



25 апреля 2024 г.

Татнефтехим

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

research@veles-capital.ru

Новый выпуск, проверенный заемщик

ООО «Татнефтехим» (ВВ+ от АКРА, прогноз «Стабильный») планирует разместить новый выпуск облигаций объемом не менее 300 млн руб.

Направления деятельности и рыночные позиции компании

Компания ООО «Татнефтехим» является производителем нескольких видов топлива, занимается закупками и реализацией горюче-смазочных материалов (ГСМ), а также оптовой торговлей светлыми и темными нефтепродуктами. Владеет на территории Республики Татарстан нефтебазой, которая имеет железнодорожные подъездные пути и навигационный причал, обеспечивающий заправки речных судов. Обладает доступом к трубонефтепродуктопроводу, собственным парком автоцистерн и вагонов-цистерн. Торговля ГСМ осуществляется в партнерстве с российскими НПЗ, входящими в структуры вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ВИНК): ПАО «Газпром нефть», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ПАО «Татнефть».

На данный момент ООО «Татнефтехим» имеет возможность осуществлять оптовые отгрузки нефтепродуктов с более чем 550 базисов (нефтезаводов и нефтехранилищ), обслуживая свыше 60 регионов РФ и свыше десятка различных секторов экономики в части обеспечения их производственных процессов всеми видами энергоресурсов.

В структуре реализации нефтепродуктов по их видам преобладает дизельное топливо — 57,1% по итогам 2023 г., в том числе за счет активного увеличения производства собственного продукта. На бензины приходится 16,2%. По 8,8% и 8,4% соответственно занимают керосин и печное топливо. Структура реализации нефтепродуктов по контрагентам хорошо диверсифицирована между производственным сектором (28,5% в 2023 г.), нефтетрейдерами (24,4%) и АЗС (23,7%). Еще почти 20% в совокупности приходилось на бункеровщиков и тендеры (в том числе гособоронзаказ). Компания отмечает, что нашла свою нишу практически во всех ключевых для отрасли сегментах экономики, что делает ее менее зависимой от сезонных факторов и циклов экономического роста.

В связи с ростом объема реализации дизельного топлива и услуг бункеровки судов, данное направление в 2023 г. было выведено в отдельную дочернюю компанию.

Основным регионом присутствия эмитента является Приволжский ФО, однако в целом компания представлена во всех федеральных округах.

Учредителями Татнефтехима являются ее генеральный директор Марат Исламов (51% акций) и ООО «ИСМА Холдинг» (49%). Компания «Татнефтехим» является головной организацией в группе подконтрольных компаний, состоящей из «ТатнефтехимПродукт», «Синергия Восток», ТД «ТатНефтеХим», «Чулман-Транс» и «ТНХ Бункер».

С июня 2021 г. имеет кредитный рейтинг от агентства АКРА. В июне 2022 г. по рейтингу (ВВ- на тот момент) был присвоен позитивный прогноз, через год рейтинг был повышен до уровня ВВ, при этом позитивный прогноз был сохранен. **В сентябре 2023 г. рейтинг был повышен до ВВ+ со стабильным прогнозом.**

Параметры выпуска

Эмитент	ООО «Татнефтехим»
Серия выпуска	001-P-02
Текущие кредитные рейтинги	ВВ+(RU) от АКРА, прогноз «Стабильный»
Объем, млн	300
Валюта займа	руб.
Срок до погашения	5 лет
Дюрация	0,77 года
Купонный период	60 дней
Амортизация	Погашение частями в даты выплат: 29-го купона - 50%, 30-го купона - 50% (остаток номинальной стоимости)
Ставка первого купона	18,5%
Доходность	20,0%
Уровень листинга	Третий

Компании группы «Татнефтехим»

ООО «ТатНефтеХим»
(оптовая реализация ГСМ и нефтехимии)

ООО «ТатнефтехимПродукт»
(производство собственного продукта)

ООО «ПНБ «Чулман-Транс»
(перевалка, хранение и транспортировка нефтепродуктов)

ООО «Синергия Восток»
(торговый представитель на СПБМТСБ)

