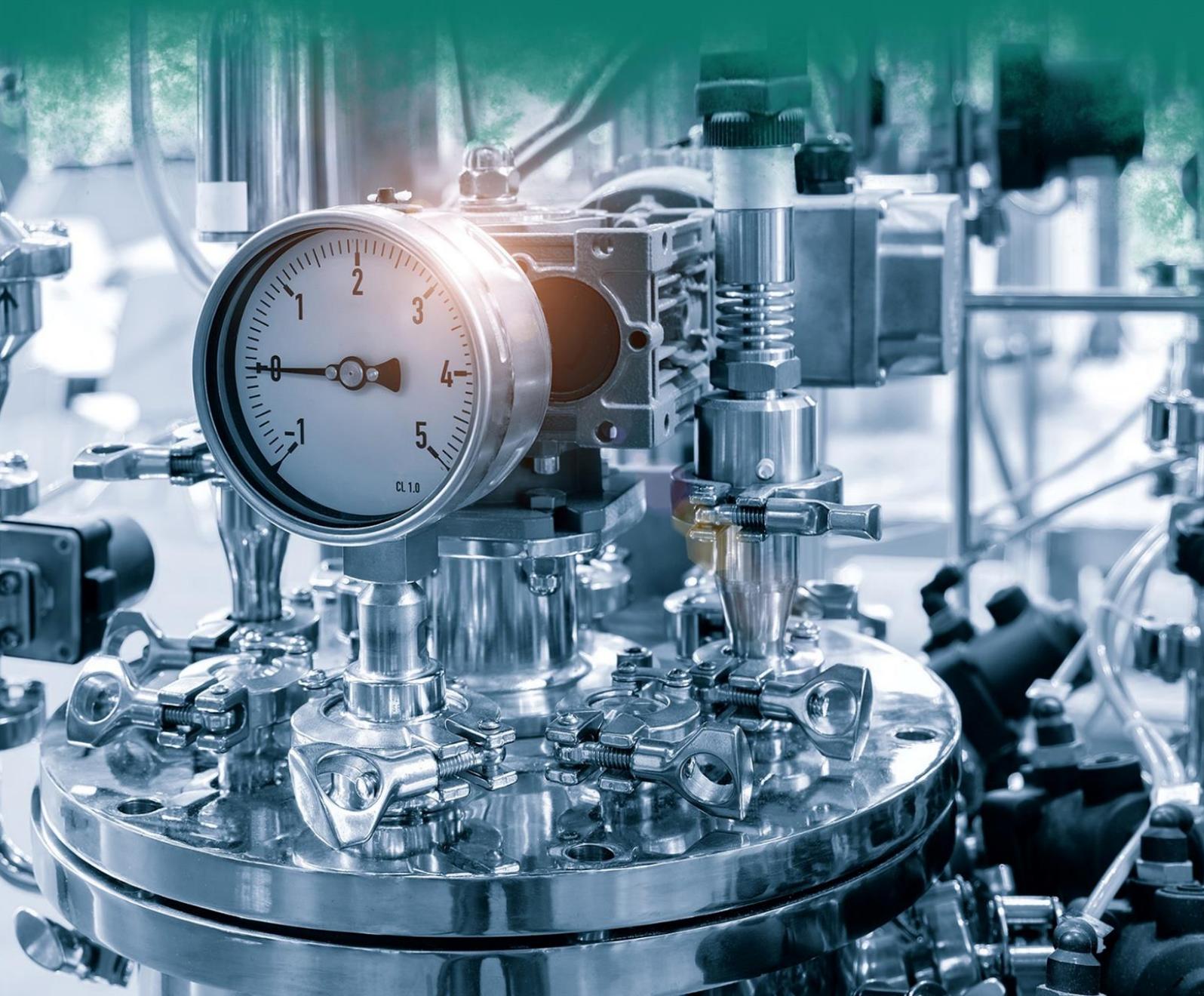


Нижекамскнефтехим

Стройка только началась

3 АПРЕЛЯ 2024



Нижнекамскнефтехим

Нижнекамскнефтехим (НКНХ) – одна из крупнейших в России нефтехимических компаний, на которую приходится 12% всех объемов переработки углеводородного сырья. Предприятие выпускает более 120 наименований продукции, а по производству каучука занимает первое место в России. В 2021 году НКНХ стал частью СИБУРа.

НКНХ строит нефтехимический комплекс по производству этилена и пропилена (ЭП-600), который увеличит производственные мощности компании на треть и обойдется, по нашим оценкам, в 220 млрд руб. (на 20% больше текущей капитализации НКНХ). Компания планирует запустить ЭП-600 в 2025 году. Влияние этого проекта на НКНХ неоднозначно. С одной стороны, он позволит на треть (плюс 1 млн т, из которых 600 млн т этилена) нарастить производство продукции и увеличить EBITDA в два раза, а с другой – повышает долговую нагрузку компании и уменьшает возможности для выплаты дивидендов в ближайшие годы.

Проект «ЭП-600» профинансирован пока только наполовину. Для его завершения необходимо привлечь еще около 100 млрд руб. под высокие ставки. Кроме того, для строительства производств более высокого передела (например, полимеризации этилена и пропилена) необходимо проинвестировать еще около 150 млрд руб.

Введение Евросоюзом запрета на импорт нефтехимической продукции из России серьезно усложняет логистику для НКНХ и может привести к снижению его рентабельности. В 2020 году 17% продукции НКНХ направлялось на премиальный европейский рынок. Производство строящегося ЭП-600 также изначально было ориентировано на европейский рынок.

Некоторой стабильности бизнес-профилю компании придает поддержка отрасли государством в виде обратного акциза на переработку сырья. Это существенный фактор для компании – через пять лет он может составить до 10% от выручки. К тому же крупный акционер в лице СИБУРа обеспечивает компании более сильную позицию на переговорах с поставщиками сырья.

Принимая во внимание эти факторы, мы считаем, что потенциала роста стоимости у компании на данный момент нет. К тому же акции НКНХ торгуются сейчас с достаточно высокими коэффициентами относительно значений за предыдущие годы.

Ключевые коэффициенты Нижнекамскнефтехима и Казаньоргсинтеза

	Прогнозные коэффициенты Казаньоргсинтеза и Нижнекамскнефтехима				P/E				Див. доходность			
	EV/EBITDA				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%
Нижнекамскнефтехим	4,5	7,4	8,7	7,2	5,0	-	11,7	23,5	12%	1%	0%	1%

Источник: SberCIB

Сильные и слабые стороны НКНХ

У НКНХ, производителя нефтехимической продукции, сильный акционер в лице СИБУРа, поддержка от государства в виде льгот за переработку сырья. Однако компания столкнулась с трудностями из-за переориентации продукции на альтернативные рынки и высоких процентных ставок в экономике.

Сильные стороны НКНХ

- **Государственные льготы для нефтехимической промышленности.** Одной из мер стимулирования переработки углеводородного сырья является обратный акциз. Сейчас эта льгота, по нашим оценкам, компенсирует более 10% всех затрат НКНХ. По нашим подсчетам, в 2022 году компания получила обратный акциз, который превысил 20 млрд руб. (около 12% от затрат). В 2028 году возможно его увеличение до 50 млрд руб. (около 20% затрат) как за счет повышения ставки акциза, так и на фоне роста объемов потребляемого сырья после запуска нового нефтехимического комплекса «ЭП-600».
- **Цены на нефтехимическую продукцию коррелируют с ценой Brent.** Рентабельность нефтехимических компаний в среднесрочной перспективе существенно не сократится. Впрочем, локальные «просадки» из-за санкций или закрытия рынков не исключены.
- **Риски существенного повышения налогов отсутствуют.** Компания не добывает сырье и относится к отрасли, которую государство, наоборот, готово стимулировать.
- **Новый акционер.** С конца 2021 года НКНХ перешел под контроль СИБУРа. У компаний сейчас единая система маркетинга и ценообразования, а также общая кадровая политика. По нашим оценкам, в ближайшие пять лет синергия с СИБУром может принести НКНХ 10–15 млрд руб.
- **Более сильные позиции в переговорах с поставщиками сырья.** Наличие нового акционера помогает НКНХ получать сырье по более выгодным ценам. Например, в 2022 году из-за роста цен на нефту компания решила [снизить](#) закупки сырья у ТАИФ-НК до минимума и даже нашла альтернативных поставщиков, которые согласились продавать нефту по гибким ценам. Из-за этого ТАИФ-НК даже пришлось приостановить работу. Однако позже компании урегулировали разногласия между собой и договорились о приемлемых ценах для обеих сторон.

