17 | -19 | -19 | -20 |
| ЕВИТ | 101 | 96 | 95 | 77 | 45 | 59 | 65 |
| Капитальные затраты | -43 | -43 | -43 | -43 | -43 | -20 | -20 |
| Налоговые платежи | -20 | -19 | -19 | -18 | -11 | -14 | -16 |
| Изменения рабочего капитала | -14 | -7 | -8 | -4 | 2 | -9 | -4 |
| Амортизация | 11 | 13 | 15 | 17 | 19 | 19 | 20 |
| Ден. поток (FCFF) | 35 | 40 | 41 | 29 | 13 | 35 | 44 |
| Ставка дисконт-я | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Дисконтированный денежный поток | 35 | 35 | 31 | 19 | 7 | 18 | 19 |

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Безрисковая ставка (10-year bonds) | 3.59% |
| Премия за риск на развитых рынках | 4.79% |
| Премия за страновой риск | 1.73% |
| Beta (unlevered) | 1.75 |
| Стоимость собственного капитала | 15% |
| Прогнозное отношение долга/капитала | 0.00% |
| WACC | 15.00% |

Расчет справедливой стоимости компании

| | |
|---|---------|
| Постпрогнозный темп роста, \$ млн | 4.50% |
| Текущая стоимость ден. потоков в постпрогножном периоде, \$ млн | 191 |
| Сумма приведенных денежных потоков, \$ млн | 163 |
| Чистый долг в конце 2008 г., \$ млн | -88 |
| Стоимость акционерного капитала компании по методу ДДП, \$ млн | 354 |
| Стоимость дополнительных активов, \$ млн | 51 |
| Итоговая стоимость акционерного капитала, \$ млн | 493 |
| Акции выпущено, млн | 326.137 |
| Справедливая стоимость одной акции на конец 2008 г., \$ | 1.51 |

Выводы

Таким образом, справедливая стоимость акций Метафракса, учитывающая инвестиции в дочерние предприятия, составила **\$1.51** на обыкновенную акцию на конец 2008 года. Выведенная нами справедливая цена ниже текущих котировок на 17%, и мы рекомендуем **продавать** акции компании.

Чувствительность оценки к долгосрочным темпам роста и ставке WACC представлена в нижеследующей таблице, из которой видно, что наша оценка достаточно устойчива по отношению к небольшим изменениям указанных параметров.

| | | WACC | | | | |
|-----------------------------------|------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 13.0% | 14.0% | 15.0% | 16.0% | 17.0% |
| Постпрогно- зный Темп роста | 2.5% | 1.59 | 1.49 | 1.41 | 1.34 | 1.28 |
| | 3.5% | 1.66 | 1.55 | 1.46 | 1.38 | 1.31 |
| | 4.5% | 1.75 | 1.62 | 1.51 | 1.42 | 1.35 |
| | 5.5% | 1.87 | 1.71 | 1.58 | 1.48 | 1.39 |
| | 6.5% | 2.02 | 1.82 | 1.66 | 1.54 | 1.44 |

Приложение

| Баланс, \$ млн | 2006.00 | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Денежные средства и эквиваленты | 12 | 30 | 58 | 92 | 127 | 150 | 157 | 187 | 226 |
| Краткосрочные финансовые вложения | 4 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| Запасы | 20 | 20 | 24 | 26 | 29 | 32 | 34 | 36 | 37 |
| Дебиторская задолженность | 100 | 78 | 93 | 99 | 107 | 110 | 107 | 116 | 120 |
| Налоги к возмещению | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прочие оборотные активы | 0 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| Текущие активы | 141 | 171 | 216 | 260 | 305 | 334 | 341 | 381 | 424 |
| Основные средства | 117 | 118 | 125 | 148 | 169 | 189 | 207 | 208 | 208 |
| Нематериальные активы и гудвилл | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Долгосрочные фин. вложения | 10 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| Незавершенное строительство | 6 | 12 | 39 | 46 | 53 | 59 | 64 | 65 | 65 |
| Отложенные налоговые активы | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Внеоборотные активы | 136 | 174 | 208 | 238 | 265 | 291 | 315 | 316 | 317 |
| Активы всего | 276 | 345 | 425 | 497 | 570 | 625 | 656 | 697 | 741 |
| Краткосрочная задолженность | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Кредиторская задолженность | 14 | 15 | 19 | 21 | 23 | 26 | 27 | 29 | 29 |
| Налоги к уплате | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прочие текущие обязательства | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Краткосрочные обязательства | 14 | 16 | 20 | 22 | 24 | 27 | 29 | 30 | 31 |
| Долгосрочные займы | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Отложенные налоговые обязательства | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Долгосрочные обязательства | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Итого обязательства | 17 | 19 | 23 | 25 | 28 | 30 | 32 | 33 | 34 |
| Акционерный капитал | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Резервный капитал | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Добавочный капитал | 54 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| Retained earnings | 182 | 242 | 318 | 389 | 459 | 512 | 541 | 580 | 624 |
| Капитал и резервы | 259 | 326 | 402 | 472 | 542 | 595 | 624 | 664 | 707 |
| Итого собственный капитал и обязательства | 276 | 345 | 425 | 497 | 570 | 625 | 656 | 697 | 741 |

