

- Крупнейший терминал по перевалке зерна в России, торгующийся по крайне привлекательной оценке

Краткое описание

- НКХП («Новороссийские Комбинат Хлебопродуктов») – крупнейший российский терминал по перевалке зерна
 - Расположен в акватории порта Новороссийск (глубоководный)
 - Основная деятельность – оказание услуг по перевалке зерна (76% от выручки и 97% от EBITDA)
 - Мощности по перевалке: около 5-6 млн тонн (но везде пишут про 3,5 млн тонн, как было в 2015 г.)
 - В данный момент реализуют инвест программу по расширению мощностей (см. слайд 2)

Клиентская база

- Структура клиентов непрозрачна, в 2016 г. было только 2 клиента, на каждого из которых приходилось более 10% выручки (возможно, большая часть - трейдинговый бизнес)
- Компания взимает тарифы с клиентов в долларах

Данные по акциям:

- Только обыкновенные акции, I ур., допэмиссий не было
- Текущая цена: 201,5 руб.
- Рыночная капитализация: 13 688 млн руб.
- Free float: 11% (по данным Московской биржи: 27%)
- Среднедневные объемы: около 2 млн руб. (исключая пик 19.09.2017 в 987 млн руб.)

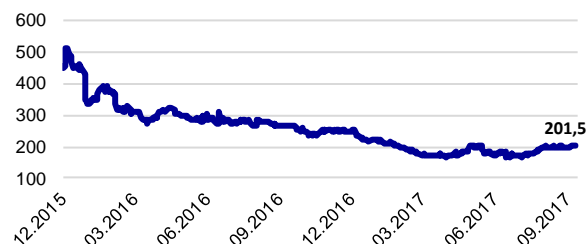
Структура владения:

- Контроль над компанией у ОЗК с 51% (50+1 в ОЗК принадлежит РФ, 50%-1 принадлежит ГК «Сумма»)
- Существенное изменение за последний год: продажа пакета офшором ГК «Суммы» в пользу, видимо, банка ВТБ – основного кредитора и организатора IPO (22%)
- Около 7,2% в доверительном управлении у НПФ Будущее

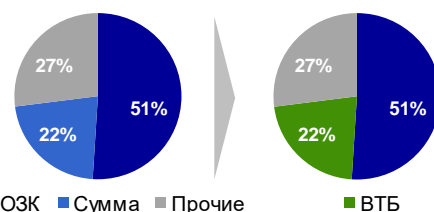
Финансовые показатели и мультипликаторы:

- НКХП в данный момент торгуется при P/E 2017 года в 6,0x, EV/EBITDA 2017 года в 4,6x, что ниже Global Ports, на уровне НМТП, и существенно ниже зарубежных аналогов
 - С другой стороны рентабельность НМТП в 75% выглядит «не долгосрочной». НКХП в своей презентации обещал придерживаться 60% рентабельности по EBITDA
- Рекордные объемы перевалки свидетельствует, что 2017 год будет самым удачным для компании за все время (при условии, что в 2П 2017 тарифы сильно не снизятся)

Динамика цены акции, руб.



Структура владения 1П 2016 vs 1П 2017



Мультипликаторы сопоставимых компаний

Показатель	Global Ports	НМТП	Прочие международные
EBITDA маржа LTM	49%	75%	45%
EV/EBITDA LTM	11,4x	5,7x	9,9x
EV/EBITDA 2017	8,2x	5,8x	9,5x
P/E LTM	-	4,3x	17,7x
P/E 2017	10,3x	6,4x	16,4x

Мультипликаторы стоимости НКХП

Показатель	IPO LTM	Текущие LTM	Текущие 2017П
Капитализация	34610	13688	13688
Enterprise value	33570	14330	14330
EV/EBITDA	13,2	5,4x	4,6x
EV/EBIT	13,9	5,8x	4,8x
P/E	18,3x	7,2x	6,0x
P/BV	12,7x	3,4x	3,4x