Слабые стороны НКНХ

- **Переориентация экспорта на альтернативные рынки.** В начале 2023 года Евросоюз после долгих внутренних споров все же принял решение запретить импорт российского каучука, а годом ранее отказался от российских полимеров и продукции из них. НКНХ пришлось перенаправить продажи в Азию, где цены исторически были ниже среднеевропейских. По нашей оценке, дисконт может составлять до 10–15%. Также после санкций возник вопрос о том, какой будет конечная продукция нового нефтехимического завода «ЭП-600», который изначально был ориентирован на поставки в европейские страны.
- **Долг и часть капитальных расходов номинированы в валюте.** У НКНХ почти 85% общего долга (1 млрд евро) и около 20% капзатрат, по нашим оценкам, номинировано в иностранной валюте. Несмотря на попытки правительства повлиять на обменный

курс посредством обязательной продажи экспортерами валютной выручки, рубль остается слабым.

- **Необходимость привлекать долг по высоким ставкам и большая долговая нагрузка.** Новый нефтехимический проект (ЭП-600) профинансирован сейчас наполовину – по нашему мнению, для его завершения требуется еще до 100 млрд руб., которые компании придется привлекать по высоким ставкам. Также потребуется около 150 млрд руб. на проекты следующих переделов. В итоге чистый долг компании может увеличиться со 116 млрд руб. на середину 2023 года до 230 млрд руб. к 2026 году.
- **Низкая дивидендная доходность.** За 2022 год акционеры компании получили дивиденды в размере 1,5 руб. на акцию. Доходность по обыкновенным акциям едва превысила 1%, что крайне непривлекательно на фоне других эмитентов на российском рынке. В ближайшие годы уровень дивидендных выплат вряд ли будет превышать 15% от чистой прибыли из-за капиталоемких проектов.
- **Низкая ликвидность акций.** Акции НКНХ входят в третий уровень листинга. Это означает, что торговать ими могут только инвесторы, прошедшие специальный тест или получившие статус квалифицированных. Такие бумаги подвержены высокой волатильности, по ним нет консенсус-прогноза.

Факторы роста и риски

ФАКТОРЫ РОСТА

- **Успешный запуск ЭП-600.** Проект принесет НКНХ дополнительно до 60 млрд руб. EBITDA в год, согласно нашим прогнозам, и усилит позиции на рынке. После завершения строительства компания может увеличить коэффициент дивидендных выплат.
- **Синергетический эффект от объединения с СИБУРОм.** Присоединение НКНХ к СИБУРУ обеспечило значительную синергию. Мы полагаем, что на горизонте 2024–2027 годов синергия позволит НКНХ сэкономить 10–15 млрд в год – это около 5% от выручки.

В чем состоит синергетический эффект?

- ▶ Переход на единую систему ценообразования, привязанную к международным бенчмаркам.
- ▶ «Расчистка» баланса от непрофильных активов. С момента объединения проводится оптимизация портфеля активов. С баланса НКНХ в 2022–2023 годах были проданы непрофильные активы: парковки, гостиницы в Казани, служебные квартиры, акции ВТБ и прочее.
- ▶ Оптимизация человеческих ресурсов. На предприятиях СИБУРа на момент сделки работало 18 тыс. человек, а численность сотрудников Нижнекамскнефтехима, Казаньоргсинтеза и ТГК-16 составляла около 40 тыс. человек. Сейчас общее количество персонала группы – 38 тыс. человек. Оптимизация позволила повысить зарплаты до уровней СИБУРа.
- ▶ Внедрение СИБУРОм собственных стандартов производства, предполагающих более высокие показатели эффективности производства.

Риски

- **Проблемы с реализацией продукции ЭП-600.** Компании важно своевременно реализовать программу монетизации продукции ЭП-600 – найти эффективное применение этилену, пропилену и бензолу с учетом технологических ограничений, обусловленных санкционной средой и закрытыми рынками сбыта.
- **Досрочное погашение долга перед Deutsche Bank.** У НКНХ почти 1 млрд евро долга, привлеченного от синдиката европейских банков во главе с Deutsche Bank сроком до 2033 года. Кредит выдан ставке EURIBOR плюс 1%. Эти средства пошли на строительство ЭП-600, и сейчас кредит полностью выбран. Если Deutsche Bank будет настаивать на досрочном погашении долга, то НКНХ придется перекредитовываться по более высоким ставкам, что еще больше увеличит его долговую нагрузку.

Основные показатели компании



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB



Источник: НКНХ, SberCIB

Что такое нефтехимия?

Нефтехимия – это отрасль, которая создает мир вокруг нас. Практически любой окружающий нас предмет содержит в себе продукты нефтехимии, которые получают в результате двух ключевых процессов переработки углеводородного сырья – пиролиза и полимеризации.

Нефтехимические продукты производят по большей части из нефти (прямогонный бензин), сжиженного углеводородного газа (СУГ) и этана. На НПЗ нефть получается в результате перегонки нефти – разделения углеводородов за счет их различной температуры кипения. Для нефти – это 180 °С.

СУГ – это газ, который получают из попутного нефтяного газа, являющегося побочным продуктом добычи нефти. Долгое время он был не нужен и просто сжигался, но закон о мерах по сокращению загрязнения окружающей среды от 2009 года заставил нефтедобывающие компании находить ему полезное применение. Сейчас попутный газ на газоперерабатывающих установках разделяется на сухой отбензиненный газ и смесь газов под названием «широкая фракция легких углеводородов» (ШФЛУ), которые используются в быту. При разделении ШФЛУ получают СУГ и нефть. НКНХ в своем производстве использует нефть и СУГ почти поровну (соответственно 1,8 млн т и 1,7 млн т).

После этого на нефтехимическом заводе нефтепродукты проходят стадию пиролиза. Это распад нефтегазового сырья (нефти и СУГ) на компоненты при высокой температуре (около 850 °С). Происходит он в трубчатых печах. В результате получают мономеры, то есть простые соединения молекул. Важнейшие мономеры в нефтехимии – это этилен, пропилен, бутадиен.

Схема нефтехимического производства



Источник: SberCIB

Эти полупродукты в чистом виде не используются, из них делают продукты нефтехимии в результате процесса полимеризации. Полимеризация – это соединение простых молекул (мономеры) в длинные цепочки (полимеры) в ходе химической реакции. Происходит это на специальной установке.

Наиболее распространенные полимеры, или конечные продукты нефтехимии, – это полиэтилен, полипропилен, синтетические каучуки, капролактамы. Нефтехимические компании не производят продукцию конечного потребления – это B2B-отрасль. Продукты нефтехимии закупают переработчики, которые и производят конечную продукцию: изделия из пластмасс, автомобильные шины, синтетические волокна, упаковку и прочее.

