

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций Холдинга СИБУР

Российский нефтехимический холдинг Сибур планирует до конца этой недели завершить размещение дебютных еврооблигаций, номинированных в долларах США. На сегодняшний момент известно, что срок обращения евробондов составит 5 лет. По нашей оценке, предполагаемый объем займа составит от \$500 млн. до \$1000 млн.

При оценке справедливого уровня доходности по новому выпуску мы ориентируемся на кривую доходности Новатэка. Разница между эмитентами составляет одну рейтинговую ступень от агентств Fitch и Moody's, и мы добавляем за это премию в 35-40 бп. Еще 15-20 бп. мы добавляем за дебютное размещение. Таким образом, уровень премии к кривой доходности Новатэка по новому выпуску должен составлять 50-60 бп. Справедливый уровень доходности по выпуску должен находиться в диапазоне 3,65-3,75% годовых.

Ключевые моменты:

✓ ОАО «Сибур Холдинг» - крупнейшая нефтехимическая компания России и СНГ;

✓ по итогам 9 месяцев 2012 года выручка компании составила 199,0 млрд. рублей (около \$6,44 млрд.), а EBITDA достигла 60,2 млрд. рублей (около \$1,95 млрд.);

✓ основными бенефициарами компании являются Леонид Михельсон и Геннадий Тимченко, которым принадлежит 57,2% и 37,3% акций холдинга соответственно;

✓ бизнес компании разделен на 2 операционных сегмента: энергетический и нефтехимический;

✓ энергетический сегмент включает добычу и переработку попутного нефтяного газа (доля компании в России - 58,0% по итогам 2011 года), продажу сжиженного нефтяного газа, газоконденсатных жидкостей и других углеводородных продуктов;

✓ нефтехимический сегмент включает производство базовых полимеров, пластиков, синтетического каучука и других продуктов нефтехимии;

✓ продажи в России составили более 55,0% выручки компании по итогам 9 месяцев 2012 года, еще 29,0% выручки составили продажи в Европе;

✓ для эмитента характерна высокая финансовая устойчивость: по итогам 9 месяцев 2012 года коэффициент Чистый долг/EBITDA составил 0,9, а доля финансового долга в активах - 23,0%.

Параметры выпуска

Выпуск	Сибур-18
Объем размещения, млн. долл	TBD
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по оценке UFS IC), % годовых	3,65-3,75

Финансовые результаты, млрд. рублей

	9М 2011	9М 2012
Выручка	181,5	199,0
EBITDA	62,7	60,2
Свободный денежный поток	18,4	6,7
	2011	9М 2012
Долг	82,9	80,9
Чистый долг	67,9	71,7
Активы	323,1	344,3

Основные коэффициенты

	2011	9М 2012
Финансовый долг/активы	0,3	0,2
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,4	0,5
Чистый долг/EBITDA	0,8	0,9
Рентабельность по EBITDA	34,9%	30,3%

Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
-	Ba1	BB+



Операционные и финансовые результаты

По итогам 2011 года выручка компании достигла 248,7 млрд. рублей, увеличившись на 31,9% г/г, показатель EBITDA вырос на 49,0% г/г, составив 86,7 млрд. рублей.

В 2012 году рост доходов компании замедлился, что, как мы понимаем, связано с замедлением мировой экономики и ухудшением конъюнктуры на рынке продуктов нефтехимии. По итогам 9 месяцев 2012 года выручка компании выросла на 9,6% г/г, достигнув 199,0 млрд. рублей. Операционные затраты за этот же период выросли на 17,8%, во многом благодаря увеличению цен на сырье и транспортировку. По этой причине, EBITDA упала по итогам 9 месяцев на 3,9% г/г, составив 60,2 млрд. рублей. Рентабельность по EBITDA при этом опустилась до 30,3% против 34,9% по итогам 2011 года.

