

# ОАО «СИБУР Холдинг»



## Общие сведения

Сибур – одна из крупнейших промышленных групп в России. По объему выручки, составившей в 2005 г. 107 млрд. руб., холдинг входит в тридцатку крупнейших компаний России. Компания – лидер российской нефтехимии с долей в общем производстве около 20% – присутствует в большинстве сегментов отрасли. По отдельным видам продукции компания занимает более 70% рынка. Группа занимает ведущие позиции в производстве сжиженного углеводородного газа, основных видов мономеров, полимеров и синтетического каучука на внутреннем рынке. Кроме того, Группа является лидером по производству шин для грузовых автомобилей и сельскохозяйственной техники на российском рынке. На предприятиях Группы работают более 88 тыс. чел. Выручка от продаж в 2005 г. составила 106.6 млрд. руб., EBITDA – 22.8 млрд. руб., чистая прибыль 10.9 млрд. руб.

**История компании.** ОАО «СИБУР Холдинг» создано в июле 2005 г. на базе привлекательных нефтехимических активов ОАО «Сибирско-Уральская нефтегазохимическая компания» (ОАО «АК «Сибур»). ОАО «АК «Сибур» было создано в 1995 г. в результате приватизации предприятий нефтеперерабатывающей промышленности. В последующие годы под прямой и косвенный контроль компании попали около 60 российских предприятий, доля которых в различных секторах отрасли составила после объединения от 25 до 70 процентов.

В конце 2001 г. компания, несмотря на достаточно высокие производственные показатели, оказалась неспособной выполнять текущие долговые обязательства и столкнулась с дефицитом оборотных средств. Кроме того, была предпринята попытка по размытию доли ОАО «Газпром» (на тот момент 51%) в уставном капитале компании путем проведения дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

Для того, чтобы сохранить контроль над компанией и не допустить потери части ее активов, в марте 2002 года ОАО «Газпром» инициировало процедуру банкротства ОАО «АК «Сибур», было введено внешнее наблюдение. Переход компании под контроль Газпрома стал для бизнеса Сибура переломным: производство начало расти, а большинство показателей финансово-хозяйственной деятельности поступательно улучшаться. С 2003 по 2005 годы выручка компании вырос в 1.6 раза, а EBITDA в 3.7 раза.

Дозагрузка основных производственных мощностей позволила увеличить выпуск основных видов продукции. В 2003-2005 годах была погашена часть задолженности перед внешними кредиторами, а также завершены все процедуры хозяйственных споров и банкротств и прекращены все судебные конфликты в отношении прав на имущество холдинга или его дочерних структур. С начала 2006 г. вся производственная и хозяйственная деятельность полностью переведена с АК Сибур на СИБУР Холдинг

По состоянию на 30 июня 2006г. сумма внешней задолженности по мировому соглашению составляла 1.3 млрд. руб. Ее размер постепенно уменьшается и к концу 2010 года должен быть сведен до нуля. Кроме того, мы положительно оцениваем и тенденции развития производственной сферы: заметны успехи в области снижения производственных издержек: введено в строй более качественное оборудование, увеличена доля собственного сырья, внедрены энерго- и ресурсосберегающие технологии, а также выстраивается собственная система энергоснабжения. Отметим, что сегодня компания подошла к новому этапу своего развития, связанного с завершением этапа экстенсивного роста за счет загрузки мощностей и началом интенсивного этапа модернизации и расширения производства.

## Состояние и перспективы отрасли

*Российская федерация – крупнейший мировой производитель нефти – занимает первое место по добыче и входит в первую десятку по запасам «чёрного золота». Нефтехимия, специализирующаяся на переработке нефти в России развита гораздо слабее, чем это предполагает масштабы нефтедобычи, что связано с дисбалансом в структуре экспорта в сторону сырой нефти.*

В развитых странах нефтехимия составляет значительную часть экономики. Так, в США, Канаде, Японии, странах Евросоюза данные отрасли обеспечивают 15-22% промышленного производства. Стремительно растет нефтехимический сектор Китая: согласно прогнозам, в 2006 г. его доля в промышленности превысит 20%. В России же с ее огромным нефтяным сектором развитие нефтехимии выглядит более чем скромным: по данным Росстата за 2005 г., на долю химии и нефтехимии приходится всего около 5% всего российского промышленного производства и 4% ВВП. На долю нефтехимии приходится около 3.7% промышленного производства и 3.2% ВВП. Данная ситуация является аномальной и мы ожидаем в среднесрочной перспективе ее изменения в сторону увеличения доли нефтехимии и химии в структуре промышленного производства.

