

Новомосковский Азот и Невинномысский Азот: что выкуп ЕвроХима нам готовит?

Фролов Михаил

В ближайшее время холдинг «ЕвроХим» может объявить о выкупе у миноритарных акционеров акций двух своих «дочек»: новомосковского «Азота» и «Невинномысского Азота». Хотя акции дочерних предприятий холдинга вскоре исчезнут с фондового рынка, инвесторам может представиться возможность заработать, если цены выкупа, определяемые независимым оценщиком, окажутся выше текущих рыночных цен, которые в свою очередь, по нашим оценкам, существенно ниже справедливых уровней. Данное развитие событий представляется нам вполне вероятным, так как «ЕвроХим», по нашему мнению, заинтересован в благосклонном отношении инвесторов к компании, однако мы не исключаем и обратный вариант, что делает данные инвестиции достаточно рискованными.

Холдинг «ЕвроХим» на встрече с аналитиками объявил о том, что во втором квартале текущего года намерен полностью консолидировать две свои «дочки», а именно новомосковский «Азот» и «Невинномысский Азот», в которых он владеет около 95% уставного капитала, что дает ему право принудительного выкупа. На наш взгляд, данное решение обусловлено желанием холдинга упростить структуру собственности перед публичным размещением акций, которое, впрочем, возможно не ранее следующего года.

В настоящий момент акции обеих компаний торгуются существенно ниже их справедливой стоимости из-за риска невысокой оценки предприятий независимым оценщиком, которая предопределяет низкую цену выкупа. Этот пессимизм вызван, прежде всего, предыдущей добровольной офертой «ЕвроХима».

В результате расчетов мы получили справедливую стоимость акций новомосковского «Азота» в размере \$1488 за акцию, что на 230% выше текущего рыночного курса, а «Невинномысского Азота» - в размере \$7,5 за акцию, что 212% выше текущего рыночного курса.

Добровольна оферта

Осенью 2007 года «ЕвроХим» выставил добровольную оферту на выкуп акций у миноритариев двух дочерних предприятий - «Невинномысского Азота» (РТС: neaz) и новомосковского «Азота» (РТС: nmaz). Цена выкупа акций «Невинномысского Азота» составляла 44,02 рубля за акцию (\$1,78), новомосковского «Азота» - 10,815 тыс. рублей (\$438). Предложенная цена выкупа оказалась на 11% ниже рыночных котировок для акций «Невинномысского Азота» и примерно на 3% для акций новомосковского «Азота» на тот момент. В то время «ЕвроХим» контролировал 94,99% акций в обеих компаниях. Таким образом, для обязательного выкупа оставшихся акций «ЕвроХиму» нужно было докупить лишь 0,01%.

Табл. 1. Текущая рыночная цена и цена добровольной оферты акций компаний

Компания	Цена добровольной оферты, \$	Текущая цена, \$
Новомосковский Азот	438	450
Невинномысский Азот	1,78	2,40

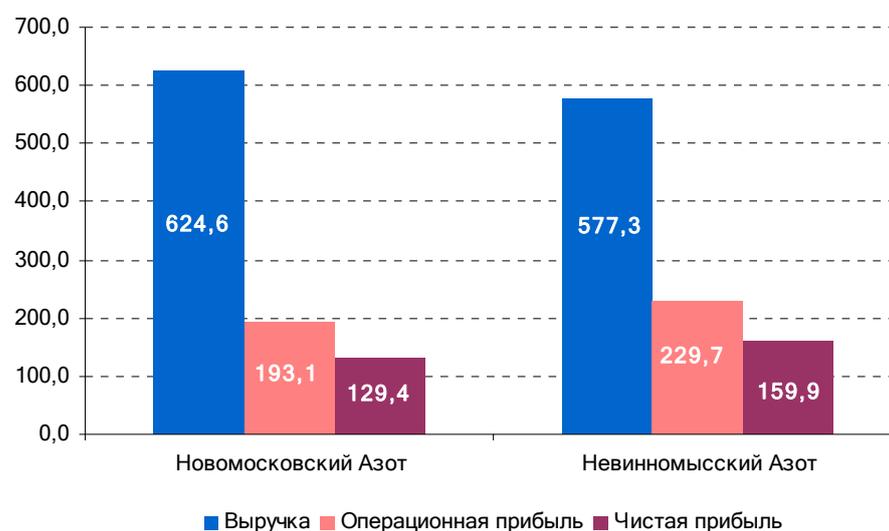
Источник: данные компаний, оценка ИК «Финам»

Именно угроза принудительного выкупа по объявленным ценам и является до настоящего времени основным сдерживающим фактором роста котировок акций обеих компаний. На фоне благоприятной конъюнктуры рынка минеральных удобрений практически все российские производители, чьи акции обращаются на бирже, значительно прибавили в капитализации. Однако это не коснулось акций «Невинномысского Азота» и новомосковского «Азота», так как инвесторы опасаются принудительного выкупа примерно по ценам добровольной оферты. Однако почему оценка не может измениться?