По итогам 9 месяцев 2012 года доходы энергетического сегмента выросли на 9,6% г/г, достигнув 92,4 млрд. рублей. Доходы нефтехимического сегмента увеличились на 9,0%, составив 94,6 млрд. рублей. Как видно, оба сегмента занимают примерно равные доли в выручке компании: 46,6% и 47,5% соответственно. Впрочем, вполне ожидаемо, что энергетический сегмент остается значительно рентабельнее, чем нефтехимический. Так, рентабельность по EBITDA энергетического бизнеса составила почти 54,0% по итогам 9 месяцев 2012 года, хотя годом ранее она составляла более 61,0%. Рентабельность нефтехимического сегмента упала за год с 20,7% до 15,2%. При этом EBITDA нефтехимического сегмента упала за год на 22,0%, что стало ключевым фактором падения совокупной EBITDA компании.

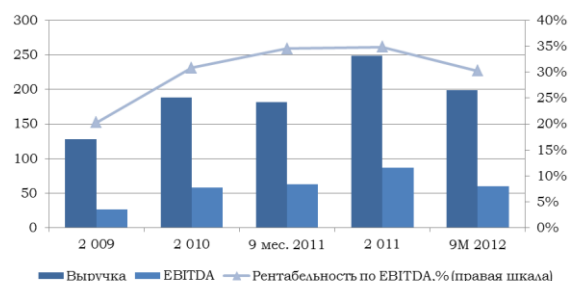
Так или иначе, чистая прибыль компании выросла на 2,4% г/г, составив 45,2 млрд. рублей по итогам 9 месяцев 2012 года. Заметим, что выручка по двум основным продуктам компании – сжиженному нефтяному газу и синтетическому каучуку упала на 3,4% и 15,7% соответственно.

В 2013 году мы ожидаем незначительное увеличение темпов роста продаж по основным товарным группам холдинга в связи с более быстрым темпом роста азиатских экономик, а также восстановлением экономики еврозоны во второй половине года.

Денежные потоки и CAPEX

Чистый денежный поток от операционной деятельности по итогам 9 месяцев 2012 года вырос на 7,5% г/г до 54,9 млрд. рублей. Во многом это связано с изменениями в оборотном капитале (сокращением кредиторской задолженности и запасов). Этого хватило для финансирования CAPEX, объем которых вырос на 47,7% г/г до 48,2 млрд. рублей (80,0% от EBITDA). В результате, свободный денежный поток составил 6,7 млрд. рублей. Впрочем, по

Выручка, EBITDA и рентабельность по EBITDA



Источник: данные компании

Доля отдельных продуктов компании в выручке



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



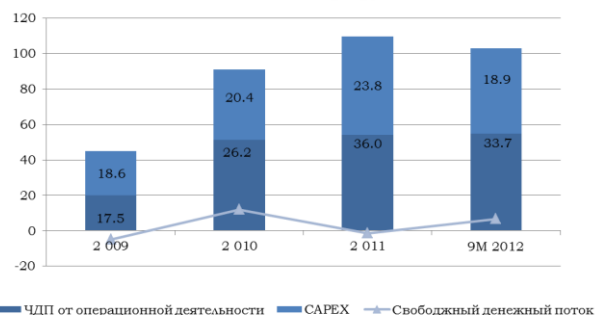
итогах 2012 года FCF вероятно окажется отрицательным, что скорее всего, приведет к росту долговой нагрузки. Так, компания ожидает, что совокупный объем CAPEX за 2012 год составит 75,0 млрд. рублей. Заметим, что по итогам 2011 года СИБУР также имел отрицательный FCF, который составил -1,6 млрд. рублей.

С 2013 по 2016 год инвестиционная программа эмитента составит 143,0 млрд. рублей, из которых 74,0 млрд. рублей планируется потратить в 2013 году. Наибольшие капвложения будут направлены на строительство транспортной инфраструктуры – около 60,0 млрд. с 2013 по 2016 годы, и в частности, на строительство трубопровода от Пуровского ЗПК, принадлежащего ОАО «Новатэк» до нефтеперерабатывающего завода в Тобольске. Еще 14,0 млрд. рублей будет потрачено на развитие энергетического сегмента, и около 30,0 млрд. рублей – на развитие перерабатывающих мощностей.