ООО «ТД «ТатНефтеХим», ООО «ТНХ Бункер»
(оптовая торговля твердым, жидким и газообразным топливом и подобными продуктами)

Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



Основные производственные активы

Промышленный объект с нефтебазой

Собственные мощности предприятия «Татнефтехим» позволяют принимать, хранить и перегружать нефть и нефтепродукты с одного вида транспорта на другой, производить дизельное топливо всех видов и заниматься оптовой и розничной реализацией ГСМ. В состав промышленного объекта Татнефтехима входят резервуарный парк, комплекс по производству дизельного топлива, собственное причальное сооружение, трубопроводы с привязкой к магистральным нефтепродуктопроводам ПАО «Транснефть», ж/д пути и эстакады и др.

Собственное производство ДТ

Основу комплекса составляет оборудование производства компаний Stargaz Isi Sanayi ve Ticaret A.S. (г. Стамбул, Турция) и АО «Промприбор» (г. Ливны, Россия). Комплекс был запущен в 4 кв. 2019 г. За счет увеличения уставного капитала собственниками в марте 2021 г. были приобретены дополнительно 3 установки, что позволило увеличить мощность производства до 25 000 т/мес. Глубина переработки компонентов – до 85%. Комплекс позволяет производить ДТ двумя способами: без присадок и с присадками. Конечным продуктом является зимнее, межсезонное и летнее дизельное топливо экологического класса К5. Вся продукция соответствует требованиям технического регламента ТС (ТР ТС 013/2011).

Доступ к системе магистральных нефтепродуктов

Компания осуществляет прокачку и прием топлива с основных российских НПЗ (ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ООО «Газпром нефтехим Салават», ПАО «Газпром нефть») по центральному нефтепродуктопроводу ПАО «Транснефть». Также прокачка и прием нефтепродуктов производится напрямую по нефтепродуктопроводу с нефтеперерабатывающих заводов г. Нижнекамска (АО «ТАИФ-НК» и АО «Танеко»).

Логистика и система приема/налива нефтепродуктов

Татнефтехим располагает собственным причальным терминалом с системой налива из резервуаров на речные суда и приемки из речных судов в хранилища. Причал способен принимать суда класса «река-море» («Волгонефть» и «Волга-флот»), а также баржи грузоподъемностью до 9 тыс. т. Помимо этого, ведется эксплуатация ж/д путей по подаче-уборке цистерн, что позволяет производить прием и налив нефтепродуктов объемом более 2 000 т/сутки.

В структуре оптовой реализации горюче-смазочных материалов около 80% нефтепродуктов перевозится ж/д транспортом, еще 15% перевозится самовывозом, оставшиеся 5% приходятся на водный транспорт и нефтепродуктопровод.

Тендерное направление

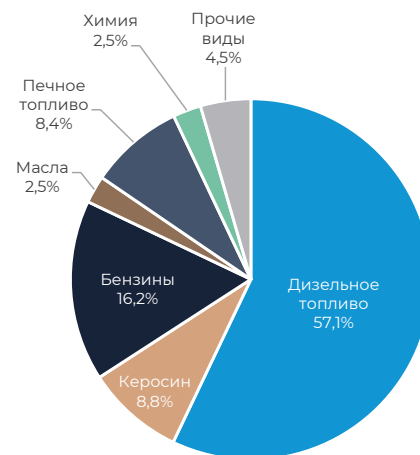
Эмитент принимает активное участие в закупках в соответствии с 44-ФЗ и 223-ФЗ, выполняя государственные и оборонные заказы. Специалисты Татнефтехима работают на таких площадках, как «Сбербанк-АСТ», «Zakaz RF», «otc», «ЭТП», «РТС-Тендер».

Корпоративное управление

В целях совершенствования инструментов управления в феврале 2023 г. в организации было сформировано правление. Должность председателя правления занял Марат Исламов. Также в 2023 г. Татнефтехим впервые подготовил отчетность по МСФО.

Необходимо отметить, что меры и шаги по повышению качества корпоративного управления традиционно имеют заметный вес в оценках рейтинговых агентств. Подготовка отчетности по МСФО уже отразилась в повышении агентством АКРА оценки финансовой прозрачности Татнефтехима. В перспективе улучшение практик корпоративного управления может способствовать новым позитивным рейтинговым действиям.

Реализация по видам нефтепродуктов в 2023 г.



Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал

Основные финансовые показатели

	2021	2022	2023
Выручка, млн руб.	4 756,8	6 453,6	10 738,1
ЕВИТ, млн руб.	264,1	329,4	344,8
Рентабельность ЕВИТ, %	5,6	5,1	3,2
ЕВИТДА, млн руб.	187,9	335,4	405,3
Рентабельность ЕВИТДА, %	7,1	6,3	4,0
Чистая прибыль, млн руб.	137,1	166,5	174,0
Рентабельность чистой прибыли, %	2,9	2,6	1,6

Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал



Финансовые показатели

Выручка и прибыль

Выручка компании демонстрирует уверенный рост. В 2022 г. показатель вырос почти в полтора раза по сравнению с предыдущим годом, составив 6,5 млрд руб. По итогам 2023 г. показатель увеличился уже более чем в полтора раза — до 10,7 млрд руб. В целом **за последние три года выручка выросла почти на 300%**.

Все последние годы компания остается прибыльной, демонстрируя рост финансового результата. В 2022 г. прибыль увеличилась на 21,4%. В 2023 г. темп прироста остался положительным, хотя и несколько сократился после рекордного прироста в предыдущем году. Увеличивать выручку и чистую прибыль позволяет в том числе рост объемов собственного производства.

Структура источников финансирования и долговая нагрузка

Основная часть ресурсной базы компании сформирована собственным капиталом. За период с 2021 по 2023 гг. капитал вырос в полтора раза, достигнув 1,9 млрд руб. Рост собственного капитала происходил как за счет нераспределенной прибыли, так и за счет добавочного капитала (без переоценки), сформированного безвозмездным вкладом оборудования учредителем.

Структура кредитного портфеля эмитента хорошо диверсифицирована по кредиторам и источникам привлеченных средств. В структуре портфеля на конец 2023 г. присутствовали банковские кредиты, облигационные займы и лизинг. В числе основных кредиторов компании — крупнейшие федеральные банки и их структуры.

Рост объемов собственного производства за последние годы потребовал от эмитента наращивания объема запасов, увеличения объема закупок сырья, что в свою очередь вызвало рост дебиторской и кредиторской задолженностей, а также обусловило необходимость привлечения дополнительного внешнего финансирования. На этом фоне финансовый долг эмитента вырос за период 2020-2023 гг. более чем вдвое. При этом в относительном выражении **долговая нагрузка эмитента по показателю «финансовый долг/ЕБИТДА» остается практически неизменной** (снизилась с 2,9х до 2,8х). В силу отсутствия у эмитента значимых объемов денежных средств и эквивалентов показатель «чистый долг/ЕБИТДА» имел схожую динамику.

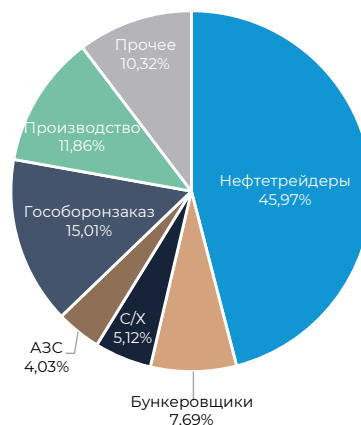
Текущий портфель источников финансирования Татнефтехим успешно диверсифицирует облигационными займами, а также проводит работу с региональными и федеральными банками для расширения доступных кредитных линий с целью поддержания комфортного уровня ликвидности. Основная цель нового привлечения — пополнение оборотных средств предприятия.

Работа с контрагентами

Дебиторская задолженность представлена долгом клиентов и авансами поставщикам. Специфика топливного рынка такова, что на биржевых торгах приобретается полный вагон/цистерны, тогда как фактическая же поставка всегда меньше, поэтому возникает предоплата поставщикам. В целом эмитент придерживается консервативной диверсифицированной политики в отношении дебиторской задолженности и не имеет явно выраженных крупных дебиторов. Специальная служба эмитента отслеживает любые задержки в оплате по контрактам и в онлайн-режиме ставит запрет на любые отгрузки контрагенту. Это позволяет минимизировать потери и ощутимо повысить качество дебиторской задолженности.