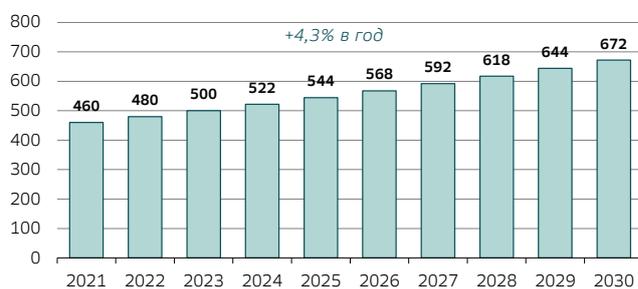
Развитие нефтехимии в мире и в РФ

Мировой рынок нефтехимии до 2030 года будет расти в среднем на 4,3% в год. На Россию сейчас приходится 3% мирового производства нефтехимической продукции, но в планах российского правительства нарастить масштабы сектора. Для решения поставленной задачи, в частности, были введены налоговые льготы для производителей продукции нефтехимии. Благоприятный регуляторный режим позволил российским нефтехимическим компаниям за последнее десятилетие значительно увеличить объем инвестиций в расширение производства. Однако санкции немного затормозят развитие отрасли – из-за них возник дефицит импортного оборудования и технологий.

Последние два года непростые для мирового рынка нефтехимии. В 2021 году мировой рынок нефтехимии немного оживился после пандемии, однако в 2022–2023 годах из-за дорогой нефти ситуация вновь ухудшилась. Превышение спроса над предложением на нефтяном рынке достигло 2%, что почти соответствует объему поставок с Ближнего Востока. В Аналитическом центре ТЭК считают, что разрыв между предложением и спросом на энергоносители будет полностью ликвидирован лишь к 2030 году. Однако это не мешает рынку нефтехимии расти в среднем на 4,3% в год до 2030 года, согласно [прогнозам](#) Transparency Market Research.

Ожидается, что основной спрос будет со стороны Азиатско-Тихоокеанского региона. В настоящее время спрос на продукцию нефтехимии преимущественно обеспечивают такие отрасли, как строительная и автомобильная, а также производство упаковки. В долгосрочной перспективе спрос на нефтехимию должен активизироваться также со стороны развивающихся стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Это хорошая возможность для российских компаний в условиях санкций.

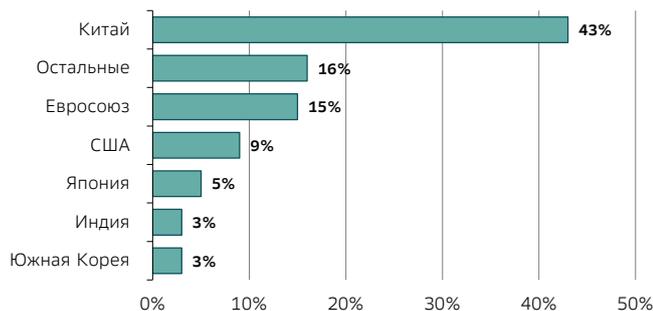
Мировой рынок нефтехимии будет расти в среднем на 4,3% в год до 2031 года, \$ млрд



Источник: Transparency Market Research

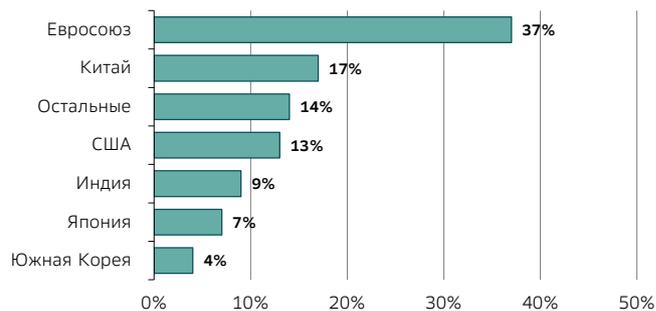
■ **Крупнейшие мощности по производству и переработке продукции нефтехимии расположены в Китае.** По данным GlobalData на 2019 год, в Китае сосредоточено почти 30% мировых нефтехимических мощностей. Одна только китайская нефтехимическая компания Sinopec по производственным мощностям втрое превосходит весь нефтехимический комплекс России – Sinopec производит в год 13 млн т этилена. По мнению консалтинговой компании Wood Mackenzie, к 2030 году мировой спрос на этилен и пропилен вырастет на 30%, а предложение – на 25%. Драйвером как спроса, так и предложения будет Китай.

Крупнейшие страны-продавцы продукции нефтехимии в денежном выражении, 2022 год



Источник: CEFIC

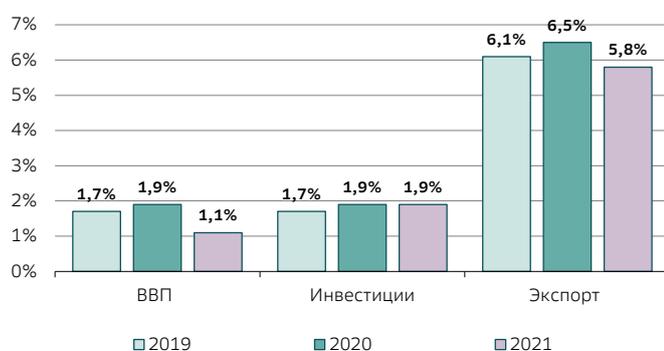
Крупнейшие страны-покупатели продукции нефтехимии в денежном выражении, 2022 год



Источник: Statista

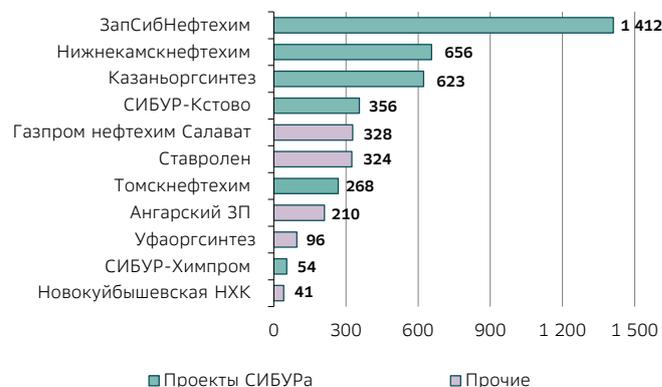
- **Россия занимает небольшую часть мирового рынка – 3%.** В структуре российского ВВП доля нефтехимической отрасли составляет чуть больше 1%. Согласно стратегии развития химического и нефтехимического комплекса на период до 2030 года, ожидается серьезный рост инвестиций в сектор, поскольку нефтехимия – это продукция с высокой добавленной стоимостью. Ее стоимость превышает себестоимость сырья в 1,6 раза.

Доля нефтехимии в российском ВВП, инвестициях и экспорте



Источник: Росстат

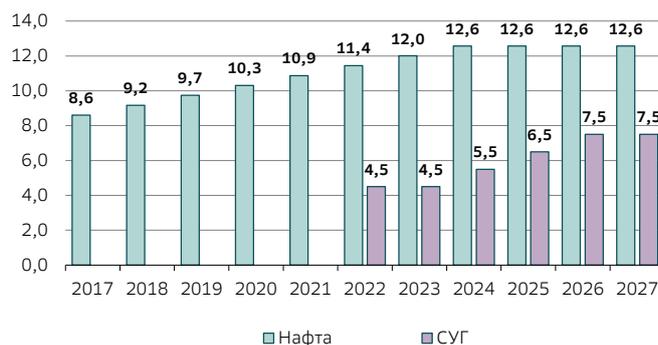
Крупнейшие российские нефтехимические компании по выпуску этилена, 2022 год



Источник: ТЕК Info Consult

- **Правительство РФ планирует заметно увеличить долю нефтехимии в экономике, отрасль стимулируется льготами.** Мера поддержки – обратный акциз на переработку сырья, то есть нефти, СУГ и этана. Обратный акциз на нефть работает с 2015 года. Нефтехимические компании получают сейчас 12 тыс. руб. за переработку одной тонны нефти. Льгота за переработку СУГ появилась с 2022 года, ее размер составляет 4,5 тыс. руб./т для компаний, которые в 2022–2027 годах вложат не менее 65 млрд руб. в модернизацию или строительство новых мощностей. Если же инвестиции составят более 110 млрд руб., то льгота на СУГ вырастет до 7,5 тыс. руб./т с 2026 года.
- СИБУР, акционер НКНХ, уже подписал соглашение с Минэнерго о том, что гарантирует такие инвестиции.