### Основные акционеры/доля в УК

ОАО «Газпром»	25%+1 акция
АБ «Газпромбанк» (ЗАО)	75%-1 акция
<b>Всего</b>	<b>100</b>

### Важные факты о компании

- ▶ ОАО «СИБУР Холдинг» является крупнейшим в России газохимическим холдингом, контролирующим производство 34% сжиженных газов, 58% каучуков, 20% полимеров и 37% производства шин в России.
- ▶ Холдинг находится под контролем Газпрома, что обеспечивает ему конкурентные преимущества в экспортных проектах, позволяет проявлять гибкость в финансовой политике и стратегии развития.
- ▶ Сибур демонстрирует высокие среднегодовые темпы роста выручки на уровне 28% за последние 3 года и высокую рентабельность по EBITDA на уровне 21%, что позволяет компании сохранять низкую долговую нагрузку.
- ▶ Нефтехимическая отрасль имеет перспективы роста ввиду своего непропорционально слабого развития по сравнению с добычей углеводородного сырья.
- ▶ В настоящее время Сибур реализует программу по модернизации и расширению производства, целью которой является увеличение доли на российском рынке и рынках других стран.



**Нефтехимическая промышленность в мире.** Основными производственными центрами химической и нефтехимической отрасли являются Западная Европа, США и Китай. По результатам 2006 г. на Западную Европу пришлось 30% мирового объема производства продукции нефтехимии, на США – 23%, на Китай – 14%. Крупными глобальными игроками на рынке нефтехимии являются такие компании, как Dow Chemical, Bayer, DuPont, BASF. Доля РФ в мировой нефтехимии не превышает 2%, достигая по отдельным видам продукции 4%. При этом доля России по нефтехимическим продуктам низкого передела значительно выше, чем доля по продукции высокого передела.

В последние два десятилетия главной тенденцией в нефтехимии стал интенсивный перенос производственных центров из развитых стран в развивающиеся. Особенно интенсивным этот процесс стал в отраслях, производящих химические полупродукты и товары с невысокой добавленной стоимостью. Если в 1980-е гг. европейские и американские нефтехимические компании были основными производителями нефтехимической продукции с суммарной долей почти 70%, то сегодня их доля сократилась до 53%.

Высокий уровень цен на традиционное нефтехимическое сырье (нафту) вследствие роста цен на нефть способствует усилению конкурентных преимуществ производителей, базирующихся на дешевом сырье (Ближний Восток, Россия). Одновременно низкие темпы экономического роста в развитых странах (ЕС, США) и бурный экономический рост в Китае способствуют усилению позиций последнего в мировой нефтехимии. Миграции нефтехимического производства в мировом масштабе также способствовало ужесточение экологических норм для европейских и американских нефтехимических компаний, которые были вынуждены переносить вредные производства в страны третьего мира, оставляя на своей территории лишь экологически безопасные предприятия и центры поддержки производства.

**Нефтехимическая промышленность России.** За последние семь лет произошло значительное улучшение состояния отрасли. Благодаря общему оживлению российской промышленности в связи с девальвацией рубля и ростом спроса на отечественную продукцию на внутреннем рынке, а также благоприятной конъюнктуре на внешнем рынке для российских экспортеров химической продукции, начиная с 1999 г. нефтехимическая промышленность росла быстрыми темпами, сохраняя общий тренд роста промышленного производства в стране. Среднегодовой рост нефтехимической отрасли в 2000-2005 гг. составил 4.5%. В 2004 г. отрасль выросла на рекордные 7.4%. Объемы производства за последние 6 лет выросли до 75% от уровня 1990 г., текущий совокупный объем производства отрасли превышает 18 млрд. долл. США.