| Отчет о прибылях и убытках, \$ млн | 2006 | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Выручка | 231 | 286 | 338 | 362 | 389 | 401 | 392 | 422 | 436 |
| Сырье и материалы (кроме газа) | -22 | -21 | -25 | -26 | -28 | -29 | -29 | -31 | -32 |
| Сырье (прир. газ) | -34 | -49 | -62 | -78 | -91 | -113 | -137 | -140 | -144 |
| Услуги | -25 | -30 | -35 | -37 | -40 | -40 | -39 | -42 | -42 |
| Топливо | -20 | -23 | -27 | -29 | -31 | -31 | -30 | -32 | -33 |
| Энергия | -9 | -10 | -15 | -18 | -20 | -23 | -23 | -26 | -26 |
| Заработная плата | -16 | -18 | -20 | -21 | -21 | -21 | -21 | -22 | -22 |
| Налоги на заработную плату | -4 | -4 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| Амортизация | -10 | -10 | -11 | -13 | -15 | -17 | -19 | -19 | -20 |
| Общие и административные расходы | -27 | -31 | -37 | -40 | -43 | -44 | -43 | -46 | -48 |
| Затраты | -167 | -197 | -237 | -266 | -294 | -324 | -346 | -363 | -371 |
| Операционная прибыль | 64 | 89 | 101 | 96 | 95 | 77 | 45 | 59 | 65 |
| ЕВИТДА | 74 | 99 | 112 | 108 | 110 | 94 | 64 | 79 | 84 |
| Процентные доходы (расходы) | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прочие неоперационные доходы (расходы) | -7 | -7 | -7 | -7 | -7 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| Прибыль до уплаты налогов | 57 | 83 | 94 | 88 | 88 | 69 | 38 | 52 | 57 |
| Налог на прибыль | -8 | -17 | -19 | -18 | -18 | -17 | -9 | -12 | -14 |
| Чистая прибыль | 45 | 67 | 75 | 70 | 70 | 53 | 29 | 39 | 44 |

Источник: данные компании, оценка БКС

| Отчет о движении ден. средств | 2006E | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Чистая прибыль | 45 | 67 | 75 | 70 | 70 | 53 | 29 | 39 | 44 |
| Неденежные статьи | 8 | 10 | 11 | 13 | 15 | 17 | 19 | 19 | 20 |
| Амортизация | 10 | 10 | 11 | 13 | 15 | 17 | 19 | 19 | 20 |
| Отложенные налоговые активы | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прочее | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Изменения рабочего капитала | -53 | 23 | -14 | -7 | -8 | -4 | 2 | -9 | -4 |
| Запасы | 0 | 1 | -4 | -3 | -3 | -3 | -2 | -2 | -1 |
| Дебиторская задолженность | -44 | 21 | -14 | -6 | -8 | -3 | 2 | -8 | -4 |
| Кредиторская задолженность | -10 | 1 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| Налоги к уплате | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Дивиденды | 0 | -5 | -7 | -8 | -7 | -7 | -5 | -3 | -4 |
| Прочее | 14 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Итого по операц. деятельности | 40 | 116 | 71 | 76 | 77 | 66 | 50 | 50 | 59 |
| Капвложения | -25 | -20 | -43 | -43 | -43 | -43 | -43 | -20 | -20 |
| Реализация основных средств | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Финансовые вложения | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Итого по инвестиционной деятельности | 0 | -20 | -43 | -43 | -43 | -43 | -43 | -20 | -20 |
| Чистые займы | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Итого по финансовой деятельности | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Чистый денежный поток | 40 | 96 | 29 | 34 | 35 | 23 | 7 | 30 | 39 |

Евгений Старцев

Директор департамента внебиржевых операций

estartsev@msk.bcs.ru

+7 495 785 7475

BCS Equity Research Team

Макс Шейн
Руководитель отдела
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msayno@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Светлана Малова
Ассистент
smalova@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skoziysyn@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Металлургия
azhdanova@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

BCS Equity Sales & Trading

Денис Новиков
Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Александр Микин
Трейдер
amikin@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Трейдер
agubanov@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Ринат Темербеков
Sales Trader
rlnat@bcs.ru

Ольга Карельская
ИО Начальника отдела
консультирования
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Андрей Бычин
Зам. начальника отдела
консультирования
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Антон Манаев
Консультант по инвестициям
amanaev@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
Консультант по инвестициям
akletskiy@msk.bcs.ru

Альберт Хусаинов
Старший консультант по инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Павел Васев
Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Евгений Тупикин
Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Настоящий материал был подготовлен аналитическим департаментом ООО «Компания Брокеркредитсервис» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания Брокеркредитсервис» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.