Размер обратного акциза для нефтехимии на переработку тонны нефти и СУГ



Источник: НК РФ

- **В результате этих мер правительство России [ожидает](#) роста нефтехимического комплекса на 4% в год в следующие 15 лет.** Сейчас в секторе много новых проектов. С декабря 2023 года с полной загрузкой работает крупный комбинат СИБУРа в Тобольске (ЗапСибНефтехим) производственной [мощностью](#) 2,5 млн т базовых полимеров.

 - ▶ **Нефтехимические проекты очень капиталоемкие.** Средний размер инвестиционных вложений в проекты нефтехимии выше, чем во многих других отраслях тяжелой промышленности и в энергетике. На ЗапСибНефтехим было потрачено \$8,8 млрд. Сейчас производство комбината расширяется – на это будет [потрачено](#) \$1,1 млрд. Также СИБУР вместе с китайской Sinopec строит масштабный Амурский газохимический комплекс – затраты на него [оценивались](#) не менее чем в \$10 млрд в 2021 году. Стоимость уже упомянутого выше проекта НКНХ «ЭП-600» составляет, по нашим оценкам, \$2,3 млрд.
 - ▶ **Длинные сроки реализации.** В нефтехимическом производстве, где нужны высокие температуры и давление, используются лишь специальные марки стали и особое оборудование. От идеи до запуска завода проходит три, а чаще четыре-пять лет и даже более. Много времени уходит на проведение предварительной оценки и принятие решения об инвестициях.
- **Из-за санкций сроки реализации проектов увеличились.** В реализации новых нефтехимических проектов в России активно участвовали зарубежные партнеры. Также установки полимеризации этилена были завязаны преимущественно на западных лицензиаров, сейчас нефтехимические компании налаживают партнерство с альтернативными поставщиками технологий, преимущественно из азиатского региона. Из-за санкций многие альянсы разрушились, что привело к переносу сроков некоторых проектов:

 - ▶ **РусХимАльянс (плюс 3,1 млн т этилена).** РусХимАльянс перенес запуск одного из крупнейших в стране нефтехимических проектов на два года из-за конфликта с бывшим партнером, германской нефтехимической компанией Linde, которая отвечала за поставки ключевого оборудования.
 - ▶ **Ставролен (плюс 1 млн т этилена).** ООО «Ставролен» (входит в Лукойл) [перенесло](#) начало строительства газохимического комплекса на 2023 год из-за проблем с импортозамещением, в частности с поиском необходимых комплектующих.

- ▶ **Иркутский завод полимеров.** (плюс 0,7 млн т этилена). Иркутская нефтяная компания может [перенести](#) запуск Иркутского завода полимеров из-за задержек с поставками оборудования.
- ▶ **ЭП-600 (плюс 0,6 млн т этилена).** Проект НКНХ переносили уже не раз: сначала из-за [банкротства](#) турецкого подрядчика Gemont летом прошлого года, а также из-за дефицита некоторых зарубежных технологий после санкции – потребовалось время на поиск альтернативных поставщиков.

Ожидаемые новые этиленовые мощности

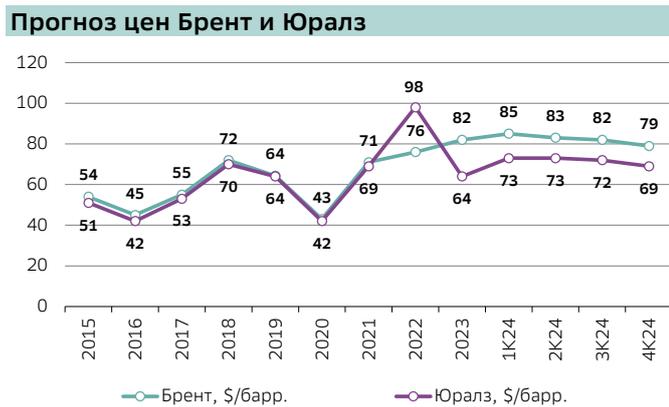
Компания	Мощность, млн т	Год ввода	Инвестиции, млрд руб.
Амурский ГХК (СИБУР)	2,3	2027	1 080
Нижнекамскнефтехим (СИБУР)	0,6	2025	200-220
Новоуренгойский ГХК (Газпром)	0,4	2025	н. д.
Иркутский завод полимеров	0,7	2025	250
Прочие производители	0,7	2025	н. д.
Ставролен (Лукойл)	1,1	2030	н. д.
Восточная НКК (Роснефть)	1,4	2030	н. д.
Ангарский завод полимеров (Роснефть)	0,2	2030	н. д.

Данные: SberCIB, Минэнерго

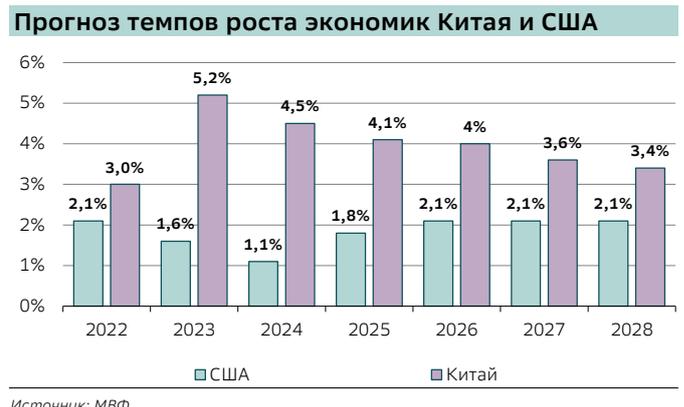
Ценообразование и ключевые рынки

Рынок нефтехимической продукции представлен в основном полимерами, рынка мономеров в России практически нет из-за сложностей с их транспортировкой. Цены на нефтехимическую продукцию зависят от котировок нефти, из которой получают базовое сырье (нафту), и отличаются высокой волатильностью. Так, за последнее десятилетие цены на полимеры изменялись более чем в два раза.

- Цены на СУГ и нефть почти полностью зависят от цен на нефть, а стоимость нефтехимической продукции определяется ценами на нефть. Мы ожидаем, что цены на нефть к концу 2024 года окажутся на уровне 79\$/барр. В долгосрочной перспективе спрос на нефть, вероятнее всего, будет снижаться на фоне перехода к чистым источникам энергии, а также замедления роста экономик США и Китая, по прогнозам Международного энергетического агентства (МЭА).



Источник: SberCIB Investment Research



Источник: МВФ



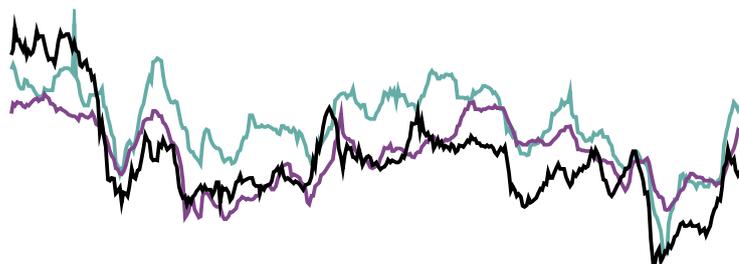
Источник: SberCIB



Источник: SberCIB

- Мировые цены на продукцию нефтехимии очень волатильны. Стоимость мономеров и полимеров определяется стоимостью сырья, а также балансом спроса и предложения. Причем цены на мономеры более волатильны, чем на полимеры. Так, за последние десять лет на рынках Европы цены на мономеры отличались в шесть раз, а на полимеры – примерно в два раза. Поскольку стоимость продукции нефтехимии в России формируется как производная от мировых цен, она также волатильна.

