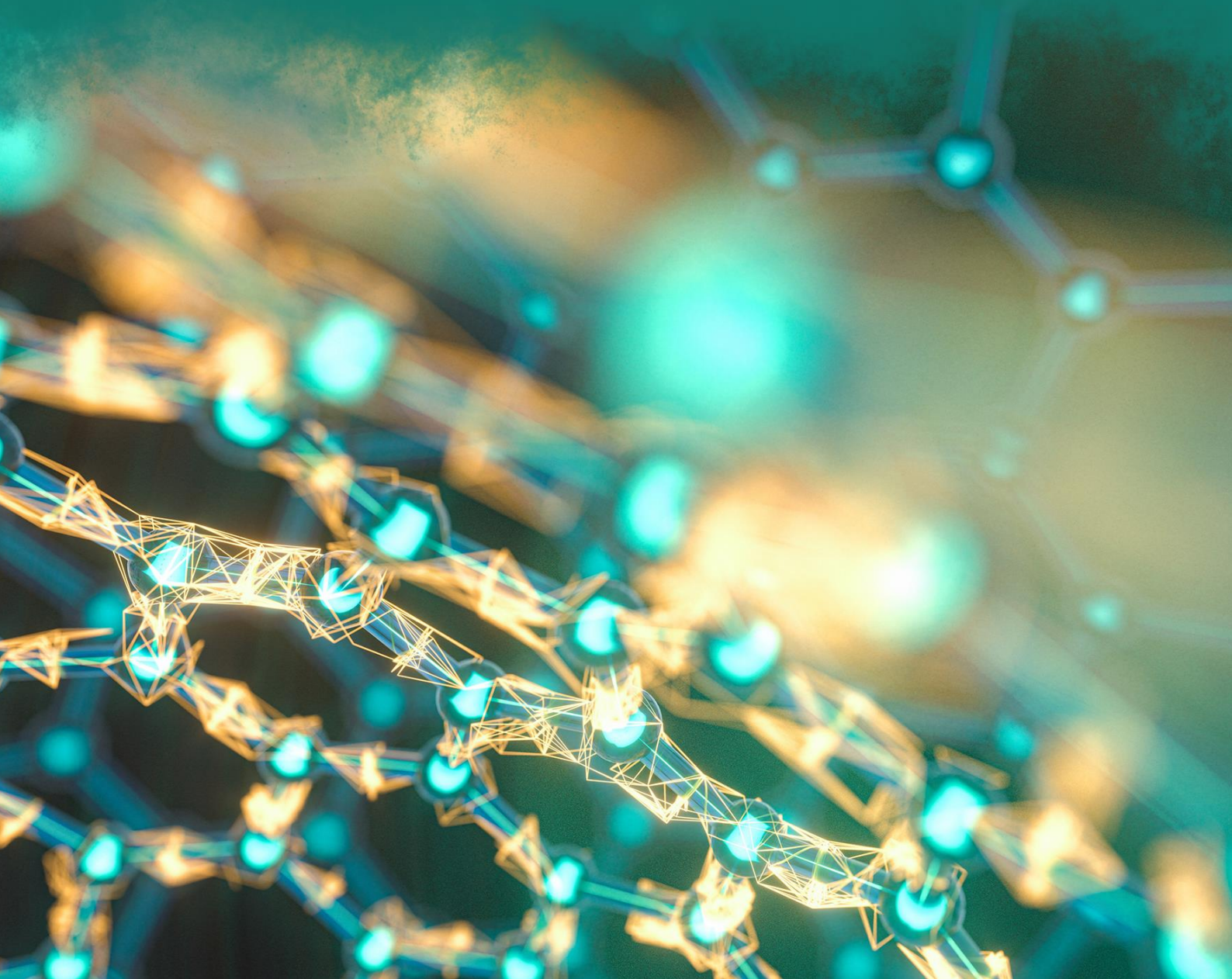


Казаньоргсинтез

Тише едешь – дальше будешь

3 АПРЕЛЯ 2024



Казаньоргсинтез

Казаньоргсинтез – крупный производитель полиэтилена и эксклюзивный производитель нескольких видов нефтехимической продукции в России. Основные производственные мощности расположены в Татарстане. Положение компании устойчивое, в состав акционеров входит влиятельный холдинг «СИБУР». Компания демонстрирует умеренные темпы роста, масштабного расширения производства в будущем не планируется.

- **Сектор ЖКХ обеспечит спрос на полиэтилен.** Ключевая продукция Казаньоргсинтеза будет востребована в России в ближайшие годы благодаря масштабной программе реновации ЖКХ, в ходе которой возрастет необходимость полиэтиленовых труб. Программа рассчитана на 2023–2027 годы. Также свою роль сыграет импортозамещение в автомобилестроении, производстве товаров повседневного спроса и медицине. Импортозамещение готовых изделий добавляет более 10% спроса к текущему потреблению полимеров.
- **Дивидендная доходность – более 8%.** У Казаньоргсинтеза довольно высокий уровень дивидендных выплат – держателям обыкновенных акций выплачивается не менее 70% чистой прибыли по МСФО. По итогам 2023 года дивидендная доходность по ним может превысить 8%, а по итогам 2024 года – достигнуть 6%.
- **Финансовые показатели компании стабильны.** В среднем за период с 2022 по 2029 годы EBITDA будет в районе 32 млрд руб., а рентабельность по этому показателю будет в ближайшие годы превышать 20%, что на 5 п.п. больше, чем у аналога – производителя нефтехимии малой капитализации Нижнекамскнефтехима, который также принадлежит СИБУРу. Свободный денежный поток в 2025–2029 годах будет в среднем за год составлять 25 млрд руб.
- **Отсутствие долга, но возможность его роста из-за инвестпроектов в будущем.** У компании сейчас нет долга. По нашим оценкам, в 2024 году CAPEX компании на новые проекты будет рекордный – 25 млрд руб., а в 2025 году – 11 млрд руб., которые будут финансироваться частично новым долгом. Почти половина пойдет на строительство завода по производству уникального нефтехимического продукта – гексена. Остальная часть будет направлена на модернизацию реактора «В», который позволит перерабатывать больше этилена. Влияние на EBITDA составит 7 млрд руб. в 2026 году.
- **Обыкновенные акции переоценены рынком.** По нашим расчетам, сейчас акции компании торгуются выше их фундаментальной стоимости. Однако потенциальных инвесторов может ожидать дивидендная доходность в ближайшие годы – на уровне 8%, что куда привлекательней, чем у Нижнекамскнефтехима, к которого она в пределах 1-2%.

Прогноз ключевых финансовых показателей Казаньоргсинтеза

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Выручка	101	120	100	138	145	159	165	169
ЕБИТДА	33	40	30	31	32	32	34	31
Рентабельность	32%	33%	30%	22%	22%	20%	20%	19%
Чистая прибыль	23	27	16	31	30	30	31	28
Свободный денежный поток	6	22	-1	11	19	23	31	28
Дивиденд*	9,7	9,1	9,1	6,2	12,0	11,7	11,7	12,2
Дивидендная доходность	12%	8%	8%	6%	11%	11%	11%	11%
EV/ЕБИТДА	5,0	3,3	6,4	6,2	6,1	6,0	5,8	6,2
P/E	7,4	5,4	12,2	6,3	6,5	6,5	6,2	6,9

* руб. на обыкновенную акцию

Источник: SberCIB

Основные мультипликаторы Казаньоргсинтеза и НКНХ

	EV/ЕБИТДА				P/E				Див. доходность			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Казаньоргсинтез	3,3	6,4	6,2	6,1	5,4	12,2	6,3	6,5	8%	8%	6%	11%
Нижекамскнефтехим	4,5	7,4	8,7	7,2	5,0	-	11,7	23,5	12%	1%	0%	1%

Источник: SberCIB

Сильные и слабые стороны

Преимущества Казаньоргсинтеза – это низкая зависимость от Европы в части экспорта, влиятельный акционер – СИБУР и отсутствие долгов. Однако, как и многие российские компании, Казаньоргсинтез был вынужден скорректировать сроки реализации по проектам, для которых привлекались зарубежные подрядчики.

