

НОВЫЙ ВЫПУСК НА СМЕНУ ПОГАШЕННОМУ

Компания размещает рублевые облигации

Возвращение на рынок рублевых облигаций. Куйбышевазот, крупнейший в России производитель полиамида и капролактама, завтра закрывает книгу заявок на выпуск рублевых облигаций серии 4. В начале марта компания успешно погасила выпуск второй серии. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Первоначально компания планировала разместить выпуск объемом 3 млрд руб. по ставке 8,75–9,25%. Позднее объем размещения был снижен, как и верхний ориентир по доходности. Заметим, что отсутствие у компании кредитного рейтинга не позволит включить выпуск в ломбардный список Банка России.

Справедливой доходности выпуска соответствует верхняя граница обозначенного диапазона. Среди эмитентов, выпуски которых обращаются на рынке рублевых облигаций, наиболее близок к КуйбышевАзоту по бизнесу-профилю производитель минеральных удобрений Акрон (-/B1/B+). В то же время облигации Акрона трудно назвать подходящим ориентиром для определения справедливой доходности выпуска КуйбышевАзота в силу их короткой дюрации, а также переоцененности относительно выпусков других эмитентов с рейтингом категории B1/B+. С кредитной точки зрения КуйбышевАзот – крепкий игрок третьего эшелона с довольно консервативной долговой политикой. С другой стороны, отсутствие у бумаг КуйбышевАзота перспектив включения в список прямого РЕПО ЦБ, а также потенциально невысокая ликвидность выпуска в силу его небольшого объема, убеждают нас в необходимости премии в размере не менее 100 б.п. к выпускам второго эшелона, что соответствует уровню доходности порядка 9,1–9,2%, то есть по верхней границе ориентира организаторов.

Информация о выпуске КуйбышевАзот –4

Эмитент	ООО "КуйбышевАзот-Инвест"
Поручитель	ОАО "КуйбышевАзот"
Рейтинг эмитента / поручителя	Отсутствует
Общий объем	2 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 3 года
Ориентир ставки купона	8.75 - 9%
Ориентир по доходности	УТР 8,94 - 9,2%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	12 апреля 2011 г.

Ключевые финансовые показатели ОАО "КуйбышевАзот"

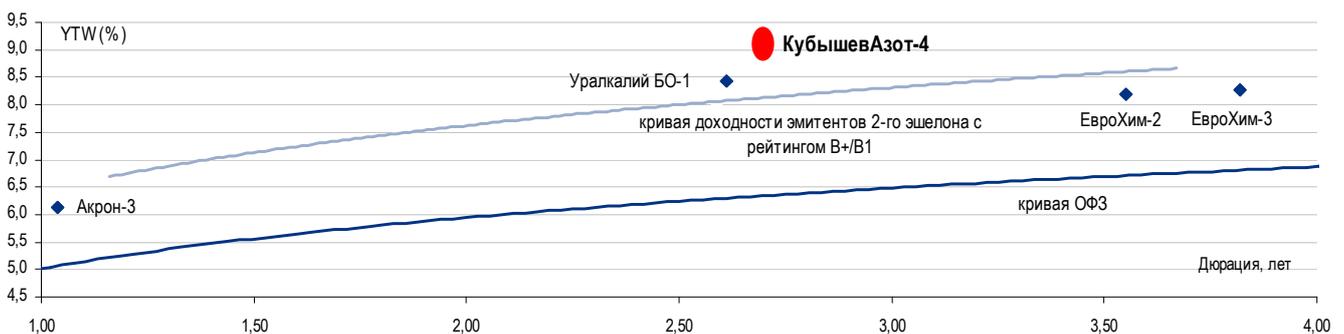
РСБУ, млн руб.	2008	2009	2010	% изм 2010/2009
Выручка	19 200	16 039	21 084	31,5
ЕБИТДА	4 290	1 816	3 779	108,1
Совокупный долг	7 492	8 937	9 538	6,7
Денежные средства	576	400	452	13,0
Чистый долг	6 916	8 537	9 086	6,4
Активы	18 406	19 809	23 578	19,0

Кoeffициенты	2008	2009	2010
Рентабельность ЕБИТДА, %	22,3	11,3	17,9
ЕБИТДА / Процентные расходы	6,6	2,0	5,9
Долг/ЕБИТДА	1,7	4,9	2,5
Чистый долг/ЕБИТДА	1,6	4,7	2,4
Доля краткосрочного долга, %	28,2	33,1	34,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Справедливой доходности соответствует верхняя граница диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

* Данные по состоянию на 8 апреля 2011 г.

- Куйбышевазот является одним из ведущих российских производителей и экспортеров химической продукции. Компания специализируется на производстве и реализации продукции органической химии (капролактама, циклогексанона) и химии полимеров (полиамид-6, техническая нить, кордная ткань). Куйбышевазот входит в число 10 крупнейших производителей капролактама в мире и занимает лидирующие позиции в производстве капролактама в России. Капролактама используется в основном для получения полиамидных пластмасс и волокон. Основными сферами применения полиамида-6 являются производство инженерных (конструкционных) пластиков и полиамидных пленок (в основном пищевого назначения). Помимо выпуска продукции органической химии, КуАз играет важную роль на российском рынке азотных удобрений и входит в десятку крупнейших предприятий азотной промышленности по объему выпуска аммиака и удобрений. Своих бенефициаров КуйбышевАзот не раскрывает, однако, по данным СМИ, порядка 50% акций предприятия контролируется менеджментом компании.