Кредиторская задолженность представляет собой авансы по оказанным, но не оплаченным услугам, предусматривающим оплаты по факту реализации услуг: транспортная компания, нефтебаза. Также кредиторами выступают поставщики топлива. Компания не имеет просроченной кредиторской задолженности.

Реализация нефтепродуктов по контрагентам в 2023 г.



Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал

Долговая нагрузка

	2021	2022	2023
Финансовый долг, млн руб.	870,0	950,0	1 197,2
Финансовый долг/ЕБИТДА, х	2,6	2,3	2,8
Чистый долг, млн руб.	869,8	948,8	1 196,2
Чистый долг/ЕБИТДА, х	2,6	2,3	2,8
Проценты к уплате, млн руб.	95,5	122,5	127,9
ЕБИТДА/Проценты к уплате, х	3,5	3,3	2,7
Кредиторская задолженность, млн руб.	131,1	162,3	149,8



Позиционирование займа

Ориентир ставки купона по новому выпуску облигаций компании «Татнефтехим» составляет 18,5% годовых, периодичность выплаты купона – 60 дней. Срок обращения облигаций составит 5 лет. По выпуску предусмотрена оферта через 1 год. Текущий ориентир купона по выпуску транслируется в **доходность на уровне 20% годовых**. Дюрация по выпуску составит 0,77 года.

В настоящее время Татнефтехим имеет в обращении два выпуска облигаций. Оба займа короткие, в частности по биржевому выпуску серии 02 предстоит погашение в июне, а дюрация второго выпуска серии 001-P-01 не превышает 0,5 года.

Новый выпуск при заявленных ориентирах предлагает **премию к G-кривой на уровне 534 бп**. Необходимо сразу отметить, что доходность 20% является безальтернативным предложением на сегодняшнем рынке как в сравнении с эмитентами аналогичной рейтинговой категории, так и в сравнении с эмитентами близкого направления деятельности.

Так, компания «Нафтатранс плюс» (оптовая торговля нефтепродуктами) представлена на рынке четырьмя займами. Лишь один из выпусков эмитента предлагает более высокую доходность, чем новый выпуск Татнефтехима, за счет заметного снижения цены во второй половине апреля текущего года. При этом компания относится, по сути, к другой рискованной категории — рейтингу single B, и в настоящее время объективно несравнима по кредитному качеству с Татнефтехимом.

Еще один эмитент — компания «Сибнефтехимтрейд» (оптовая и розничная реализация продуктов газо- и нефтепереработки) — представлен двумя биржевыми выпусками. Наиболее ликвидный из них биржевой выпуск серии 3 торгуется с премией к G-кривой не более 500 бп. При этом эмитенту присвоен невысокий рейтинг на уровне B.

Наконец, выпуск нефтетрейдера «ЮниМетрикс» предлагает высокую доходность, однако эмитент не располагает кредитным рейтингом. Наряду с длинным характером бумаги (дюрация 1,6 года) отсутствие рейтинга не позволяет объективно сопоставлять эмитента с Татнефтехимом с точки зрения рисков.

Важно отметить, что большинство представленных на публичном рынке нефтетрейдеров исторически либо не располагает кредитными рейтингами, либо имеет рейтинг категории single B, что придает эксклюзивность в данном отраслевом сегменте свежим бумагам Татнефтехима.