Сильные стороны

- **Уникальное производство.** Казаньоргсинтез – один из крупнейших производителей полиэтилена в России. Некоторые нефтехимические продукты никто в России кроме Казаньоргсинтеза не производит. У компании эксклюзивное положение на рынке поликарбонатов, бисфенола А и сэвилена, использующихся для производства бутылок и контейнеров, кассовой ленты, крышек.
- **Налоговая льгота на переработку сырья.** У компании есть налоговая субсидия от государства на переработку этана и сжиженного углеродного газа. Она составляет около 7-8% от всех производственных затрат – примерно 7-10 млрд руб. в год. Это один из факторов роста маржинальности компании. Такие льготы предусмотрены для нефтехимических предприятий, которые инвестируют в рост производства. Хотя программа инвестиций Казаньоргсинтеза на ближайшие годы не слишком масштабна, льгота доступна компании как «дочке» СИБУРа, который [подписал](#) инвестиционное соглашение с Минэнерго на вклад в развитие производства объемом почти 400 млрд руб., которые в том числе будут направлены на развитие ЗапСибНефтехима и Нижнекамскнефтехима.
- **Низкая доля экспорта в Европу.** Экспорт Казаньоргсинтеза составляет 20%, из которых только половина приходилась на Европу, согласно последним данным от 2018 года. Поэтому санкции Евросоюза на ввоз российской нефтехимической продукции не сильно скажутся на компании. К тому же у Казаньоргсинтеза есть деловые связи с дружественными России странами (Алжиром, Марокко, Вьетнамом), куда компания могла бы перенаправить «европейские» потоки.
- **Влиятельный акционер – СИБУР.** С 2021 года владельцем 64% акций Казаньоргсинтеза стал СИБУР в результате сделки по обмену с ТАИФом. СИБУР обеспечивает Казаньоргсинтезу более сильную переговорную позицию с поставщиками сырья, гармонизирует маркетинг и ценообразование, что делает продажи продукции более эффективными. Кроме того, у СИБУРа более совершенная корпоративная культура, что дает Казаньоргсинтезу рост зарплат, повышение производительности труда и сокращение числа сотрудников.
- **Отсутствие долга.** Компания в 2017 году досрочно погасила кредит Сбера на 35 млрд руб., выданный еще в 2009 году, когда компания была в непростом финансовом положении из-за кризиса. Сейчас у Казаньоргсинтеза есть небольшой краткосрочный долг – чуть более 2 млрд руб., как следует из последней финансовой отчетности за 2023 год. Он может увеличиться на фоне крупных инвестиционных проектов.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- **Низкая ликвидность акций.** Акции Казаньоргсинтеза входят в третий уровень листинга. Это означает, что торговать ими могут только инвесторы, прошедшие специальный тест или получившие статус квалифицированного инвестора. Такие бумаги подвержены высокой волатильности, по ним нет консенсус-прогноза, и они в меньшей степени подчиняются правилам теханализа.
- **Проблемы с иностранными подрядчиками по новым проектам.** В 2022 году Казаньоргсинтез столкнулся с вынужденной остановкой технологического партнерства с западными компаниями. У Казаньоргсинтеза на несколько лет затянулись сроки строительства своей электростанции из-за выхода из проекта Siemens. Казаньоргсинтез успел приобрести турбины, однако вопрос их технического обслуживания остается открытым. Сейчас компания ищет другого подрядчика. Похожая проблема с проектом по увеличению производства сэвилена в 7,5 раза, в котором работала японская компания Sumitomo Chemical. Из-за санкций деловые отношения с ней были разорваны, конфигурация проекта изменилась. Однако все эти события не столь драматичны для деятельности компании.
- **Потребление полиэтилена будет расти.** Ключевым драйвером в ближайшие годы выступят производители полиэтиленовых труб, на которых приходится 20% потребления полимеров. Спрос в этом сегменте будет стимулировать масштабная программа реновации ЖКХ. Также свою роль сыграет импортозамещение в автомобилестроении, производстве товаров повседневного спроса и медицины. Импортозамещение готовых изделий [добавляет](#) более 10% спроса к текущему потреблению полимеров.
- **Газпром увеличит подачу этана.** Казаньоргсинтез нуждается в куда большем объеме своего ключевого сырья – этана, которое по этанопроводу Оренбургский гелиевый завод Газпрома. Сейчас пропускная способность трубы – 550 тыс. т в год, потребность Казаньоргсинтеза – 780 тыс. т. Компания ведет переговоры с Газпромом по увеличению диаметра труб, что могло бы привести к росту производства этилена на 40% и выручки более чем на 10%, если такая возможность появится уже в 2025 году.
- **Увеличение закупок этилена у Нижнекамскнефтехима.** После запуска крупного производства этилена на Нижнекамскнефтехиме в 2024 году (мощность до 650 тыс. т этилена) Казаньоргсинтез может получать дополнительные 150 тыс. т этилена. Этот этилен станет компенсацией недостающего этана, пока не будет решен вопрос с Газпромом по увеличению пропускной способности трубопровода. Вклад дополнительного этилена в производство Казаньоргсинтеза может составить около 150 тыс. т.
- **Падение импорта нефтехимии.** Доля импорта нефтехимии в России снизилась с 25% в 2019 году до 15% к середине 2023 года. Новые геополитические условия уже послужили поводом вводить новые марки нефтехимической продукции, и Казаньоргсинтез может стать бенефициаром этого тренда.

Риски

- **Снижение спроса на полиэтилен в России в долгосрочной перспективе.** Поскольку полиэтилен – это ключевой продукт Казаньоргсинтеза, компания чувствительна к спросу на него. На долгосрочном горизонте к снижению спроса могут привести ESG-повестка и запрет некоторых видов пластиков, завершение газификации регионов, которая является основным драйвером на рынке полиэтиленовых труб (на них приходится около 18% полиолефинов), негативные циклы в строительном секторе. Однако в краткосрочной перспективе веских причин для реализации таких рисков нет.

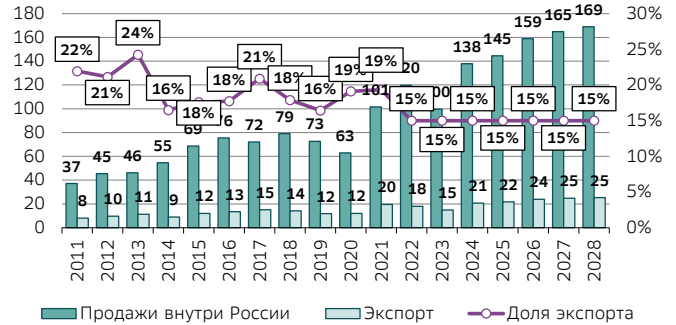
Основные показатели компании

Производство продукции, млн т



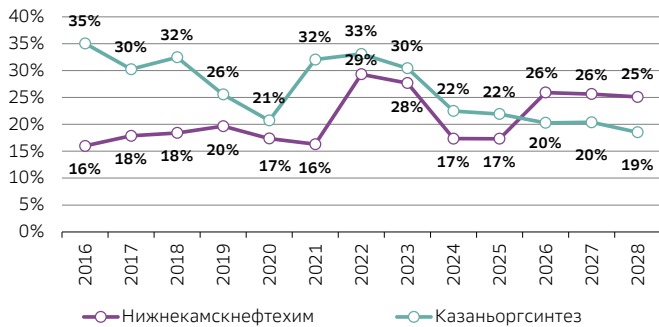
Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Структура выручки, млрд руб.