Ключевые финансовые показатели

Показатель	Ед. изм.	2012	2013	2014	2015	2016	LTM 1П 2017	2017П	1П 2016	2П 2016	1П 2017	2П 2017П
Объем перевалки	тыс. тонн	3 160	1 940	3 250	3 363	3 232	4 830	6 300	1 044	2 188	2 642	3 658
Выручка от перевалки	млн руб.	1 583	1 230	2 335	3 437	2 910	3 695	4 458	1 085	1 825	1 870	2 588
Примерный тариф руб.	руб./тонна	501	634	719	1 022	900	765	708	1 039	834	708	708
Примерный тариф US\$	US\$/тонна	16,1	19,9	18,7	16,8	13,4	12,6	12,2	14,8	13,1	12,2	12,2
Прочая выручка	млн руб.	1 461	558	755	3 181	1 815	1 784	1 784	620	1 195	589	1 195
Выручка всего	млн руб.	3 044	1 788	3 090	6 618	4 725	5 479	6 242	1 705	3 020	2 459	3 783
Рост	%		-41%	73%	114%	-29%	-	32%			44%	25%
Валовая прибыль	млн руб.	1 048	872	1 879	2 969	2 382	3 003	3 608	842	1 540	1 463	2 145
Рентабельность	%	34%	49%	61%	45%	50%	55%	58%	49%	51%	60%	57%
EBITDA	млн руб.	953	830	1 713	2 167	1 929	2 646	3 128	587	1 342	1 304	1 824
Рентабельность	%	31%	46%	55%	33%	41%	48%	50%	34%	44%	53%	48%
EBIT	млн руб.	803	692	1 588	2 038	1 785	2 482	2 970	519	1 266	1 216	1 754
Рентабельность	%	26%	39%	51%	31%	38%	45%	48%	30%	42%	49%	46%
Чистая прибыль	млн руб.	661	568	1 319	1 705	1 405	1 903	2 290	452	954	950	1 340
Рентабельность	%	22%	32%	43%	26%	30%	35%	37%	26%	32%	39%	35%
Дивиденды на акцию	руб.	9,6	8,9	15,2	17,4	11,8	-	17,8	-	-	7,4	10,4
Payout ratio	%	98%	106%	78%	69%	57%	-	53%	-	-	53%	53%
CAPEX	млн руб.	(70)	(25)	(296)	(565)	(1 922)	(1 423)		(1 139)	(782)	(641)	(641)
Капитал	млн руб.	1 792	1 961	2 308	2 614	3 207	4 000					
ROE	%	37%	30%	62%	69%	48%	53%					

Источники: данные Компании, открытые источники

- Крупнейший терминал по перевалке зерна в России, торгующийся по крайне привлекательной оценке

Краткое описание

География поставок с порта

- Основные направления экспорта в 2016 г. – Египет (45%), Саудовская Аравия (13%), доля остальных менее 5%. Также традиционные покупатели российского зерна это Турция и Иран (нет поставок с НКХП)

Инвестиционная программа

- В данный момент порт реализует собственную инвестиционную программу, которая направлена на увеличение мощностей по перевалке, хранению, постройке доп. инфраструктуры (более подробно см. на сайте и в презентации для инвесторов). Планируется в том числе строительство дополнительной жд инфраструктуры (см. последний пункт Конкурентного положения)
- Программа была существенно сдвинута (изначально планировали основные вложения в 2015-2016 гг., теперь это 2016-2018 гг.)
- Изначально, на конец 2015 г., инвест программа оценивалась в 5,2 млрд руб., но в последнем интервью CEO заявил, что вся программа составит 9,0 млрд руб. На текущий момент проинвестировано около 3 млрд руб. Также у меня есть предположение, что программа была изменена и/или расширена, т.к. уже сейчас порт обрабатывает ту мощность, которую они хотели достичь по результатам всей инвест программы [жду комментариев аналитиков НКХП]
 - Что интересно, текущий объем перевалки в целом совпадает с тем, что ранее прогнозировалось в презентации
- В целом по программе много неясного, но уже сейчас видно, что мощности порта существенно выросли, хотя основная часть еще не проинвестирована

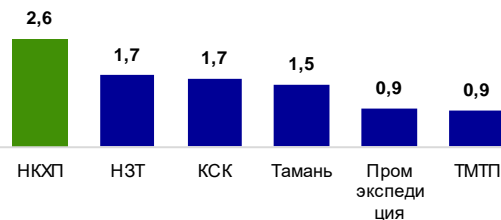
Конкурентное положение:

- На Азовско-Черноморский бассейн, где расположен НКХП, приходится около 97% экспорта зерна из России
- Растет конкуренция: все крупнейшие терминалы активно реализуют собственные инвест. программы (все как один начали в ~2015-2017 гг.), направленные на увеличение мощностей (даже речные). Многие экспортеры зерна также строят свои речные терминалы
- Видимо, ввиду роста мощностей, тарифы зерновых терминалов сейчас снижаются. Исторически в РФ тарифы были на уровне US\$ 19, сейчас у НКХП около US\$ 12-13 по моим расчетам (до 2015 г.: US\$ 18-20) (см пред. слайд). В Европе и Украине тарифы на уровне US\$ 8 – 9.
- Одна из российских проблем при экспорте зерна – это инфраструктура и тарифы железных дорог. Судя по разным статьям, ЖД пути около Новороссийска образуют горлышко, что затрудняет экспорт (возможно по этой причине так активно строят новые терминалы, в том числе на реках)