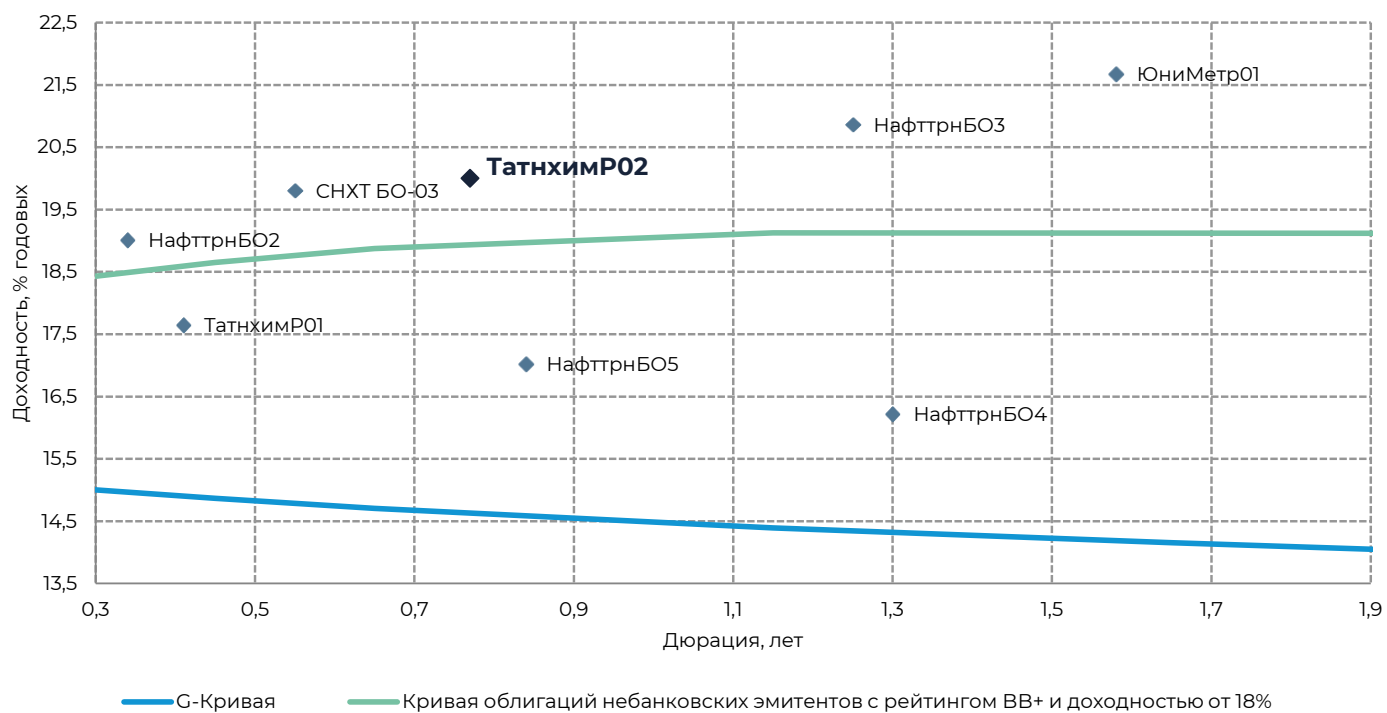
По нашим расчетам, новый выпуск Татнефтехима также предлагает премию около 100 бп к кривой облигаций небанковских эмитентов с кредитным рейтингом BB+ и доходностью от 18% годовых (см. карту рынка). При этом такая кривая сформирована в основной массе лизинговыми эмитентами. В данном контексте облигации Татнефтехима, представляющего реальный сектор экономики, станут отличной альтернативой высокодоходным предложениям финансового сектора.

Интерес к выпуску обеспечивает и уже полюбившаяся инвесторам нестандартная выплата купона раз в два месяца (шесть купонов в год). Для инвесторов такая схема выплат привлекательнее ежеквартальных или полугодовых за счет более частых денежных поступлений. Для самого эмитента выплата купона раз в два месяца является комфортной схемой, так как совпадает со сроком оборачиваемости контрактов.

Среди облигаций с высоким уровнем доходности на рынке преобладают лизинговые эмитенты. Новый выпуск Татнефтехима, как представителя реального сектора экономики, станет отличной альтернативой высокодоходным предложениям финансового сектора



Карта рынка





Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2024 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Аналитический департамент

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации и IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов

Глобальные рынки, Металлы
и добыча
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные
металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев

Металлы и добыча,
Глобальные рынки
EKozhukhova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru