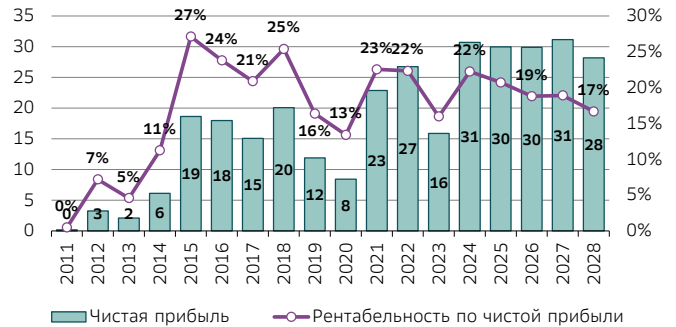
Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Рентабельность по EBITDA Казаньоргсинтеза и НКНХ



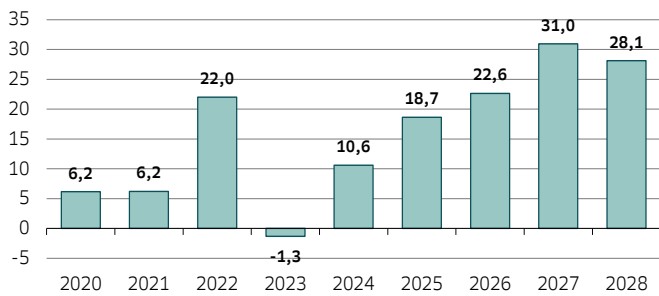
Источник: НКНХ, SberCIB

Чистая прибыль и рентабельность, млрд руб.



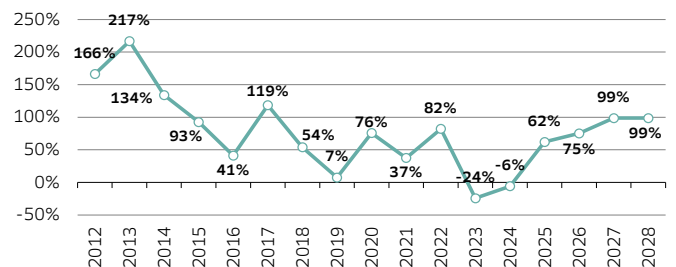
Источник: НКНХ, SberCIB

Денежный поток для Казаньоргсинтеза, млрд руб.



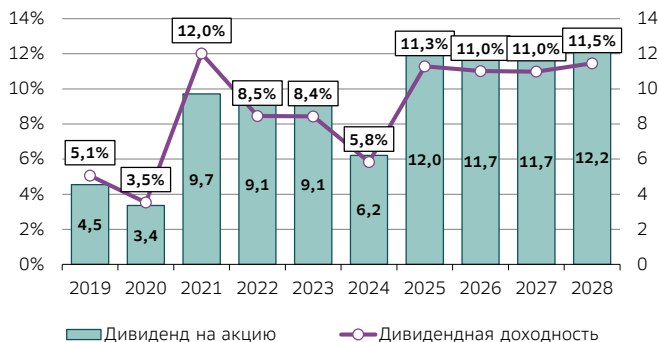
Источник: НКНХ, SberCIB

Уровень конвертации операционной прибыли в денежный поток (FCF/NOPAT), %



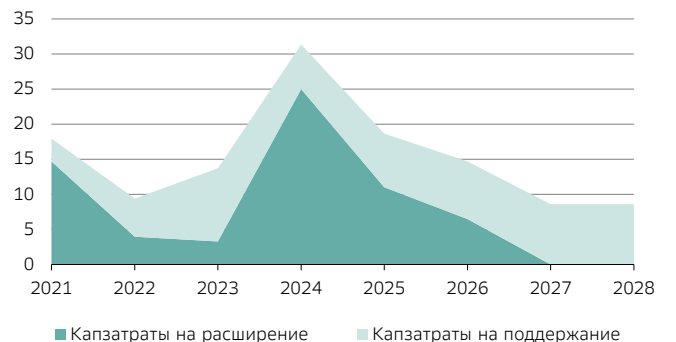
Источник: НКНХ, SberCIB

Дивидендная доходность, %



Источник: НКНХ, SberCIB

Прогноз капзатрат, млрд руб.

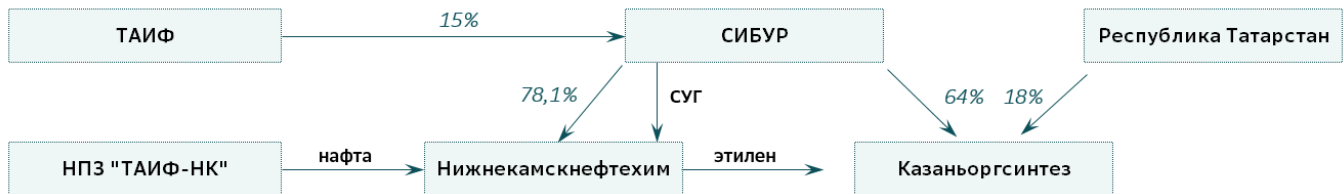


Источник: НКНХ, SberCIB

Как работает Казаньоргсинтез?

Казаньоргсинтез – один из крупнейших производителей полиэтилена. Помимо этого, компания занимает эксклюзивное положение на рынке ряда нефтепродуктов. Казаньоргсинтез реализует свою продукцию преимущественно в России – экспорт составляет всего 20%, из них половина приходится на Европу, которая внесла российскую нефтехимию в список санкционных товаров.

Схема владения Казаньоргсинтезом и Нижнекамскнефтехимом



Источник: Казаньоргсинтез

СИБУР – мажоритарный акционер. Заводы Казаньоргсинтеза заработали в 1963 году – стартовой продукцией предприятия стал фенол с ацетоном. В группу компаний ТАИФ заводы вошли в 2003 году, после чего последовала масштабная программа развития производства. СИБУР стал акционером 64% Казаньоргсинтеза в 2021 году в результате сделки с ТАИФом по обмену активами: ТАИФ передал СИБУРу три своих компании: Нижнекамскнефтехим, Казаньоргсинтез и электрогенерирующую ТГК-16. Взамен акционеры ТАИФа получили 15% объединенной компании и облигации СИБУРа на сумму около \$3 млрд. Стоимость сделки оценивалась в \$27 млрд. Влиятельный акционер в лице СИБУРа дает немало преимуществ Казаньоргсинтезу:

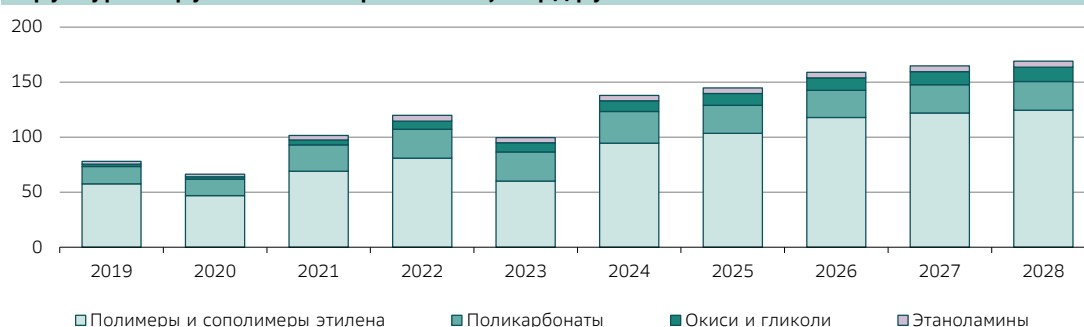
- **Более сильная переговорная позиция по сырью.** СИБУР может быть более убедительным в переговорах с Газпромом по увеличению пропускной способности трубопровода, по которому из Оренбурга в Казань поступает ключевое сырье завода – этан. Тем более у СИБУРа уже есть масштабное партнерское [соглашение](#) по поставке 2 млн т этана в год на Амурский газоперерабатывающий завод, который должен быть построен в 2027 году. Также под управлением СИБУРа Казаньоргсинтез может получать дополнительный этилен от дружественного Нижнекамскнефтехима.
- **Централизованный маркетинг.** У СИБУРа имеются централизованный маркетинг и система ценообразования, которая оперативно реагирует на изменения баланса спроса и предложения на рынке. Это делает реализацию продукции Казаньоргсинтеза максимально эффективной.
- **Единая с СИБУром корпоративная культура.** После присоединения Нижнекамскнефтехима и Казаньоргсинтеза менеджмент СИБУРа занялся кадровой политикой – сократил число рабочих, но увеличил зарплаты. На Казаньоргсинтезе они в среднем выросли на 30% в 2022 году. У СИБУРа выше производительность труда – в планах нарастить этот показатель и на дочерних предприятиях. Так, в 2021 году у Казаньоргсинтеза производительность труда [составила](#) 190 т продукции на человека, в 2022 году – уже 317 т, а в 2026 году ожидается достичь 422 т.
- **Кредитный рейтинг Казаньоргсинтеза был повышен.** После сделки работавшее еще тогда с Россией агентство Fitch [повысило](#) кредитный рейтинг Казаньоргсинтеза с «В+» до «ВВ-» с прогнозом «стабильный». Свое рейтинговое действие аналитики агентства объяснили появлением влиятельного акционера.

Производство и выручка

Ежегодно Казаньоргсинтез выпускает свыше 1 млн т конечной нефтехимической продукции, большая часть которой реализуется на внутреннем рынке. В связи с этим компания не так чувствительна к санкциям запада, как Нижнекамскнефтехим.

Вместе с промежуточной и побочной продукцией производство Казаньоргсинтеза превышает 1,8 млн т. К промежуточной продукции относятся мономеры, из которых потом и получается конечная нефтехимия, а к побочной – бензолы и другого типа горючее, которое может использоваться как топливо на энергоблоках Казаньоргсинтеза. Ключевой продукт Казаньоргсинтез – это пластики, на которые приходится 90% выручки. Наибольшее место отводится полиэтилену разных марок (полиэтилен высокого и низкого давления). В ближайшую десятилетку компания будет расти умеренными темпами. Так, она будет немного наращивать пиролиз по мере увеличения поставок сырья на завод, увеличит выпуск полиэтилена. Ожидается, что после всех программ модернизации мощность по производству нефтехимической и побочной продукции составит около 2,4 млн т к 2030 году.

Структура выручки Казаньоргсинтеза, млрд руб.

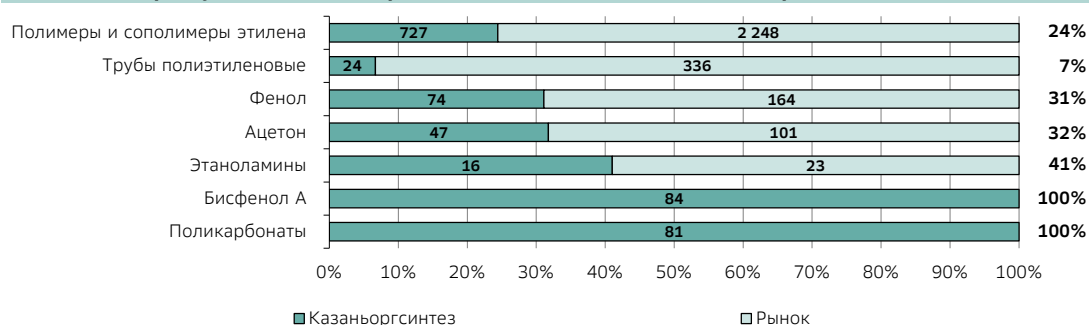


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Вновь отметим, что компания ориентирована преимущественно на российский рынок – экспорт в структуре выручки в последние годы не превышает 20%. Причем на Европу, по последним данным, раскрытым в 2018 году, приходилось всего 10% выручки, среди остальных стран – дружественные России Алжир, Марокко, Вьетнам, Колумбия и др. По этой причине Казаньоргсинтез не так чувствителен к санкциям Запада, направленным против российской нефтехимии, как Нижнекамскнефтехим, у которого экспорт в Европу давал более 40% выручки.

В некоторых сегментах компания занимает эксклюзивное место на рынке. Кроме Казаньоргсинтеза больше никто в России не выпускает поликарбонаты, бисфенол А и сэвилен.

Ключевая продукция Казаньоргсинтеза и доля компании на рынке

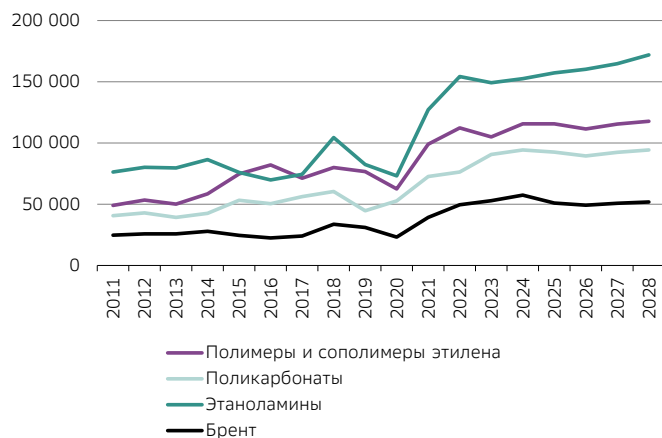


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Цены на продукцию и рынки

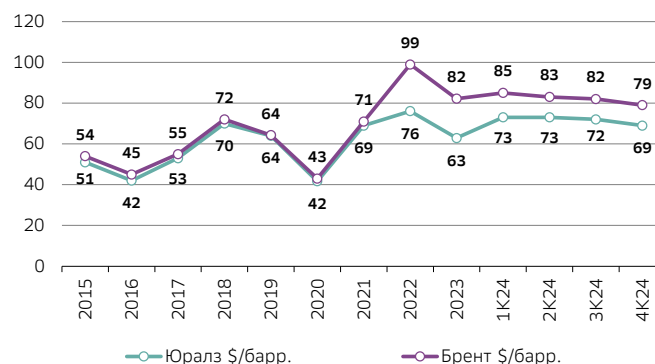
Исторически цены на ключевую продукцию компании коррелируют с котировками Brent. Мы ждем, что к концу нынешнего года цены на этот сорт нефти окажутся на уровне \$79/барр. (наш базовый сценарий). Ниже мы подробнее рассмотрим производственные мощности и ключевые рынки компании.

Цены на ключевую продукцию Казаньоргсинтеза и прогноз их корреляции с Brent



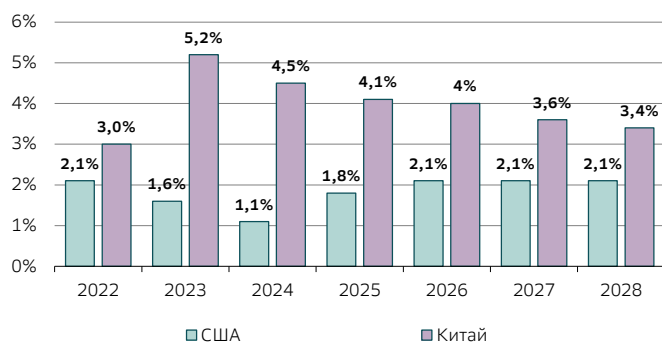
Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Прогноз Brent и Юралз в базовом сценарии



Источник: SberCIB Investment Research

Прогноз роста экономик Китая и США – главных потребителей нефти



Источник: МВФ

Поликарбонаты – это одни из самых востребованных полимеров в строительстве и промышленности: они обладают высокой стойкостью к перепадам температур и ударной нагрузке. Основной спрос на поликарбонаты формируют производство оптических и оконных стекол (40%), автомобилестроение (20%) и электроника. Из них изготавливают теплицы, остановки, кровлю, навесы, автомобильные фары и остекление. В России поликарбонаты начали использоваться лишь в начале нулевых. Потребности российского рынка отечественными поликарбонатами не закрыты из-за отсутствия специальных марок продукции. В 2023 году восстановился спрос на поликарбонаты в РФ на фоне возобновления отечественного производства автомобилей после проседания в 2022 году.

Бисфенол А – изготавливается из фенола и ацетона (тоже продукция Казаньоргсинтеза). Используется для производства бутылок для воды, контейнеров для хранения еды, для покрытия кассовой ленты. Более 80% бисфенола, производимого Казаньоргсинтезом, идет на изготовление поликарбонатов.

Сэвилен – очень похож на полиэтилен, однако обладает большей прозрачностью и эластичностью, при этом он менее плотный. Благодаря своим свойствам он подходит для изделий, контактирующих с пищевыми продуктами, и изоляционных материалов. Из него делают шланги, крышки, термоклеи, концентраты для красителей и прочее. Казаньоргсинтез обеспечивает 20% потребности России в сэвилене, остальное – импорт. Компания планировала нарастить производство в 7,5 раза (с 13 до 100 тыс. т) при помощи японского подрядчика Sumitomo Chemical, однако после санкций деловые отношения были разорваны. Сейчас завод ищет нового подрядчика.¹

Полиэтилен

Полиэтилен – ключевой продукт компании, его доля на российском рынке составляла 20% по итогам 2022 года. Казаньоргсинтез производит полиэтилен высокого и низкого давления разных марок. Полиэтилен высокого давления стоит чуть дороже полиэтилена низкого давления – из первого пакеты получаются прочнее, мягче и менее шумными.

В последние два года, по которым доступна статистика (2022 и 2021), производство полиэтилена было на одном уровне после бурного роста на 40% в 2020 году, когда СИБУР запустил крупного производителя полимеров – ЗапСибНефтехим. Потребление полиэтилена немного выросло в 2022 году по сравнению с 2021 годом.

Производство полиэтилена в России в 2016–2022 годах, млн т

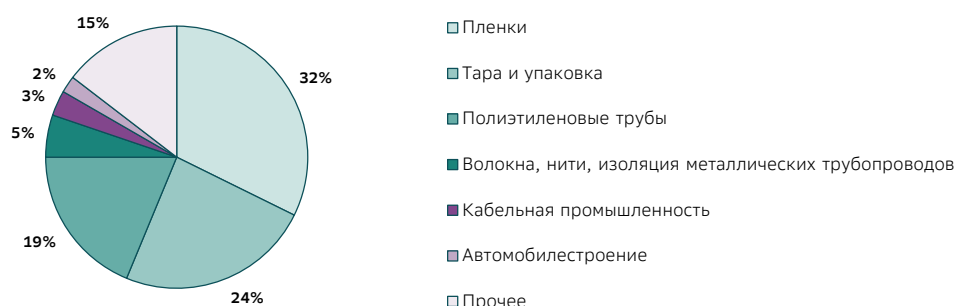


Потребление полиэтилена и полипропилена в России, млн т



Для Казаньоргсинтеза в ближайшие годы складывается хорошая рыночная конъюнктура. Основные потребители полиэтилена – это производители пленки, тары и упаковки, а также производители полиэтиленовых труб. Активное импортозамещение в автомобилестроении, производстве товаров повседневного спроса, медицине будет одним из драйверов спроса на полиэтилен в ближайшие пять лет. Импортозамещение готовых изделий добавляет около 11% спроса к текущему потреблению полимеров.

Главные сектора – потребители полиэтилена и полипропилена

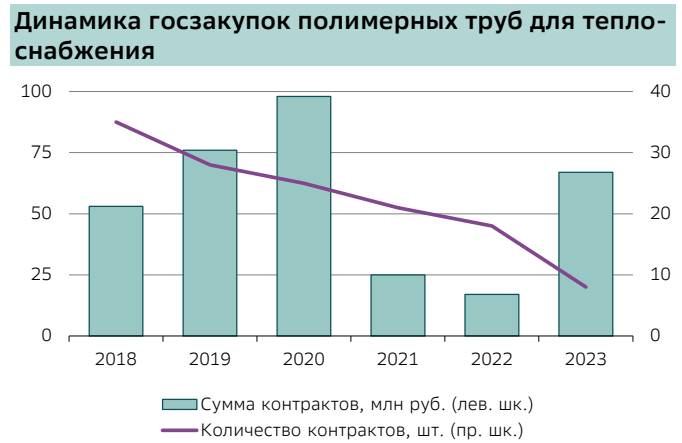


Любопытен рынок полиэтиленовых труб. Хотя Казаньоргсинтез и продал в конце года свой завод по производству полиэтиленовых труб, спрос на сам полиэтилен со стороны этой отрасли сохранился. Пока в 2022 году спрос со стороны других потребителей полиэтилена снижался где-то на 10% на фоне адаптации к новым условиям, потребность производителей труб в полиэтилене наоборот выросла на 10%. На этом рынке случились некоторые перестановки. Основным драйвером спроса на полиэтиленовые трубы стала осуществляемая Газпромом программа газификации России сроком на пять лет

(2021–2025 годы). Пик объемов по заключенным контрактам пришелся на 2021 год, после чего в 2022 году производство полимерных труб выросло более чем на 20%. Правительство поставило цель довести уровень газификации населения с нынешних 74% до более 83% к 2030 году, так что спрос за счет газификации должен сохраниться. К тому же на рынке полиэтиленовых труб активизировался сектор ЖКХ – там накопилось множество проблем, более 40% коммунальных сетей нуждаются в замене, и правительство решило запустить программу модернизации сроком на 2023-2027 годы. Мы полагаем, что рост спроса со стороны ЖКХ продолжится в ближайшие годы.



Источник: RUPEC

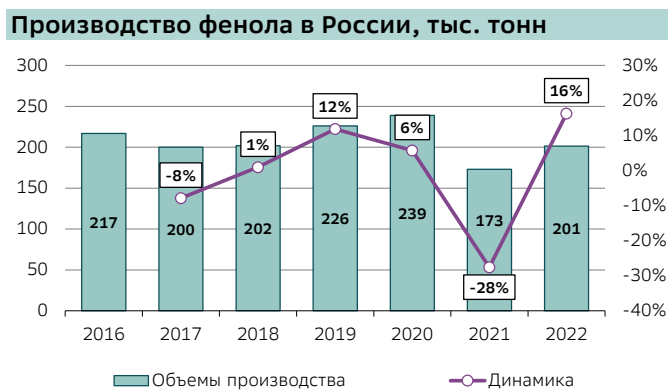


Источник: RUPEC

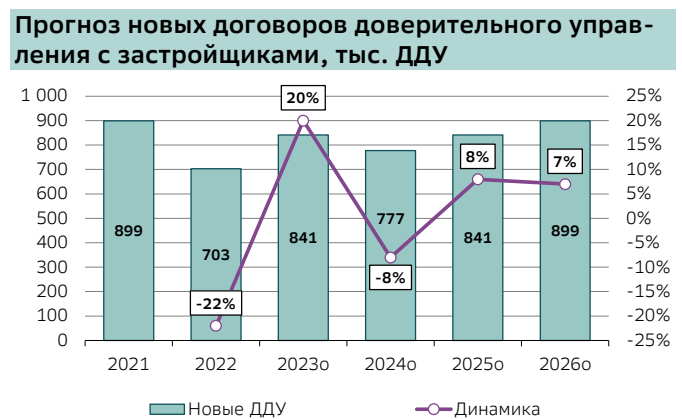
ФЕНОЛ И АЦЕТОН

В России фенол производят всего четыре компании, их суммарные мощности составляют 325 тыс. т в год, из них четверть приходится на Казаньоргсинтез. Ключевые потребители фенола в России – производители мебели. Он используется при производстве фанеры в качестве ключевой компоненты формальдегидовой смолы. Ацетон составляет до 80% ее себестоимости. В свою очередь, объемы производства мебели коррелируют с вводом нового жилья. Мы ожидаем, что по итогам 2023 года новые договора доверительного управления с застройщиками вырастут на 20%, после чего будет спад, а после – стабильный рост на уровне 8%.

Основные потребители ацетона – производители косметики, фармацевтической продукции, лаков и покрытий. Также ацетон используется для получения фенола, поэтому спрос на него также будет зависеть от ситуации у производителей мебели.



Источник: Росстат, Минпромторг



Источник: SberCIB Investment Research

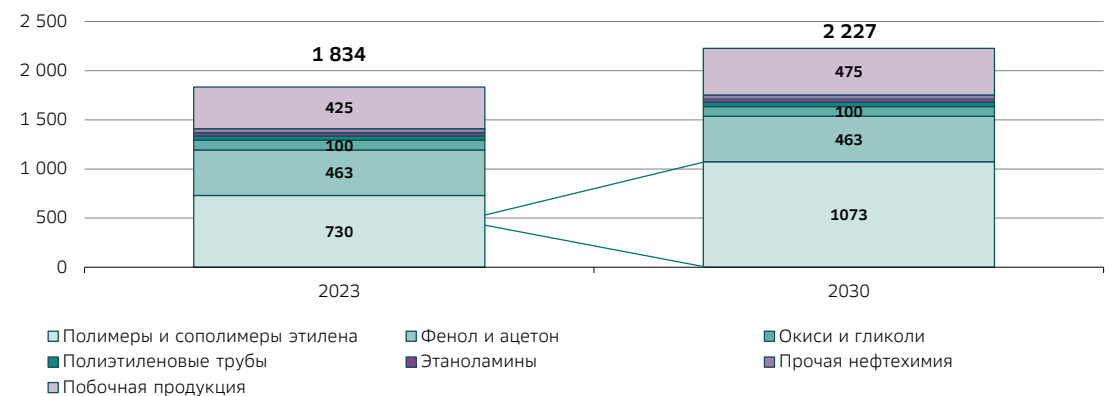
Расширение производства

Сейчас производственные мощности с побочной продукцией (не относится к нефтехимическому сырью) составляют 1,8 млн т, из которых более 700 тыс. т приходится на полиэтилен и полипропилен, производственные мощности которых к 2030 году увеличатся почти на 50% за счет расшивок некоторых площадок и увеличения поставки этилена с Нижнекамскнефтехима.

В 2020 году Казаньоргсинтез вступил в новый пятилетний инвестиционный цикл, в течение которого компания планировала потратить 65 млрд руб. на развитие новых проектов. К середине 2021 года из этой суммы было [инвестировано](#) около 14 млрд руб. В этом году инвестиции компании будут рекордными за всю историю – 25 млрд руб., а в 2026 году они составят 11 млрд руб. Финансировать свое развитие компания собирается как из собственных средств, так и за счет возможного привлечения долга – у Казаньоргсинтеза уже есть подписанные кредитные линии с банками.

Основные проекты: собственная парогазовая установка для экономии энергии, а также увеличение переработки этилена после модернизации реактора «В». Цель программы – увеличить выпуск нефтехимической продукции на 20% к 2030 году. Последнее будет осуществляться параллельно с запуском на дружественном Нижнекамскнефтехиме нового завода, который обеспечит Казаньоргсинтез этиленом. Рассмотрим проекты в портфеле компании подробнее.

Производственные мощности Казаньоргсинтеза по ключевым типам продукции, тыс. тонн



Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

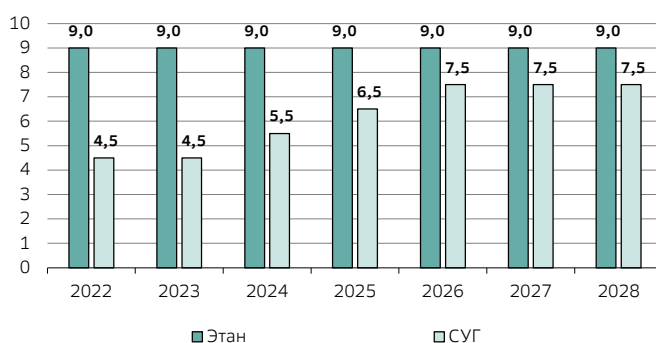
- Парогазовая установка ПГУ-250.** Своя установка [СТОИМОСТЬЮ](#) 16,6 млрд руб. позволит предприятию сэкономить на электроэнергии, потребление которой составляет сейчас, по нашим расчетам, около 10% от всех затрат компании в 2023 году. Она сэкономит компании 3 млрд руб. EBITDA. Топливом для этой установки послужит побочный продукт, который завод получает при производстве этилена, – метано-водородная фракция. Планировалось, что проект будет запущен в 2023 году, однако строительство приостановили из-за проблемы с подрядчиком Siemens. Однако Казаньоргсинтез успел еще до санкций получить необходимые турбины, поэтому запуск парогазовой установки перенесен на 2025 год.
- Увеличение выпуска полиэтилена на 30%.** В 2021 году с заводов компании сошло 700 тыс. т полиэтилена, а к 2026 году выпуск [планируется](#) увеличить до более 1 млн т. В том числе для этого компания [занимается](#) реконструкцией одного из своих реакторов.

- **Увеличение производства сэвилена в 7,5 раза.** Этот проект стоимостью около 13 млрд руб. был запущен в 2021 году, однако санкции стали подножкой – лицензиар технологии, японская компания Sumitomo Chemical, отказалась этим летом сотрудничать с заводом из России. Однако от идеи увеличить производство сэвилена Казаньоргсинтез не отказался: возможно, это будет сделано в ходе модернизации одной из производственных линий.
- **Завод гексена.** К середине 2025 года компания планирует начать выпускать 50 тыс. т гексена – уникальной нефтехимической продукции, которая пока в России не производится. Физически завод расположен на территориях НКНХ, но юридически он относится к Казаньоргсинтезу.
- **В долгосрочной перспективе есть план построить два комплекса.** Один из перспективных планов развития Казаньоргсинтеза – это строительство двух нефтехимических комплексов в 2025 и 2030 годах. Однако реализация этих проектов потенциально будет возможна в случае начала строительства ГПЗ в Казани и увеличения мощностей в Оренбурге.

СЕБЕСТОИМОСТЬ И СЫРЬЕ

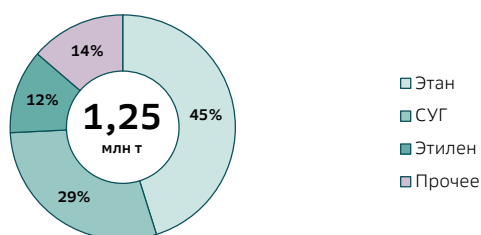
В основе производства лежит три вида сырья: этан, сжиженный углеродный газ и этилен. Ключевое место отводится этану.

- **Этан.** Казаньоргсинтез – одно из немногих предприятий в России, перерабатывающее этан. Сейчас этан перерабатывает еще только ЗапСибНефтехим СИБУРа. Этан – самое высокоэффективное сырье в нефтехимии. Из одной тонны этана можно получить 780 кг этилена, такого результата не дает больше ни один газ. Однако получить доступ к этану трудно – он подается на завод по специальному этанопроводу, и в России всего два таких трубопровода: из Оренбурга в Казань и из Оренбурга в Салават. Оба трубопровода принадлежат единственному производителю этана в России – Газпрому. Для выделения этана необходимо строительство специальных установок, которые выделяют этан из природного газа. Из-за выше указанных сложностей рынка этана в России нет. Более десяти лет назад контракты Казаньоргсинтеза с Газпромом на покупку этана были привязаны к котировкам полиэтилена, которые в свою очередь следуют за ценами на нефть. В нашем прогнозе мы смоделировали цены на этан, основываясь на темпах роста тарифов на газ для предприятий.
- Казаньоргсинтез испытывает дефицит этана – свою потребность компания оценивает в 780 тыс. т в год, в то время как труба Газпрома способна пропускать лишь 550 тыс. т. Чтобы нарастить поставки, нужна замена труб – с диаметра 530 мм до диаметра 720 мм. Работы в этом направлении ведутся совместно с Газпромом и СИБУРОм. В случае реализации этих планов Казаньоргсинтезу удастся увеличить переработку этана на 40%. Увеличение потребление этана выгодней для Казаньоргсинтеза, чем производство сырья из этилена, потому что первый попадает под налоговые льготы от государства.

Обратный акций на тонну этана и СУГ, тыс. руб.

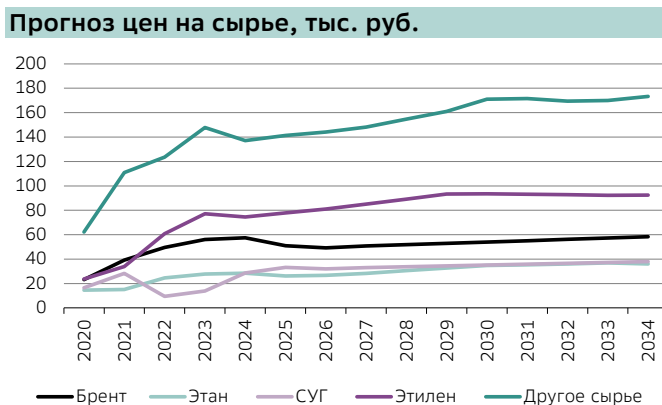
Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

- **СУГ.** Сжиженный углеводородный газ Казаньоргсинтез на протяжении долгого времени покупает у СИБУРа. Никакого дисконта материнская компания дочерней структуре не предоставляет – цена на этот тип сырья определяется по экспортному паритету на таких же условиях, на каких она предлагается другим игрокам.
- **Этилен.** Казаньоргсинтез получает уже готовый этилен с дружественного Нижнекамскнефтехима по этиленопроводу, пролегающему между заводами. Такое партнерство внутри группы выгодно обоим предприятиям. С одной стороны, закупка этилена помогает Казаньоргсинтезу решить проблему с дефицитом этана, заместив недостающее сырье уже готовым этиленом. С другой, для Нижнекамскнефтехима будет частично решен вопрос – куда пристроить этилен после запуска нового крупного завода ЭП-600 до момента, когда на нем появится установка полимеризации, позволяющая перерабатывать этилен в полиэтилен. Пока планируется, что из 600 тыс. т этилена, произведенного на новом заводе, 150 тыс. т будут направляться на Казаньоргсинтез.

Структура сырья, перерабатываемого на Казаньоргсинтезе, 2023 год

Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Цены на сырье в историческом периоде коррелируют с ценой Brent, поэтому в нашем прогнозном периоде до 2034 года мы привязали их к прогнозу SberCIB по ценам на нефть. Единственное сырье, которое не поддается такой оценке, – это этан.

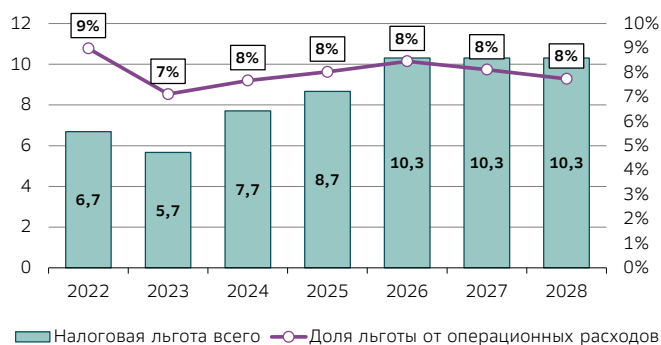


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ

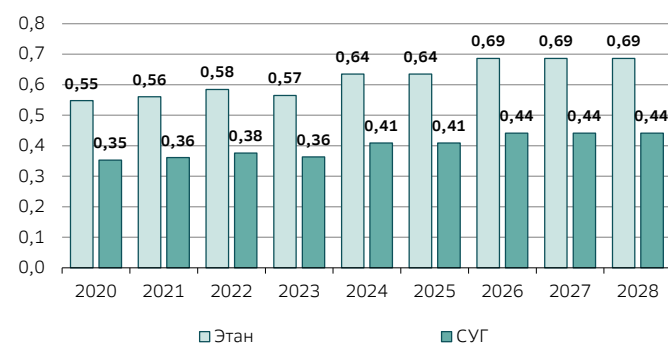
Казаньоргсинтез попадает под государственные субсидии на переработку этана и СУГ. Эта льгота распространяется на компанию в рамках [подписанного](#) СИБУром инвестиционного соглашения с Минэнерго по расширению производства в обмен на субсидии. По нашим прогнозам, налоговая льгота в этом году составит около 7,7 млрд руб. – это около 8% от всех производственных затрат компании, а к 2030 году она увеличится до 10 млрд руб.

Налоговая льгота Казаньоргсинтеза и ее доля в производственных затратах, млрд руб.



Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

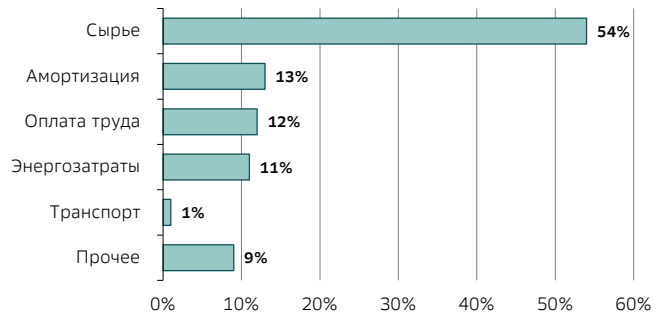
Объемы потребления этана и СУГ на Казаньоргсинтезе, млн т



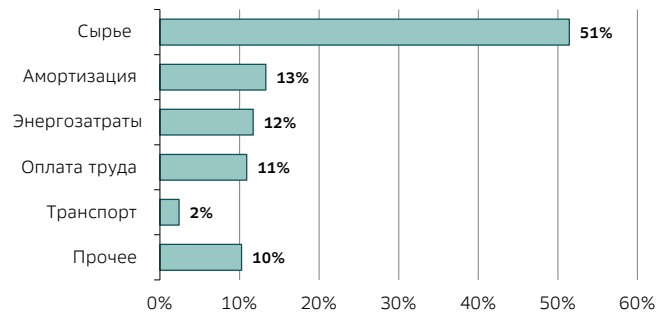
Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

РАСХОДЫ НА ОПЛАТУ ТРУДА

После перехода под контроль СИБУРа кадровая политика Казаньоргсинтеза начала приводиться в соответствие с политикой материнской структуры: повышается производительность труда, проводится оптимизация штата и растет оплата труда. В 2022 году производительность труда [увеличилась](#) до 317 т на человека со 190 т в 2021 году, а к 2026 году этот показатель должен достичь 422 т. Вместе с тем доходы работников предприятия в 2022 году выросли на 30%. В структуре расходов зарплата работникам составляет 12%.

Структура расходов Казаньоргсинтеза, 2023 год

Источник: Казаньоргсинтез, НКНХ

Структура расходов НКНХ, 2023

Источник: Казаньоргсинтез, НКНХ

Акции и дивиденды

Обыкновенные акции Казаньоргсинтеза могут быть интересны благодаря дивидендам. Мы ждем, что по итогам 2023 дивидендная доходность компании составит более, а по итогам 2024 – почти 6%. Но, к сожалению, бумаги малоликвидны и относятся к третьему эшелону.

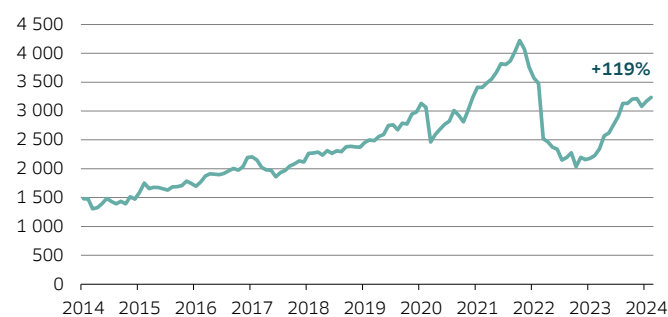
- **Акции Казаньоргсинтеза торгуются на бирже с 2011 года.** Рыночная капитализация компании равна 196 млрд руб. на 3 апреля 2023 года – почти так же, как и у Нижнекамскнефтехима. Обыкновенные и привилегированные акции Казаньоргсинтеза входят в третий котировальный список. Это означает, что приобрести их можно только будучи в статусе квалифицированного инвестора или после прохождения специального тестирования на знание основ работы фондового рынка. Подавляющее большинство институциональных инвесторов не могут инвестировать в такие бумаги.
- **В прошлом десятилетии бумага была лучшей на российском рынке.** Обыкновенные акции компании оказались самой успешной инвестицией на российском рынке на горизонте 2010–2020 годов. Их стоимость выросла с начала торгов на 2 080%. Компания начала торговаться по 4,7 руб. за акцию, а завершила десятилетие на уровне 102,5 руб. за акцию. За это время предприятие прошло несколько этапов модернизации, на которые было потрачено более \$1 млрд. Однако с начала 2020 года акции «зависли» в боковом тренде.
- **Бумаги компании волатильны.** Приведем несколько примеров. В начале 2021 года «префы» Казаньоргсинтеза выросли сразу на 40% на предположениях в Telegram-каналах об их конвертации в обыкновенные акции. В начале 2024 года бумаги подорожали в течение дня на 26% без особых причин. В сентябре 2021 года зафиксирован рост на 18% за день в отсутствие корпоративных новостей. После ралли в акциях третьего эшелона в 2023 году бумаги компании упали с начала октября на 16%. Впрочем, такие колебания характерны для всех акций третьего эшелона.

Торги обыкновенными и привилегированными акциями Казаньоргсинтеза



Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Индекс МосБиржи

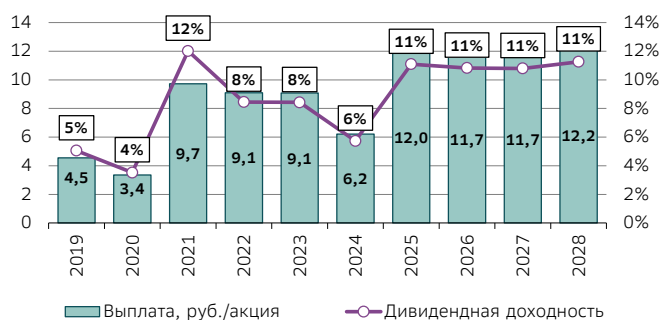


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

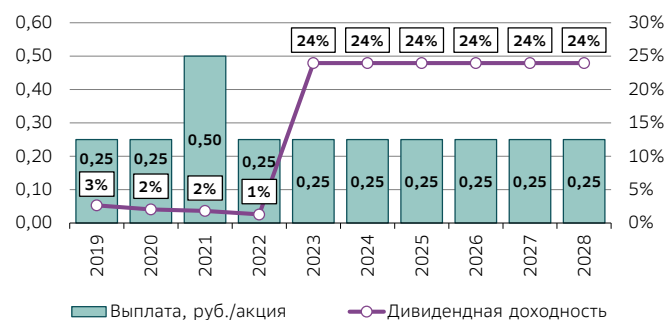
Дивиденды

- **Дивидендная политика.** После покупки СИБУром дивидендная политика Казаньоргсинтеза приводится в соответствие с дивидендной политикой мажоритарного акционера – то есть компания будет платить дивиденды исходя из чистой прибыли по международным стандартам, а не по российским. Минимальный уровень – 70% от прибыли.

- **25 копеек – фиксированный дивиденд на «префы».** Владельцы привилегированных акций не имеют право голоса в те периоды, когда компания платит дивиденды. Однако дивиденды им выплачиваются первоочередно и составляют фиксированные 25 копеек на акцию.
- **Дивидендная доходность – более 8%.** У обыкновенных акций Казаньоргсинтеза довольно привлекательная дивидендная доходность, что в условиях высоких процентных ставок крайне важно для инвесторов. Согласно нашим ожиданиям, дивиденды по обыкновенным акциям за 2023 год могут принести более 8% доходности. Это сопоставимо с Лукойлом. С этой точки зрения компания выглядит куда привлекательней, чем бумаги Нижнекамскнефтехима, у которого дивидендная доходность равнялась всего 1% по итогам 2022 года при коэффициенте выплат от чистой прибыли в размере 15%, что объясняется существенным долгом и высокими капитальными затратами. Казаньоргсинтез, согласно уставу, может платить дивиденды каждый квартал, однако в последние годы платила ежегодно (исключение – 2021 год).

Дивидендная доходность по обыкновенным акциям


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB

Дивидендная доходность по привилегированным акциям


Источник: Казаньоргсинтез, SberCIB