Российская нефтехимия характеризуется высоким уровнем загрузки мощностей и значительной изношенностью оборудования. Существующие мощности российских нефтехимических предприятий по производству полимеров загружены практически на 100%, по производству базовых продуктов и каучуков – примерно на 70%. Износ производственных фондов предприятий отрасли на начало 2005 г. составил около 58%. В связи с этим все крупнейшие игроки анонсировали обширные программы капиталовложений в свои активы. По нашим оценкам, уже в этом году объем инвестиций в отрасль превысит \$1 млрд., что связано с ее высокой инвестиционной привлекательностью.

Отрасль характеризуется высокой концентрацией: 5 крупнейших компаний производят более 50% суммарного объема продукции. По каждому основному продукту нефтехимии 2-4 компании контролируют большую часть рынка. Например, «СИБУР-Холдинг», «Московский НПЗ», и «Пропилен ЗАО» производят весь отечественный пропилен, а «СИБУР-Холдинг», «Титан» и «Нижнекамскнефтехим» производят 93% всего синтетического каучука. Из всех российских компаний нефтехимии «СИБУР-Холдинг» имеет наиболее диверсифицированную линейку продукции и лидирующие позиции по производству основных продуктов нефтехимии.

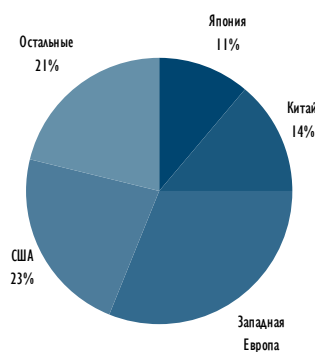
Большинство перерабатывающих углеводороды предприятий оказались под контролем вертикально-интегрированных нефтяных и газовых компаний, таких как «СИБУР Холдинг» (дочерняя компания Газпрома), «Лукойл-Нефтехим» (дочерняя компания Лукойла). Другие нефтяные компании также имеют свои дочерние компании в области нефтехимии. Исключением являются в основном нефтехимические предприятия Татарстана и Башкирии, где региональные власти оказывают существенное влияние на развитие нефтегазовой и нефтехимической отраслей. В результате этого некоторые предприятия нефтехимии в данных регионах остались независимыми от крупных нефтяных и газовых компаний (например, «Нижнекамскнефтехим», «Казаньоргсинтез» – Татарстан; «Салаватнефтегаз», «Уфа Оргсинтез» – Башкирия).

*Мы считаем российскую нефтехимию весьма конкурентоспособной, что обусловлено наличием в стране всех видов необходимого сырья, конкурентоспособность по издержкам (стоимость сырья, электроэнергии и рабочей силы значительно ниже чем в Европе) и наличием в РФ обширного и динамично развивающегося внутреннего рынка продукции нефтехимии.*

## Производственная структура ОАО «СИБУР Холдинг»

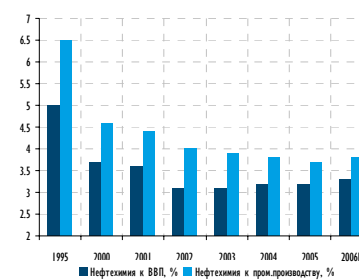
ОАО «СИБУР Холдинг» создано на базе привлекательных нефтехимических активов ОАО «АК «Сибур» в рамках реализации в течение 2005 года мероприятий по реструктуризации задолженности ОАО «АК «Сибур» и его дочерних обществ перед ОАО «Газпром» и его дочерними обществами. К концу 2005г. осуществлен переход всей производственной и

### Структура мировой нефтехимии, 2005 г.



Источник: Reuters, IMF, расчеты Газпромбанка

### Химия и нефтехимия в промышленном производстве и ВВП РФ 1995-2006 гг.



Источник: Reuters, IMF, расчеты Газпромбанка



хозяйственной деятельности с ОАО «АК «Сибур» на ОАО «СИБУР Холдинг». В настоящее время ОАО «СИБУР Холдинг» напрямую владеет акциями и долями участия практически всех предприятий Группы, за исключением незначительного количества обществ. В процессе реструктуризации была создана достаточно прозрачная двухуровневая структура владения активами. Компания имеет долю в размере 100% уставного капитала в ОАО «СибурТюмень-Газ», которое в свою очередь владеет газоперерабатывающими заводами и 100%-ной долей участия в ООО «Русские шины», включающем в себя предприятия по производству шин и резинотехнических изделий.

**Полная реструктуризация холдинга будет завершена к 2008 году, что позволит создать максимально прозрачную для инвесторов бизнес-систему.**

Мы считаем производственную структуру Группы ключевым фактором инвестиционной привлекательности. Холдинг включает все стадии переработки углеводородного сырья вплоть до продуктов конечного потребления. Объединяя более 30 промышленных предприятий на основе вертикальной интеграции, компания максимально диверсифицировала свою продуктовую линейку, производя более 100 видов продукции химии и нефтехимии. При этом доля наиболее массового продукта – синтетических каучуков – не превышает 18%. Производственные схемы компании являются гибкими и позволяют переориентировать свои производственные мощности на производство более востребованных видов продукции на основе того же сырья.

Кроме того, выстраивание холдинга на основе вертикальной интеграции позволяет компании диверсифицировать риски и минимизировать издержки за счет экономии от масштаба и синергии от комплексного использования сырья.

Конкурентным преимуществом компании следует считать одновременное развитие интеграции переработки исходного углеводородного сырья. Так, в рамках структуры холдинга практически полностью замкнуто производство шин, являющихся продуктом наивысшей, 6 стадии передела. Сырье для производства синтетических каучуков и пластиков проводится полностью внутри группы. В мировой практике подобные схемы холдинга позволяют компании снижать волатильность прибыли компании в периоды колебаний цен на сырье.

Традиционно выстроена и управленческая схема группы: управляющая головная компания ОАО «СИБУР Холдинг» контролирует и координирует деятельность предприятий, входящих в холдинг. Через данную компанию проходят все финансовые потоки от операционной деятельности предприятий Группы (за исключением шинного субхолдинга). Каждая дирекция является профит-центром, отвечает за финансовые результаты курируемых ею производственных предприятий и совокупный финансовый результат по всей номенклатуре продукции, находящейся в зоне ее ответственности. Все предприятия Группы работают на условиях соглашения о процессинге с холдинговой компанией. На основе соглашения о процессинге, предприятия Группы получают оплату за переработку сырья, а ОАО «СИБУР Холдинг» является собственником сырья и готовой продукции. Данная схема представляется нам достаточно прозрачной и отражающей реальные процессы в Группе. Группа готовит консолидированную финансовую отчетность в соответствии с МСФО.

## Производство и продуктовая линейка

Износ производственного оборудования Группы соответствует среднеотраслевому (55-60%). Уровень загрузки производственных мощностей достаточно высок, в особенности в сфере переработки сжиженных углеводородов (загруженность на 98%), производстве полимеров (загруженность на 98%) и производстве минеральных удобрений (загруженность на 100%). Наибольший запас по увеличению производства за счет имеющихся мощностей существует в сегментах синтетических каучуков (загруженность на 72%), мономеров (загруженность на 76%) и продукции органического синтеза (загруженность на 83%). Таким образом, мы считаем что резервы экстенсивного роста за счет более полного использования оборудования исчерпаны и компания стоит перед необходимостью перехода к стадии интенсивного роста за счет ввода новых мощностей и глубокой модернизации существующих.

Компания производит углеводородное сырье, синтетические каучуки, пластики и продукцию органического синтеза, минеральные удобрения, шины, резинотехнические изделия, синтетические волокна и ткани. Максимальное участие в выручке имеют продажи каучуков (18%) и шин (17%), а также полимеры (13%) и продукция оргсинтеза (12%). По нашим оценкам, максимальную рентабельность имеет производство шин и ряда другой продукции высоких переделов. Компания последовательно реализует стратегию по увеличению доли продукции высоких переделов. Среди продукции низкого передела за последние два года произошло заметное увеличение продаж углеводородного сырья и горюче-смазочных материалов (ГСМ) (34% и 12%).

**Переработка углеводородного сырья** имеет для компании стратегическое значение: производимые продукты (сухой отбензиненный газ (СОГ); широкая фракция легких углеводородов (ШФЛУ); стабильный газовый бензин (СГБ) и технически пропан) являются сырьем для дальнейших нефтехимических переделов. СИБУР является крупнейшим в России производителем сжиженного углеводородного газа (СУГ), однако так как Группа является также и крупнейшим потребителем сжиженных газов, доля продаж Группы без учета внутреннего потребления не превышает 29% российского рынка. Другими крупными производителями СУГ на внутреннем рынке являются ОАО «Газпром» - 22%, ОАО «Лукойл» - 8% и ОАО «Новатек» - 7%. Наибольший резерв мощностей по производству СУГ имеется у Газпрома (около 35%). Значительные резервы имеются у Пуровского завода по переработке конденсата, введенного в эксплуатацию ОАО «НОВАТЭК» в июне 2005 г.

### Производственная структура ОАО «СИБУР Холдинг»:

СибурТюменьГаз (субхолдинг) 100%	
Нижневартовский ГПК	100%
Белозерный ГПК	100%
Губкинский ГПК	100%
Южно-Балынский ГПК	100%
Няганьгазпереработка	100%

### Синтетические каучуки

Воронежсинтезкаучук	75%
Тольяттикаучук	100%
Красноярский ЗСК	97.25%
Тобольск-Нефтехим	100%
Уралоргсинтез	82.21%
Новокуйбышевская НХК	100%

### Пластики и продукция оргсинтеза

Сибур-Нефтехим	99.99%
Томскнефтехим	100%
Сибур-ПЭТФ	100%
Пластик	64.21%
Сибур-Химпром	100%

### Сибур Русские Шины Холдинг 100%

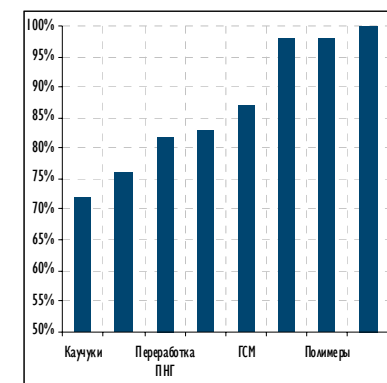
Сибур-Волжский	100%
Ярославский ШЗ	87.76%
Омскшина	83.11%
Уральский ШЗ	100%
Волтайр-Пром	82.23
Саранский завод резинотехники	91.56
СП Матадор-Омскшина	50%

### Минеральные удобрения

Азот (Кемерово)	74.64%
-----------------	--------

Источник: данные компании

### Уровень загрузки производственных мощностей, 2005 г., %



Источник: данные компании



**Синтетические каучуки.** Синтетический каучук – визитная карточка компании на внешнем рынке. Сибур является крупнейшим производителем синтетического каучука в России, контролируя более 56% его внутреннего производства. В группу входят крупнейшие российские производители каучука и базовых продуктов для его производства - Воронежский каучук, Тольяттикаучук, Красноярский ЗСК Тобольск-Нефтехим, Уралоргсинтез и Новокуйбышевская НХК.

Кроме основной продукции, предприятия производят мономеры, ГСМ и высокооктановые добавки. В отличие от своих конкурентов, в данном сегменте компания выстроила полную технологическую цепочку от производства исходного сырья до конечной продукции с высокой добавленной стоимостью. Кроме того, производимые каучуки являются сырьем для предприятий Сибура более высоких переделов (пластики, шины, резинотехнические изделия). Так, более четверти синтетических каучуков производимых на предприятиях группы поставляется на собственные шинные заводы.

Рынок синтетического каучука в РФ является низкоконкурентным ввиду относительно небольшого количества участников рынка и защищенности от внешних поставщиков. Кроме Сибура активными в этом секторе нефтехимии располагают Нижнекамнефтехим и предприятия группы Титан. Почти половина производимого каучука поставляется на экспорт. На внешних рынках продукция Сибура конкурирует с компаниями Exxon Mobil, Lanxess, Petrochina, Polimeri Europa.

**Пластики и продукция органического синтеза.** Данное направление является стратегическим для компании, т.к. занимает почти треть в суммарной выручке. Рынок продуктов оргсинтеза в РФ – один из наиболее быстрорастущих в нефтехимии за счет быстрого роста спроса и процессов импортозамещения. Входящие в Группу Сибур предприятия данного сектора (Сибур-Нефтехим, Тобольскнефтехим, Сибур-ПЭТФ, Пластик, Сибур-Химпром) производят товарный этилен (20% российского производства), полиэтилен высокого и низкого давления (17% российского производства), полистирол, пропилен, ПЭТФ и ПВХ. В рамках общей концепции максимизации доли высоких переделов получаемое сырье частично перерабатывается в готовую продукцию (пленки, упаковка, автокомпоненты). Большая часть продукции оргсинтеза поставляется на внутренний рынок. Конкуренцию Сибуру в данном секторе составляют Казаньоргсинтез, Салаватнефтеоргсинтез и Нижнекамнефтехим. Среди международных компаний активность в РФ проявляют Formosa Plastics, Sabic, Solvay, Total Petrochemical, Ineos.

**Минеральные удобрения.** По своей сути производство минеральных удобрений является непрофильным для группы и представлено ОАО «Азот». Однако данное предприятие, по нашему мнению, глубоко интегрировано в технологическую схему группы, т.к., во-первых, использует в качестве сырья ПНГ, а во-вторых, кроме основной продукции - азотных удобрений - в рамках комплексного использования сырья компания производит карбамид, капролактан, ионообменные смолы. Благодаря своему местоположению предприятие имеет конкурентные преимущества перед своими аналогами в европейской части РФ по поставкам азотных удобрений на внутренний рынок азиатской части РФ и экспорту в страны АТР. Доля данного направления в суммарной выручке компании не превышает 4%. Рынок минеральных удобрений в РФ слабофрагментирован, основную конкуренцию Сибуру составляют группа Еврохим и Акрон. На внешних рынках конкурентное давление на отечественных производителей заметно со стороны Qafco, Sabic, Fertil.

**Шины.** Производство шин – один из наиболее высоких переделов в нефтехимии с максимальной добавленной стоимостью конечной продукции, поэтому контроль над данным производством традиционно является ключевым для вертикально-интегрированных нефтехимических холдингов. Крупнейшие мировые шинные компании выстраивали свои группы «сверху-вниз», Сибур же имеет уникальную возможность использовать преимущества интеграции «снизу-вверх». В состав группы Сибур входят Ярославский, Омский и Уральский ШЗ, Волтайр-Пром и Матадор-Омскшина, объединенные на базе ООО «Сибур-Русские шины». Группа контролирует 37% российского производства шин, выпуская более 13,5 млн. шт. в год. Незначительный рост объема продаж в сегменте шин произошел за счет снятия с производства устаревших моделей шин и обновления ассортимента продукции. В результате, несмотря на сокращение объема производства, общая выручка от реализации шин за 2 года выросла на 37%.

Рынок шин российского производства можно охарактеризовать как умеренно растущий, увеличение спроса на котором обусловлено ростом автомобильного рынка. В дальнейшем также прогнозируется рост рынка на 5% в год.

Приоритетом товарной политики ООО «Сибур-Русские шины» является переход от диагональных шин к современным радиальным и цельнометаллокордным шинам. Сильными сторонами шинного бизнеса Группы является широкая продуктовая линейка, выраженное присутствие в сегментах грузовых и сельскохозяйственных шин, фактически монопольное положение на рынке внутреннего производства цельнометаллокордных шин.

Основными потребителями шин Сибура являются автозаводы (РусПромАвто, Автоваз), крупные дилеры. Соотношение первичного и вторичного рынка оценивается нами как 40/60. Главные конкуренты на рынке шин ОАО «Нижнекамскшина» (30%), ОАО «Амтел» (23%). Угрозу для внутреннего рынка представляют и внешние поставщики (Goodyear, Bridgestone, Michelin)

**Резинотехнические изделия.** ОАО «Саранский завод «Резинотехника», контролируемый Сибуром, является одним из крупнейших производителей резинотехнических

### