

Март 2023

Викулов Максим
m.vikulov@lmsic.com

Тикер	UFOS	UFOSP
Текущая цена, руб.	150	150
Целевая цена, руб.	-	300
Потенциал роста, %	-	100%
Кол-во акций, шт.	97 768 681	15 164 750
Капитализация, руб.	16 940 014	650

Основные акционеры

Акционер	Доля УК, %
АО «ОНК»	67,53%
ПАО АНК «Башнефть»	19,04%
ООО «ШГП»	7,71%
ООО «ТГП»	0,77%
Free-float	4,95%

Финансовые показатели, млрд. руб

Показатели	2015	2019	2020	9м21
Выручка	32.3	29.6	22.7	27.9
ЕБИТДА	7.56	3.49	2.89	4.59
Чистая прибыль	6.18	3.17	2.43	3.44
P/E	2.74	5.35	6.98	
P/S	0.52	0.57	0.75	
P/BV	0.82	0.58	0.54	
EV/ЕБИТДА	0.85	4.66	5.87	
Дивиденды, руб. ао	77,00	0,00	0,00	
Дивиденды, руб. ап	77,00	0,10	0,10	

Уфаоргсинтез - производитель нефтехимической продукции (этилен, полиэтилен, пропилен, полипропилен и т.д.), который входит операционно и принадлежит юридически АНК Башнефть и, в конечном итоге НК Роснефть. Компания является внебиржевым аналогом Казаньоргсинтеза, как по номенклатуре выпускаемой продукции, так и по территориальному расположению (Республика Башкортостан).

На данный момент проходит реорганизация структуры Башнефти - АО «ОНК», владевшей 67,83% УК Уфаоргсинтеза, в форме присоединения к ООО «РН-РЕСУРС», напрямую контролируемой Роснефтью. Все обыкновенные акции Уфаоргсинтеза консолидированы по цене 95,2 руб. в 2014 году, во free-float находится только 36,85% привилегированных акций, что составляет 4,95% УК.

Привилегированные акции Уфаоргсинтеза представляют интерес исключительно с точки зрения возможных крупных дивидендных выплат. При старом бенефициаре компании, в лице АФК Системы, в 2016 году уже был выплачен крупный дивиденд в размере 77 руб. на обыкновенную/привилегированную акцию. После чего, все последующие годы дивиденд на привилегированную акцию составлял 0,1 руб., что соответствовало принятой дивидендной политике по Уставу - 10% номинальной стоимости на акцию. По обыкновенным акциям дивиденды за 2016-2021 гг. не выплачивались. По итогам 2021 года впервые не выплатили дивиденды и по привилегированным акциям.

Рыночная стоимость привилегированных акций Уфаоргсинтеза составляет ~150 руб., исходя из которых и сделаны расчеты текущих мультипликаторов. В случае реализации сценария с выплатой крупных дивидендов, целевой ценой для данных акций мы считаем уровень выше 300 руб. . Мультипликаторы в таком случае достигнут среднерыночных биржевых значений.

Размер нераспределенной прибыли в последней имеющейся отчетности - за 9 мес. 2021 года по РСБУ - составляет более 34 млрд. руб. или 303 руб. на акцию. По структуре денежных потоков, считаем возможным для компании выплатить в виде дивидендов 5-10 млрд. руб., что составит на акцию 44-88 руб. или 29-59% дивидендой доходности. Основным акционерам достанется ~95% от этой суммы, что повышает для них интерес к реализации такой выплаты.

Также стоит отметить, что Уфаоргсинтез по сути является госкомпанией, т.к. принадлежит государственной компании НК Роснефть. Если норма о выплате 50% чистой прибыли на дивиденды будет распространено на Уфаоргсинтез, акционеры смогут ежегодно получать ~13,3 руб. на акцию, исходя из прошлых и прогнозных показателей чистой прибыли. Владельцы привилегированных акций защищены нормой Устава о приравнивании дивидендов в привилегированных акциях к размеру дивидендов по обыкновенным акциям, то есть исключен вариант выплаты крупных дивидендов только по обыкновенным акциям, игнорируя интересы владельцев привилегированных акций. Чистый долг у компании равен нулю, а краткосрочные выданные займы в пользу материнской структуры, не учитываемые в расчетах чистого долга, составляют 4,6 млрд. руб., поэтому выплата дивидендов для Уфаоргсинтеза не обременительная процедура.

Уфаоргсинтез вдвое дешевле своего биржевого конкурента - Казаньоргсинтез по P/E, EV/EBITDA, а P/S и P/BV существенно ниже 1, против 2,3 и 2,6 у Казаньоргсинтеза. К тому же, Казаньоргсинтез сообщил, что за прошедший год получил рекордную чистую прибыль, не раскрыв точную ее величину, так что результаты Уфаоргсинтеза также могут порадовать владельцев акций, а потенциальная доходность может быть пересмотрена вверх.

Идея с акциями Уфаоргсинтеза имеют следующие риски и негативные моменты:

1. Срок реализации идеи по выплате дивидендов Уфаоргсинтеза не имеют временных рамок. Какую-то крупную выплату мы можем увидеть и в 2023 году, и в последующие годы. Более вероятным выплату крупных дивидендов в ближайшие годы делает текущая экономическая конъюнктура и потребность бенефициаров компании в получении денежных средств без встречных обязательств.
2. НК Роснефть традиционно использует трансфертное ценообразование в работе со своими дочерними структурами, а также «финансируется» за счет них, используя более долгосрочные расчеты по взаимным платежам и краткосрочные займы. На балансе Уфаоргсинтеза отражена дебиторская задолженность в размере 24 млрд. руб., а в период до 2020 года она не превышала 2-3 млрд. руб.
3. Уфаоргсинтеза, даже являясь ПАО, делает ограниченное раскрытие информации (отсутствует промежуточная отчетность, МСФО), правда, сейчас аналогичный уровень раскрытия встречается у многих биржевых эмитентов.

Контакты**Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
----------------------	------------------------	-----------------

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
----------------------	---------------------------	------------------------------------

Аналитический отдел	Викулов Максим Олегович Матюшин Даниил Викторович	8 812 329 19 99
---------------------	--	-----------------

Отдел торговых операций	Портянкин Владимир Александрович Андреев Андрей Николаевич	8 812 329 10 41 8 812 329 19 85
-------------------------	---	------------------------------------

Отдел клиентского сервиса

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
---------------------	---------------------------	-----------------

Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание		8 812 329 19 98
---	--	-----------------

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.