Цены на мономеры и бензол в Европе, \$/т



	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
— Этилен NWE	1325	935	880	900	1175	840	780	1140
— Полипропилен NWE	1065	810	545	720	890	890	685	870
— Бензол RDM	1670	690	670	900	950	545	760	800

Источник: Thomson Reuters, ЦСР <https://www.csr.ru/upload/iblock/d88/9vy10zbpvss8f0h8z31616dij5zab3s6.pdf>

- **Цены на продукцию нефтехимии в Европе выше, чем в Азии.** С одной стороны, это парадоксально, поскольку в Азии самый высокий спрос. С другой стороны, компании по большей части договариваются об очень крупных поставках в Китай, поэтому делается оптовая скидка. В европейских странах клиентам нужна продукция в меньших объемах, из-за чего растут затраты на транспортировку. Также на ценообразование в ЕС влияет структура марочного ассортимента продукции: в ЕС спрос на более редкие марки выше, поэтому и рынок более премиальный.

Цена бензола в Европе превышает цену в Азии



Источник: SberCIB

Цена полиэтилена низкого давления в Европе выше цены в Азии



Источник: SberCIB

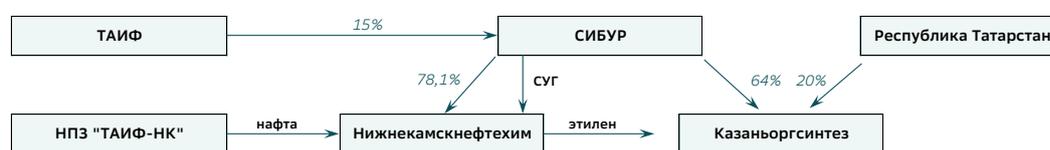
Зависимость от импортной нефтехимии в России снижается. В 2017 году зависимость российской экономики от импортной нефтехимии [оценивалась](#) в 27%. Сейчас этот показатель должен быть в два раза меньше из-за запуска ЗапСибНефтехима. Отраслевые компании также начинают производить продукцию, которой раньше в России не было. Например, Казаньоргсинтез реализуют проект по производству гексена, который сейчас не производится в РФ.

Как работает НКНХ?

НКНХ производит продукцию из нефти, которую приобретает у бывшего акционера – группы «ТАИФ», и из СУГ, который ему поставляет СИБУР. Бизнес НКНХ можно условно разделить на три части. Первая – производство синтетических каучуков (компания занимает лидирующие позиции в этом сегменте в России), вторая – производство пластиков, третья – прочая нефтехимия. Большая часть синтетических каучуков экспортируется. В 2020 году экспорт составлял 42% в структуре выручки НКНХ.

СИБУР – мажоритарный акционер. Заводы НКНХ были построены еще в 1960-х в эпоху расцвета каучуковой промышленности СССР. В середине 2000-х, когда предприятие было в упадке, его основным акционером стала компания «ТАИФ». В 2021 году в рамках объединения на базе СИБУР Холдинга ТАИФ передал СИБУРУ три своих компании – Нижнекамскнефтехим, Казаньоргсинтез и электрогенерирующую ТГК-16. Взамен акционеры ТАИФа получили 15% в объединенной компании, стоимость которой [оценивалась](#) в \$27 млрд. «Золотая акция» НКНХ принадлежит республике Татарстан. Она дает право вето на решения о крупных сделках, реорганизации или ликвидации компании, а также изменения в уставном капитале.

Ключевые акционеры СИБУРа, его «дочки» и основные партнеры НКНХ



Источник: СИБУР, ТАИФ-НК

Выручка и структура продаж

Ежегодно НКНХ может выпускать около 1,8 млн т конечной продукции. После запуска ЭП-600 ее объем вырастет примерно на 1 млн т. Мы ждем, что выручка увеличится со 150 млрд руб. в 2020 году до 420 млрд руб. в 2028 году, а среднегодовые темпы роста за этот период составят 9%. В прошлом году выручка НКНХ составила 236 млрд руб. По нашим подсчетам, это выше, чем в 2022 году на 6%. Рост обусловлен в том числе ослаблением рубля и продажей запасов, сформированных в кризисные годы.

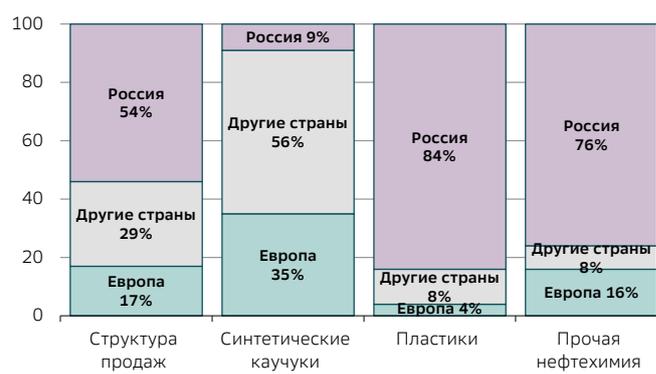
Структуру выручки НКНХ можно разбить на три блока. Первый – это продажи синтетического каучука (40%), второй – пластиков (35%) и третий – прочей нефтехимической продукции (25%). Большую долю синтетических каучуков компания экспортирует, внутри России продается менее 10%. Причем 35% каучуков ранее поставлялось в Европу. Из-за санкций эти продажи, скорее всего, будут перенаправлены в азиатский регион, где крупнейший потребитель – Китай, а цены ниже на 10–15%. Остальная продукция реализуется преимущественно внутри страны, в том числе поставляется Казаньоргсинтезу, дочернему предприятию СИБУРа.

Структура выручки НКНХ (с ЭП-600) по сегментам



Источник: НКНХ, SberCIB

Географическое распределение продаж, 2020 год

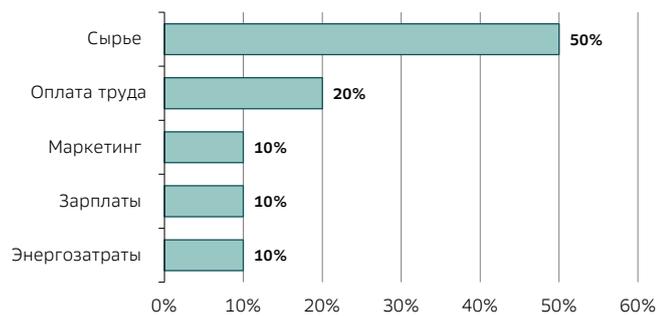


Источник: НКНХ, SberCIB

СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОИЗВОДСТВА

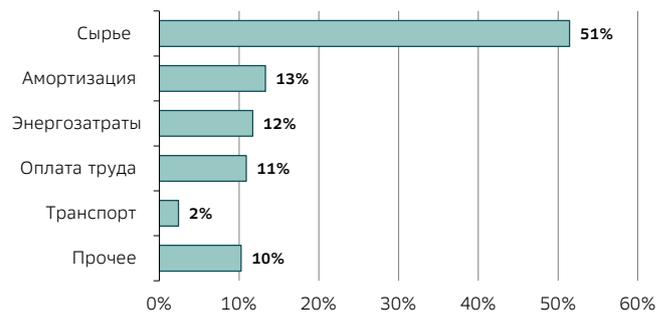
- **Основные затраты приходятся на закупку сырья – около 40% относительно выручки компании.** В целом это сопоставимо с показателями мировых компаний сектора. Вторая по объему статья расходов НКНХ – это электроэнергия и пар (около 15% относительно выручки). Нефтехимические предприятия очень энергоемкие, поскольку обязательным условием процесса пиролиза являются высокие температуры. Зарплаты работников компании, по нашим прогнозам, вырастут со средних 4% от выручки в 2016–2020 годах до 10% в нашем прогнозном периоде до 2028 года. Связано это с тем, что НКНХ, несмотря на оптимизацию персонала, повысил зарплаты до уровня СИБУРа. Кроме того, штат сотрудников возрастет после запуска ЭП-600. Далее рассмотрим подробнее главную статью расходов – сырье.