Мы считаем кредитный профиль КуйбышевАзота достаточно устойчивым и среди главных сильных сторон компании отмечаем следующие:

- Прочные рыночные позиции. Компания входит в десятку крупнейших мировых производителей капролактама, одновременно являясь крупнейшим в России производителем этой продукции с долей приблизительно 52% совокупного российского производства. Кроме того, КуйбышевАзот занимает седьмое место в мире среди производителей полиамида-6 (являющегося продуктом переработки капролактама), а доля компании в общероссийском производстве полиамида-6 составляет 90%. В сегменте азотных удобрений компания также входит в число десяти крупнейших отечественных производителей с долей в общероссийском выпуске на уровне 5%.
- Устойчивость в период кризиса. В структуре выручки КуйбышевАзота порядка 60% приходится на поступления от реализации полиамида и капролактама. Отметим, что в период наибольшего снижения спроса на эти продукты, отмечавшегося в 2009 г., объем мирового рынка капролактама сократился лишь на 6,4% относительно максимумов 2007 г. Уровень загрузки мощностей КуйбышевАзота даже в период кризиса не опускался ниже 98–100%. Значительную поддержку компании в период кризиса оказал тот факт, что цены на полиамид и капролактама за это время снизились вдвое, при том что цена бензола, являющегося основным сырьем для производства этой продукции, упала в 5,5 раз.
- Положительная кредитная история на публичном долговом рынке и низкие риски рефинансирования. Компания успешно погасила размещенный ранее выпуск облигаций. В структуре долгового портфеля КуйбышевАзота на 31 декабря 2010 г. около 50% приходится на кредиты Сбербанка.
- Устойчивый кредитный профиль эмитента. В 2010 г. рыночная конъюнктура продолжала улучшаться, что, безусловно, позитивным образом отразилось на финансовых показателях КуАза. По итогам 2010 г. выручка компании увеличилась на 31,5% по сравнению с 2009 г. и составила 21,1 млрд руб., основной вклад в рост выручки внесли продажи полиамида и капролактама (по данным ежеквартального отчета эмитента за 9 месяцев 2010 г., доля этой продукции в выручке составила почти 60%) в связи с ростом цен на капролактама на 45,5%, а на полиамид – на 46,7%. Цены на аммиачную селитру (доля в выручке – 13%) также показали положительную динамику, повысившись на 23,7%. Опережающий рост цен на производимую продукцию по сравнению с ценами на сырье позволил КуАзу повысить рентабельность по EBITDA по итогам 2010 г. до 17,9% с 11,3% в 2009 г. Дальнейший рост рентабельности компания связывает с увеличением продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, а именно технической и кордной нити, являющихся продуктами переработки капролактама и полиамида. Долговая нагрузка КуАза, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, на конец 2010 г. находилась на комфортном уровне 2,4, при том что на начало года этот показатель составлял 4,7. Ликвидность компании, несмотря на достаточно большой объем краткосрочного долга, не вызывает опасений – коэффициент текущей ликвидности превышает 2. Вероятно, компания привлекает краткосрочные кредиты для пополнения оборотного капитала, что при высоком спросе на продукцию КуАза не должно представлять угрозы для кредитного профиля компании.

Ключевые финансовые показатели ОАО "КуйбышевАзот"

РСБУ, млн руб.				
	2008 г.	2009 г.	2010 г.	% изм. 2010/ 2009
Выручка	19 200	16 039	21 084	31.5
ЕВИТДА	4 290	1 816	3 779	108.1
Совокупный долг	7 492	8 937	9 538	6.7
Денежные средства	576	400	452	13.0
Чистый долг	6 916	8 537	9 086	6.4
Активы	18 406	19 809	23 578	19.0
<i>Кoeffициенты</i>				
Рентабельность ЕВИТДА (%)	22.3	11.3	17.9	
ЕВИТДА / Расходы по процентам	6.6	2.0	5.9	
Долг/ЕВИТДА	1.7	4.9	2.5	
Чистый долг/ЕВИТДА	1.6	4.7	2.4	
Доля краткосрочного долга (%)	28.2	33.1	34.3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Среди основных факторов риска вложений в долговые обязательства КуйбышевАзота мы выделяем следующие:

- Относительно невысокий уровень финансовой и информационной прозрачности. Консолидированная отчетность КуйбышевАзота по МСФО за 2010 г. всё еще не опубликована, хотя стоит отметить, что отчетность по РСБУ достаточно информативна, чтобы составить представление об уровне долговой нагрузки. Следует также отметить непрозрачность структуры собственности КуйбышевАзота.
- Сильная зависимость от цен на нефтепродукты и газ, являющиеся основным сырьем для производства капролактама и азотных удобрений. При этом возможности компании по переключению растущих издержек на потребителя в сегменте азотных удобрений, на долю которых приходится около 40% выручки, очень ограничены. Для поддержания рентабельности компания активно развивает производство высокорентабельной продукции: полиамида-6, кордной ткани, технической нити.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011