Таким образом, пик капитальных затрат придется на 2012 и 2013 год, в течение которых СИБУР потратит около 150,0 млрд. рублей. Вполне вероятно, что в 2013 году свободный денежный поток вновь окажется отрицательным. Впрочем, мы ожидаем, что уже к 2014 году он вновь станет положительным.

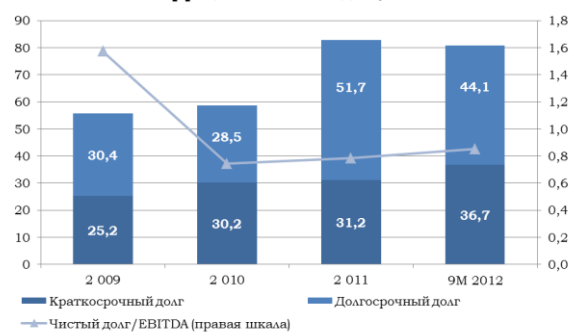
Мы ожидаем роста долговой нагрузки компании в связи с нехваткой ЧДП от операционной деятельности для финансирования всех планируемых капзатрат. Мы оцениваем недостающий объем финансирования в районе 26-28 млрд. рублей и ожидаем увеличение финансового долга компании к концу 2013 года.

ЧДП от операционной деятельности, CAPEX и свободный денежный поток, млрд. рублей



Источник: данные компании

Динамика и структура долга (млрд. рублей) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



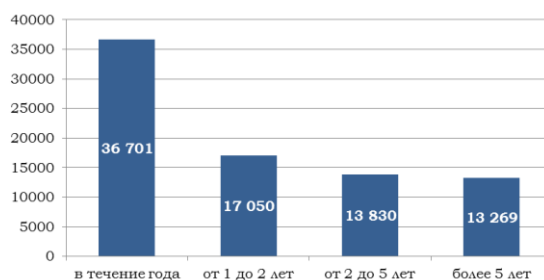
Источник: данные компании

Финансовая устойчивость и ликвидность

Финансовая устойчивость компании остается на высоком уровне. По итогам 9 месяцев 2012 года финансовый долг компании составил 80,9 млрд. рублей (-2,5% относительно начала года). Чистый долг/EBITDA при этом немного вырос, составив 0,85. Это существенно ниже, чем предельный показатель долговой нагрузки, установленный компанией на уровне 2,5. Кроме этого, средний показатель чистый долг/EBITDA на последующие 3 года не должен превышать 2,0. Как отмечается, это существенно строже, чем самые консервативные ковенанты, установленные по выданным СИБУР кредитам.

В тоже время, временная структура долга не столь благоприятная. Объем краткосрочных кредитов составлял 36,7 млрд. рублей или 45,0% от совокупного долга. Остатки денежных средств составляли 9,2 млрд. рублей. Вместе с этим компания имела

График погашения долга на 30.09.2012, млн рублей



Источник: данные компании



21,7 млрд. рублей доступных, но не использованных кредитных ресурсов. Впрочем, компании в любом случае придется рефинансировать часть долга, с учетом высокого объема CAPEX.

Оставшаяся часть долга распределена относительно равномерно.