Производственные затраты мировых компаний сектора, 2020 год



Источник: Deutsche Bank

Производственные затраты НКНХ, 2023 год



Источник: НКНХ

- **НКНХ работает на нефти и СУГ.** По нашим оценкам, сейчас нефтехимический комплекс способен ежегодно перерабатывать 1,8 млн т нефти и около 1,7 млн т СУГ. На выходе при почти полной загрузке мощности НКНХ получает до 2,2 млн т нефтехимической продукции и различного топлива, которое направляется на вторичную переработку или используется для нужд самой компании. Кроме этого, НКНХ обеспечивает необходимым сырьем для производства Казаньоргсинтез. Запуск ЭП-600 и проекта полимеризации потребует еще до 2 млн т нефти, в результате выход конечной продукции в рамках проекта составит около 1,1 млн т. Подробнее об этом проекте мы расскажем ниже в отдельной главе. После полного запуска проекта с полимеризацией производство нефтехимии превысит 3 млн т.

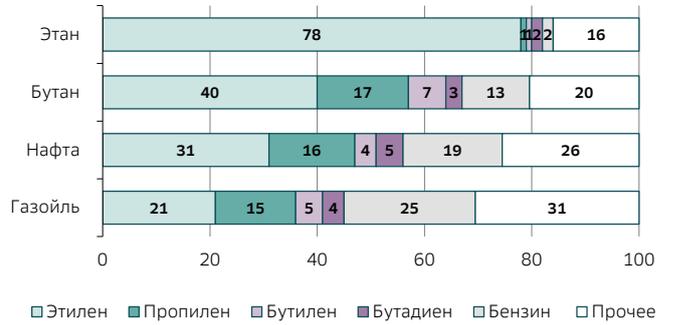
- **Нафту компания закупает у рядом расположенного НПЗ «ТАИФ-НК» по контрактным ценам.** Основную часть необходимого СУГ НКНХ покупает у СИБУРа. Чем легче сырье, тем больше этилена получается на выходе: лидер по этому показателю – этан.

Объемы потребляемого сырья и конечной нефтехимической продукции на НКНХ



Источник: НКНХ

Выход продуктов при пиролизе разных видов сырья, %



Источник: SberCIB, Аналитический центр ТЭК

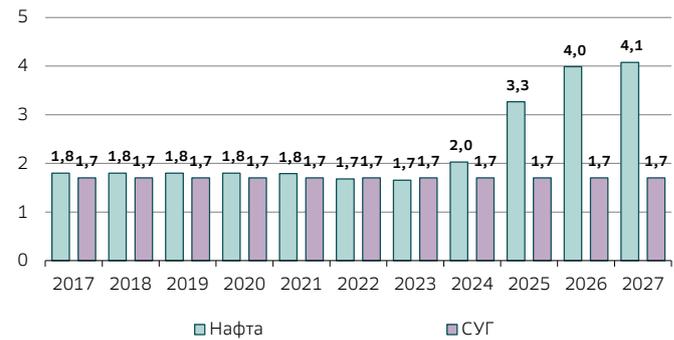
- **Льготы на переработку сырья превышают 10% от операционных расходов.** Мы ожидаем, что в абсолютном выражении льгота на переработку сырья у НКНХ вырастет с нынешних примерно 20 млрд руб. до 50 млрд руб. в 2027 году. Когда обратный акциз на СУГ достигнет максимума (к 2027 году), использование этого вида сырья НКНХ станет более привлекательным. К тому же из одной тонны СУГ получается в два раза больше этилена, чем из тонны нефти. Однако недостаток СУГ в том, что доля бутадиена на выходе оказывается ниже, а это вещество необходимо для производства флагманского продукта НКНХ – синтетического каучука.

Обратный акциз НКНХ по отношению к операционным расходам компании



Источник: SberCIB

Использование сырья на НКНХ, млн т



Источник: SberCIB

- **У СИБУРа более сильная позиция в переговорах с поставщиками сырья.** Это помогает НКНХ получать сырье по более выгодным ценам. Например, в 2022 году из-за роста цен на нефту компания решила снизить закупки сырья у ТАИФ-НК до минимума и даже нашла альтернативных поставщиков, которые согласились продавать нефту по гибким ценам. Из-за этого ТАИФ-НК даже пришлось приостановить работу. Однако позже компании урегулировали разногласия между собой и договорились о приемлемых для обеих сторон ценах.

ЕВИТДА и прибыль

- Запуск ЭП-600 и установка полимеризации могут увеличить скорректированную ЕВИТДА НКНХ почти в два раза – с 65 млрд руб. в 2022 году до 107 млрд руб. в 2028 году. Мы прогнозируем стабилизацию рентабельности компании по ЕВИТДА в 2026

году после колебаний в 2021–2025 годах. Этому будет способствовать в том числе рост ставки обратного акциза на сырье.



Источник: SberCIB

- Чистая прибыль НКНХ в 2023 году составила почти 17 млрд руб. Компания продолжает адаптироваться к закрытию европейских рынков и высоким ценам на нефть. С 2025 года НКНХ начинает платить проценты по кредитам, которые ранее капитализировала в основные средства: это негативно скажется на результате 2025 года. Однако с 2026 года положительный вклад в прибыль начнет вносить проект ЭП-600.

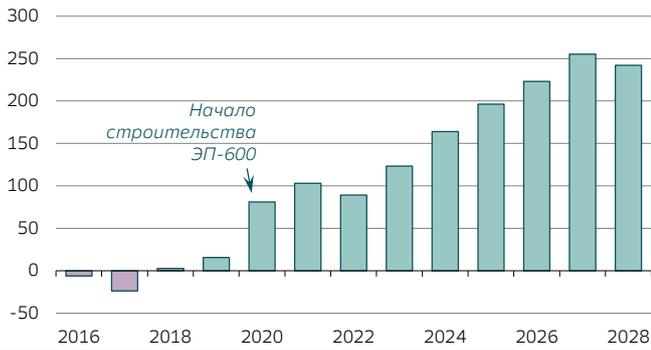


Источники: SberCIB

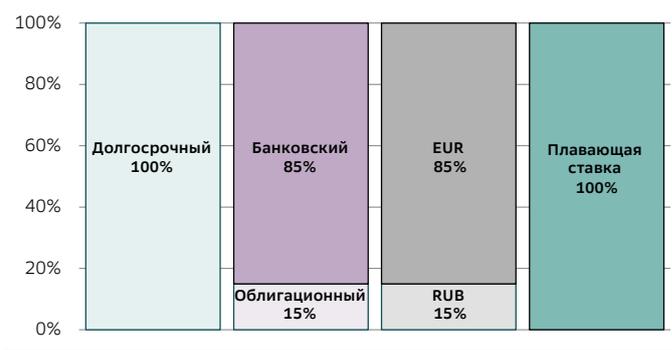
ЭП-600 – главный инвестпроект НКНХ

НКНХ реализует масштабный проект строительства нефтехимического комплекса «ЭП-600» плановой производственной мощностью 600 тыс. т этилена в год. Его стоимость, по нашим оценкам, составляет 200–220 млрд руб., что почти соответствует капитализации всего НКНХ. Строительство началось еще до санкций, когда рынки Европы были открыты для российской нефтехимии. Теперь компания ориентирует продажи на альтернативные рынки, где цены на нефтехимию ниже, и пока не может определиться с конечной корзиной нефтехимической продукции. Проблем добавляет вопрос с финансированием строительства: для окончания реализации проекта потребуется до 100–120 млрд руб., которые компании придется привлекать по более высоким ставкам.

- **ЭП-600 – капиталоемкий проект.** Этот проект начал реализовывать еще ТАИФ в 2019 году. На момент сделки с СИБУРОм проект был готов на 34%, а сейчас – на 75%. Стоимость строительства оценивается в 200–220 млрд руб. – это 90% рыночной капитализации НКНХ.
- **Сроки реализации проекта затянулись.** Работа над проектом идет с некоторыми сложностями, из-за чего сроки запуска сдвинулись на пару лет – до 2024–2025 года. Так, в 2022 году турецкий подрядчик «Гемонт», взявшийся за возведение площадки, прервал работы из-за банкротства. НКНХ потребовалось время на разбирательство в суде и поиск нового подрядчика.
- **Источник инвестиций проекта – кредиты.** В 2018 году долг НКНХ заметно вырос – компания привлекла кредит почти на 1 млрд евро от консорциума немецких банков во главе с Deutsche Bank сроком до 2033 года. Также в 2018 году был получен кредит от Альфа-Банка на 150 млн евро и выпущены рублевые облигации на 15 млрд руб. В результате большая часть долга для проекта – в валюте. А значит, при ослаблении рубля возникает валютная переоценка, которая, помимо прочего, приводит к росту процентных расходов.
- **ЭП-600 требует новых инвестиций – еще \$1,5 млрд.** Сейчас кредитная линия от Deutsche Bank выбрана, инвестиции в ЭП-600 на конец 2023 года составляют 120 млрд руб. На финансирование проекта требуется еще 100 млрд руб., а также до \$1,5 млрд на реализацию проектов полимеризации и производства деривативов (полимеризация позволяет из мономеров (этилена, пропилена, бензола) производить продукты нефтехимии). Вряд ли компания будет привлекать средства в рублях по высоким ставкам, скорее всего, это будет кредит в юанях. Но и по такому кредиту ставка может составить от 7%. Это увеличит размер чистого долга компании почти в два раза: со 116 млрд руб. на середину 2023 года примерно до 230 млрд руб. к 2026 году.

Чистый долг, млрд руб.

Источник: НКНХ, SberCIB

Структура долга, 2020 год

Источник: НКНХ

- Доля капзатрат в иностранной валюте – 20%.** По данным НКНХ, доля импортного оборудования в ЭП-600 составляет около 20%. Из-за ослабления рубля затраты по проекту возросли. Вместе с тем, поскольку почти все оборудование поставляют страны Азии, проблем с поставками нет. Ориентировочный размер капзатрат, связанных с полимеризацией на ЭП-600, равен \$1 500–2 000/т. Это средний мировой показатель капзатрат по проектам, которые реализовывались на Ближнем Востоке и в США. Проект строительства ЗапСибНефтехима потребовал \$8,8 млрд, или \$4,4 тыс. на тонну интегрированной мощности. Если предположить равномерное разделение капзатрат на пиролиз (производство мономеров) и полимеризацию (производство полимеров), то каждый из технологических узлов может быть оценен в \$2,2 тыс. на тонну мощности.
- Проекту потребуется полимеризация.** Полимеризация – это отдельная установка, по сути, новый завод, где мономеры преобразуются в полимеры в ходе химической реакции. Стоимость установки, по нашим оценкам, составит не менее \$1,5 млрд. Помимо того, что НКНХ придется привлекать для этих целей дополнительный долг, есть сложность с подрядчиками таких установок: если ранее это были западные компании, то сейчас необходимо искать альтернативных партнеров. На строительство установки полимеризации может потребоваться еще около двух лет. До этого НКНХ может продавать полупродукты на переработку СИБУРу или Казаньоргсинтезу. Последний, например, нуждается в этилене.
- Нет решения по окончательной корзине продуктов.** Неопределенности проекту добавили санкции Запада в отношении нефтехимической продукции из России – компания пока не может определиться, какой будет конечная корзина продуктов и кому она их будет продавать. Пока планируется, что из 600 тыс. т этилена, произведенного на новом заводе, 270 тыс. т будет направляться на НКНХ, 150 тыс. т – на завод «Казаньоргсинтез», а решение по оставшейся части в объеме 180 тыс. т будет принято в начале 2024 года, согласно планам топ-менеджмента, объявленным осенью 2023 года. Пока что информации по использованию пропилена и остатков этилена нет.

Структура ЭП-600 и возможные варианты использования мономеров



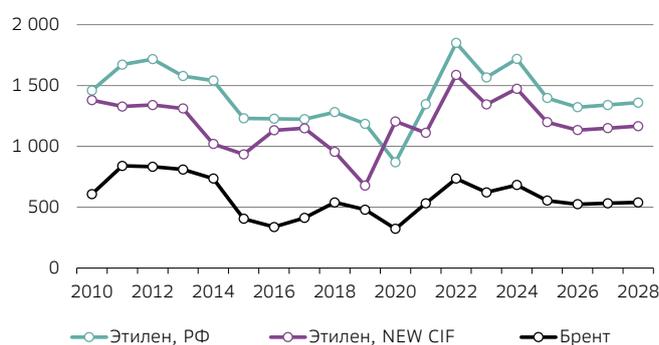
Источник: НКНХ

- **Какого эффекта можно ожидать от проекта?** После установки полимеризации выпуск конечной нефтехимической продукции вырастет с 2,2 млн т до 3,3 млн т. В результате к 2028 году выручка и EBITDA всей компании почти удвоятся. При расчете стоимости проекта мы исходили из того, что пропилен, бутадиен и бензол будут перерабатываться на мощностях НКНХ. Рассмотрим рынки мономеров подробнее.

ЭТИЛЕН

- **Динамика цен на этилен в России и мире коррелирует с динамикой цен на нефть.** В последние годы цены на этилен выросли вслед за нефтяными котировками. Мы ждем, что в прогнозном периоде до 2028 года стоимость этилена, как и Brent, будет стабильной.

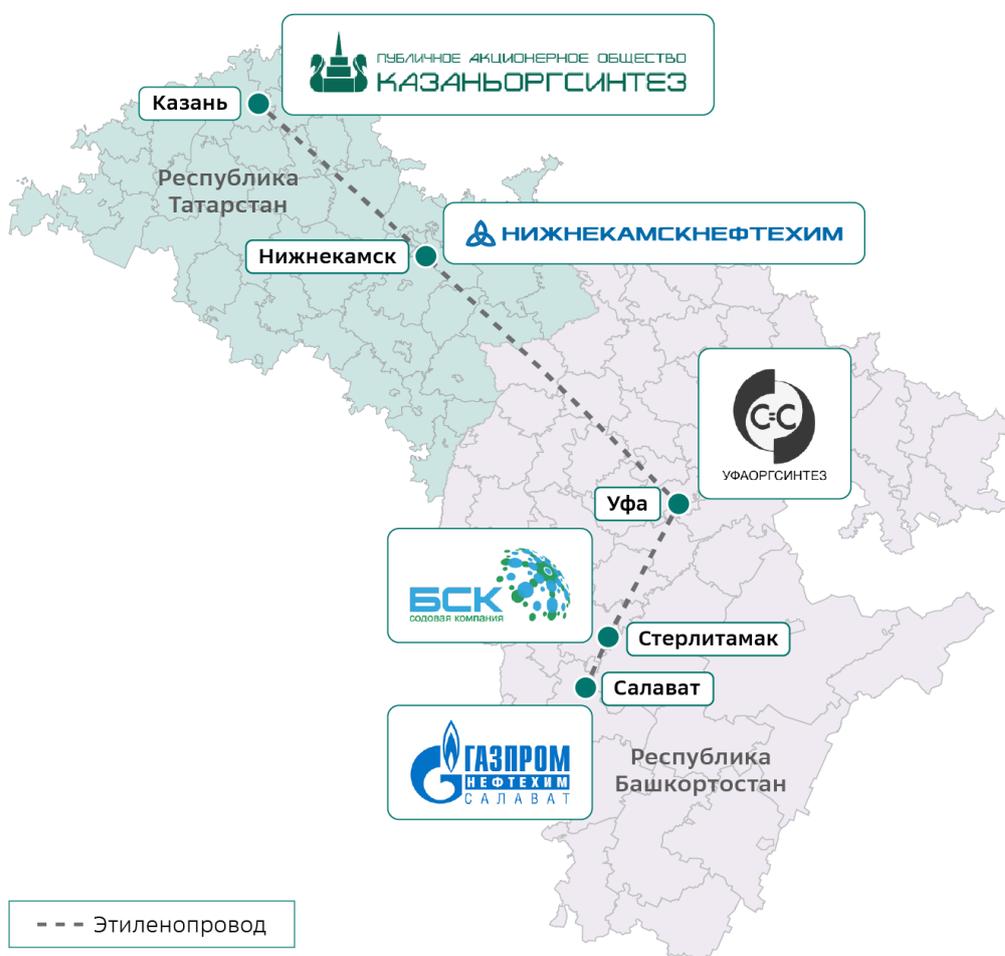
Цены на этилен в Европе и России и стоимость Brent, \$/т



Источник: SberCIB, Минэнерго

- **Более 60% этилена, производимого в мире, уходит на производство полиэтилена.** Также из этилена производят винилхлорид, из которого делают ПВХ, а окись этилена используется для производства моноэтиленгликоля, из которого делают автомобильные антифризы, растворители и пр. Лидеры на этом рынке – Китай и США. На Россию приходится около 2% мировых мощностей по производству этилена – это 4,7 млн т в год. Столько производит всего одна китайская нефтехимическая компания – Zhejiang PC. В России основные производители – это ЗапСибНефтехим (1,5 млн т) и Нижнекамскнефтехим (600 тыс. т).
- **Свободного рынка этилена в России практически нет.** Его отсутствие связано со сложностями транспортировки. Для перекачки этилена от завода к заводу используют специальные этиленопроводы. В России всего одна система этиленопроводов – Поволжское этиленовое кольцо, соединяющее НКНХ с Казаньоргсинтезом, а также с потребителями этилена (Уфаоргсинтез, Башкирская содовая компания, Газпром нефтехим Салават). Его пропускная способность 250 тыс. т в год. Не так давно в России появился способ доставки этилена в контейнерах-цистернах любым видом наземного и водного транспорта, но пока он не сильно распространен.

Схема Поволжского этиленового кольца пропускной способностью 250 тыс. т этилена в год



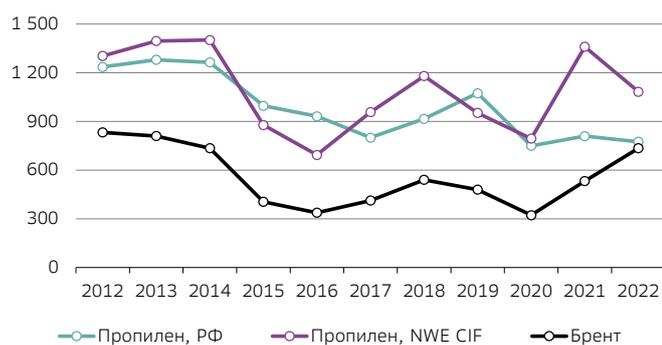
Источник: Glycols.ru

ПРОПИЛЕН, БУТАДИЕН И БЕНЗОЛ

■ Цены на пропилен, бутадиен и бензол коррелируют с нефтяными котировками.

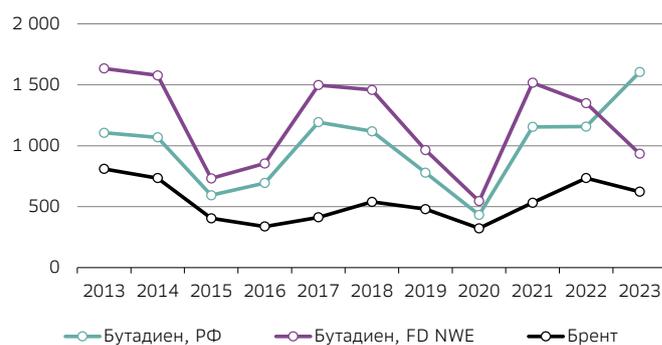
В России производится около 3 млн т пропилена в год, в то время как мировые мощности – 154 млн т. Продавать пропилен внешним потребителям намного проще: в отличие от этилена, его можно перевозить в специальных цистернах. Большая часть пропилена в России перерабатывается в полипропилен, из которого потом делается упаковка, часть идет на текстиль и товары народного потребления. Что касается бензола, то больше половины его выпускается на пиролизных установках, а треть – на НПЗ. Производство составляет 1,37 млн т в год. Около половины бензола в России перерабатывается в стирол, из которого затем производят стройматериалы, компоненты медицинского инвентаря и пр.

Котировки пропилена в Европе и России и цена Brent, \$/т



Источник: Росстат, SberCIB

Котировки бутадиена в Европе и России и цена Brent, \$/т



Источник: Росстат, SberCIB

Акции НКНХ и дивиденды

Акции НКНХ входят в третий котировальный список. Они не представляют интереса для инвесторов с точки зрения дивидендов, поскольку все свободные средства компании сейчас уходят на новый проект. Последние выплаты акционерам составили лишь 15% от чистой прибыли по МСФО, а дивидендная доходность – всего 1,3%. В ближайшие пять лет выплаты акционерам вряд ли увеличатся.

Акции НКНХ торгуются на бирже с 2008 года. Компания получила листинг своих обыкновенных и привилегированных акций за полгода до финансового кризиса. Обе бумаги входят в третий котировальный список – это означает, что их можно приобрести, только став квалифицированным инвестором или пройдя тест у брокера на более глубокое знание финансового рынка. Сейчас капитализация компании составляет 210 млрд руб. с учетом привилегированных акций.

Дивиденды

Дивидендная политика. После покупки СИБУром дивидендная политика НКНХ была приведена в соответствие с дивидендной политикой мажоритарного акционера. Эта политика предполагает выплату акционерам доли чистой прибыли по МСФО. До этого базой расчета дивидендов НКНХ была чистая прибыль по РСБУ. Прибыль, от которой платятся дивиденды, корректируется на:

- сумму курсовых разниц;
- сумму исключительных неденежных доходов и расходов;
- сумму разовых доходов и расходов.

Коэффициент дивидендных выплат, предусмотренный дивидендной политикой НКНХ, составляет не менее 15% от чистой прибыли по МСФО (против 50% у СИБУРа). Размер выплат может увеличиться после завершения инвестиционных проектов.

По привилегированным акциям у НКНХ фиксированный дивиденд – 0,06 руб. на акцию, но, согласно уставу, сумма выплат не может быть меньше, чем выплачивается в этот год на одну обыкновенную акцию. Привилегированные акции НКНХ торгуются с дисконтом к обыкновенным. Дело в том, что их ликвидность ниже, они предполагают меньше прав и не дают возможности держателям голосовать в те периоды, когда компания платит дивиденды.



Источник: МосБиржа

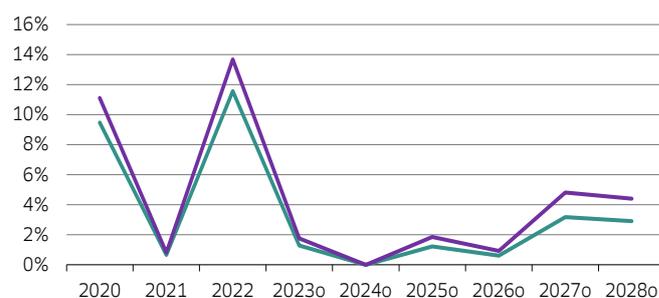
- **Акции НКНХ представляют мало интереса в плане дивидендов.** Дивиденды НКНХ за 2022 год составили 1,5 руб. на акцию, что предполагает дивидендную доходность 1%. Существенные дивиденды НКНХ платил за 2019 год – тогда доходность по обыкновенным и привилегированным акциям составила соответственно 9% и 11%. За 2021 год – после сделки с СИБУром – акционеры получили 10,3 руб. на акцию, доходность составила 12% по обыкновенным акциям и 14% по привилегированным. Мы не ожидаем значимых дивидендов в будущем, учитывая, что запас денежных средств на балансе сейчас минимальный (3,4 млрд руб. на конец 2023). Причина – активная фаза инвестиционного цикла. Мы полагаем, что по крайней мере до окончания строительства ЭП-600, то есть до 2025 года, дивиденды компании будут минимальными.

Прибыль и дивиденд на акцию, руб.



Источник: SberCIB

Дивидендная доходность



Источник: SberCIB

Ограничение ответственности