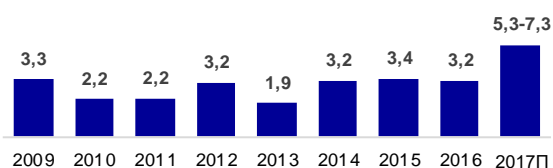
Описание рынка и ключевых тенденций:

- Мировые и российские экспортные цена на пшеницу сейчас находятся на многолетних минимумах
- Экспорт пшеницы из России сейчас наоборот бьет все рекорды (в 2016 г. Россия была экспортером №1) по причине хороших урожаев и увеличением пахотных земель + урожайности
- Плохой урожай последний был уже давно, поэтому велик риск повторения неурожайного года
- Также на российский экспортный рынок очень сильно влияют политические факторы (так, например, Египет, один из крупнейших импортеров, недавно пол месяца не закупал пшеницу из России, т.к. якобы нашел в ней некие вредные вещества)

Объем перевалки российскими зерновыми терминалами за 1П 2017 г.



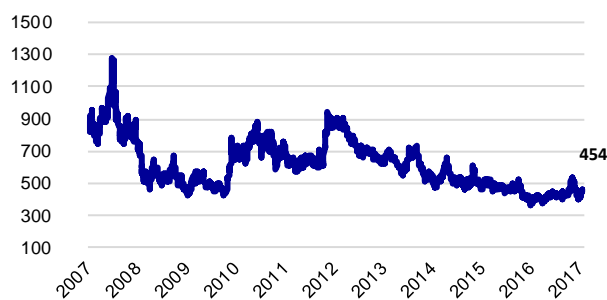
Динамика перевалки НКХП, млн тонн



Российские экспортные на пшеницу, US\$/тонна



Мировые цены на пшеницу, US центы/бушель



Динамика экспорта зерна из РФ, млн тонн



- Крупнейший терминал по перевалке зерна в России, торгующийся по крайне привлекательной оценке

Аргументы ЗА

- Крупнейшие зерновой терминал (лидер рынка) по достаточно низкой оценке
- Значительное падение котировок после IPO
- Растущие объемы экспорта зерна
- Растущие мощности, реализация инвестиционной программы
- Потенциальное увеличение тарифов в случае роста цен на пшеницу
- Сильный и понятный баланс, низкая долговая нагрузка
- Ослабление рубля, долларовая выручка
- Небольшая ликвидность и отсутствие покрытия со стороны аналитиков
- Высокий исторический payout (но текущая доходность небольшая)

Аргументы ПРОТИВ

- Оценка может не показаться низкой в сравнении с другими российскими компаниями (которые сейчас торгуются по 5,0-7,0x P/E) и в частности с НМТП
- Серьезный рост конкуренции и снижение тарифов на перевалку
- Возможные политические (эмбарго на экспорт, конфронтации с импортерами) и погодные риски
- Укрепление рубля (аграрии могут потерять интерес к экспорту)
- Неопределенность с выполнением инвестиционной программы
- Неопределенность с приватизацией ОЗК и возможным делистингом (была информация в 2016 г., возможно более неактуально)

Выводы

- Не скрою, я начинал анализ компании с большим энтузиазмом, так как считал, что нашел дико недооцененную компанию с одним из самых низких P/E и EV/EBITDA на российском рынке (по причине плохого понимания бизнес модели)
- В то же время, я все равно считаю, что компания существенно недооценена. НКХП характеризуется достаточно низкой оценкой для прибыльной, растущей инфраструктурной компании, платящей дивиденды и не проявляющей недружественных действий по отношению к акционерам.
- Компания обладает рядом очевидных конкурентных преимуществ, а реализация инвестиционной программы позволит существенно увеличить финансовые показатели. На данный момент все идет к тому, что компания покажет рекордное второе полугодие 2017 г.
- Я считаю, что акции НКХП в текущей ситуации это хорошая покупка.

Вся информация в данном документе носит исключительно информационный характер и не является рекомендацией и/или предложением к совершению сделок с любыми финансовыми инструментами. Никакая часть из представленной информации не может быть использована для принятия инвестиционных решений. Автор не несет ответственности за последствия использования информации выше, в том числе за финансовый результат (положительный или отрицательный) от сделок с любыми финансовыми инструментами. Автор оставляет за собой право изменять любые данные, в том числе ретроспективно.