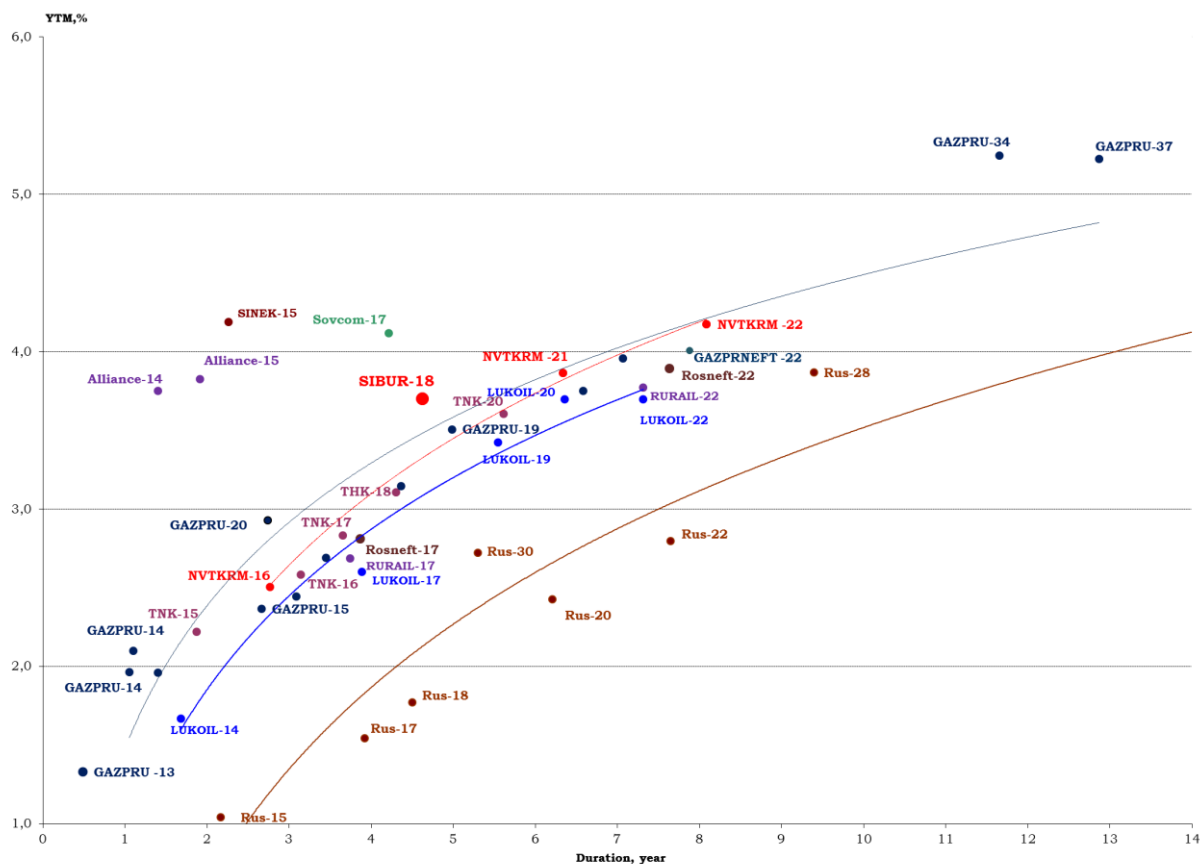
С учетом графика погашения платежей и высокого объема CAPEX, мы ожидаем, что долг компании может вырасти на 5,0-10,0% до конца 2013 года. Тем не менее, мы полагаем, что показатель чистый долг/ЕВITDA останется в районе 1,0-1,1, а финансовая устойчивость компании останется на высоком уровне.

Оценка привлекательности займа

При оценке справедливого уровня доходности по новому выпуску мы ориентируемся на кривую доходности Новатэка. Разница между эмитентами составляет одну рейтинговую ступень от агентств Fitch и Moody's, и мы добавляем за это премию в 35-40 бп. Еще 15-20 б.п. мы добавляем за дебютное размещение.

Таким образом, уровень премии к кривой доходности Новатэка по новому выпуску должен составлять 50-60 б.п. Справедливый уровень доходности по выпуску должен находиться в диапазоне 3,65-3,75% годовых.

Еврооблигации нефтегазового сектора на 23 января 2013 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич
Хомяков Илья Маркович
Куш Алексей Михайлович
Полторанов Николай Владимирович
Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 73 01
Тел. +7 (495) 781 73 04
Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич
Балакирев Илья Андреевич
Козлов Алексей Александрович
Назаров Дмитрий Сергеевич
Милостнова Анна Валентиновна
Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 73 06
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