Справедливая оценка

По нашему мнению, исходя из прогнозных финансовых результатов предприятий по итогам 2007 года, их справедливая стоимость существенно выше текущих рыночных уровней. За счет благоприятной конъюнктуры мирового рынка минеральных удобрений, а также увеличения производственных показателей «Невинномысский Азот» и новомосковский «Азот» существенно улучшили свои финансовые показатели, которые явно не соответствуют текущей оценке компаний.

Рис. 1. Основные прогнозные финансовые показатели компаний за 2007 год, млн. \$



Источник: данные компаний, оценка ИК «Финам»

Для оценки справедливой стоимости компаний мы использовали метод сравнения с российскими заводами, занимающиеся выпуском минеральных удобрений, а также с иностранными компаниями-аналогами из развитых и развивающихся стран, специализирующиеся на выпуске удобрений.

Табл. 2. Рыночные коэффициенты компаний-аналогов

Компании	Мсар, \$млн.	P/E	P/S	EV/EBITDA	EV/S
<i>Развитые рынки</i>					
AGRIUM INC	12563,9	32,2	2,46	14,3	2,35
YARA INTERNATIONAL ASA	20205,7	20,6	1,97	16,7	2,13
TERRA INDUSTRIES INC	4151,7	16,1	1,77	7,3	1,71
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	8037,4	23,9	3,04	11,9	2,73
Среднее по аналогам развитых рынков		22,9	2,21	13,7	2,22
<i>Развивающиеся рынки</i>					
FAUJI FERTILIZER COMPANY LTD	1112,7	12,3	2,45	8,9	2,91
ENGRO CHEMICAL PAK LTD	1228,2	26,3	3,43	18,4	3,94
GUJARAT NARMADA VALLEY FERT	557,9	7,2	0,85	5,0	0,97
DEEPAK FERTILIZERS & PETRO	235,8	12,4	1,24	9,6	1,60
COROMANDEL FERTILISERS LTD	384,1	13,4	0,76	10,6	0,97
SICHUAN MEIFENG CHEM INDUS-A	985,9	22,5	3,45	-	3,64
HEBEI CANGZHOU DANHUA CO-A	800,6	54,3	4,16	11,7	4,81
LIUZHOU CHEMICAL INDUSTRY-A	602,3	31,3	3,35	-	4,19
Среднее по аналогам развивающихся рынков		17,4	2,09	10,0	2,44
<i>Российские компании</i>					
Акрон	4017,7	18,2	3,32	12,2	3,46
Дорогобуж	764,6	13,3	2,53	9,2	2,59
Тольяттиазот	1019,7	7,0	1,79	5,0	2,02
Березниковский Азот	394,7	6,2	1,42	4,5	1,40
Кемеровский Азот	255,0	19,9	0,96	11,7	1,41
Минудобрения, г.Пермь	392,0	8,2	2,33	5,8	2,34
Куйбышевазот	700,7	9,2	1,04	6,6	1,34
Среднее по российским компаниям		11,7	1,91	7,9	2,08
Новомосковский Азот	479,8	3,7	0,77	2,58	0,86
Невинномысский Азот	781,7	4,9	1,35	1,69	1,44

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты ИК «Финам»

Как видно из представленных данных, обе компании недооценены по всем мультипликаторам как относительно российских аналогов, так и иностранных.

В своей оценке мы основывались на трех основных показателях – EV/S, EV/EBITDA и P/E. В качестве базовой информации использовались данные о текущей рыночной капитализации компаний и фактические либо прогнозные финансовые результаты этих компаний за 2007 год.

Табл. 3. Распределение весов оценок, полученных по каждому из мультипликаторов в модели

Мультипликатор	Вес		
	Аналоги развитых стран	Аналоги развивающихся стран	Российские аналоги
EV/Sales	50%	30%	40%
EV/EBITDA	20%	50%	30%
P/E	30%	20%	30%

Источник: расчеты ИК «Финам»

Справедливым ценам, полученным по каждому из мультипликаторов, был присвоен индивидуальный вес при формировании промежуточных оценок по группам аналогов. Веса выбирались исходя из разброса значений рыночных коэффициентов компаний, по данным которых рассчитывается тот или иной мультипликатор: чем меньше разброс коэффициентов, тем больше вес мультипликатора.

Табл. 4. Распределение весов по группам аналогов в модели оценки компаний

Группа аналогов	Вес в итоговой оценке
Российские аналоги	40%
Аналоги развитых стран	30%
Аналоги развивающихся стран	30%

Источник: расчеты ИК «Финам»

В ходе расчетов справедливой стоимости акций компаний нами были получены три справедливых стоимости по различным группам аналогов. Оценке по каждой группе аналогов присваивался индивидуальный вес при формировании итоговой справедливой стоимости в зависимости от условий ведения бизнеса компаниями. Наибольший вес, 40%, в модели мы присваиваем оценке, полученной приравнивании с российскими аналогами с учетом высоких темпов развития отрасли в России, схожих условий ведения бизнеса, в том числе ввиду сохраняющегося дисконта по ценам на основное сырье в России по сравнению с зарубежными странами. Оставшаяся доля была распределена между группами аналогов развитых и развивающихся стран в одинаковой пропорции. Для цены, полученной при оценке по компаниям-аналогам развитых стран, был дополнительно применен дисконт в 20%, который учитывает страновые и отраслевые риски.

Табл. 5. Расчёт итоговой справедливой стоимости компаний

Компания	Российские аналоги		Развитые страны		Развивающиеся страны		Итоговая оценка Справедливая цена
	Справедливая цена	Вес	Справедливая цена	Вес	Справедливая цена	Вес	
Новомосковский Азот	1152	0,4	1644	0,3	1780	0,3	1488
Невинномысский Азот	5,91	0,4	7,87	0,3	9,26	0,3	7,50

Источник: расчеты ИК «Финам»

В результате расчетов мы получили справедливую стоимость акций новомосковского «Азота» в размере \$1488 за акцию, что на 230% выше текущего рыночного курса, а «Невинномысского Азота» - в размере \$7,5 за акцию, что 212% выше текущего рыночного курса.

Данная оценка не предполагает, что акции компаний в ближайшее время достигнут своих справедливых значений, однако она дает основание полагать, что цены новой оферты окажутся выше текущих рыночных цен.

Новая оферта – выше или ниже рынка?

Если цены выкупа окажутся выше текущих рыночных цен, то инвесторам представится неплохая возможность заработать. Данное развитие событий представляется нам вполне вероятным, так как предприятия существенно улучшили свое финансовое положение по итогам 2007 года, а «ЕвроХим», по нашему мнению, заинтересован в благосклонном отношении инвесторов к компании, которое может быть подорвано в случае чрезмерно заниженных цен выкупа. А это в свою очередь может негативно отразиться на будущем публичном размещении акций холдинга. Кроме того, в случае заниженных цен выкупа, миноритарные акционеры могут обратиться в суд, в котором холдингу будет достаточно сложно обосновать низкую оценку. Между тем, мы не исключаем и обратный вариант, при котором окончательные цены выкупа окажутся ниже рыночных, как это уже было при добровольной оферте, что делает данные инвестиции достаточно рискованными.

Аналитический Отдел

Бутов Александр
Butov@finam.ru
Руководитель отдела

Аналитики:

Сергиевский Владимир
Sergievskiy@finam.ru
Стратегии, Банки, Инфраструктура

Горев Денис
Gorev@finam.ru
Металлургия

Фильченков Сергей
Filchenkov@finam.ru
Потребительский сектор

Фролов Михаил
Frolov@finam.ru
Химия, Нефтехимия

Романов Константин
Romanov@finam.ru
Машиностроение

Рейли Константин
Reily@finam.ru
Электроэнергетика

Сулинов Алексей
Sulinov@finam.ru
Младший аналитик

Секенова Екатерина
Sekenova@finam.ru
Ассистент аналитика

Зиянгулова Айгюль
Ziyangulova@finam.ru
Ассистент аналитика

Инвестиционный Холдинг "Финам"

Справочно-консультационный центр
Оперативные ответы на все ваши вопросы по телефонам
+7 (495) 796-90-26,
+7 (495) 796-93-88, доб. 221
+7 (800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»
Серебренников Дмитрий
Ag@finam.ru
+7 (495) 604-84-34

Отдел международной торговли
Юдашкин Григорий
Yudashkin@finam.ru
+7 (495) 604-81-68, Факс: +7 (495) 604-81-07

Отдел по работе с институциональными инвесторами
Залко Александр
Zalko@finam.ru
+7 (495) 604-81-65

Служба по связям с общественностью и СМИ
Кочетков Владислав
Kochetkov@finam.ru
+7 (495) 604-82-36

Отдел pre-sales
Дюпин Алексей
alexnd@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 248

Управление по работе с регионами
Колоусов Денис
Kolousov@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 105

Любченко Кирилл
Ljubchenko@finam.ru
Переводчик

Татаринов Александр
Tatarinov@finam.ru
Переводчик

Зентнер Джереми
Zentner@finam.ru
Главный редактор

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.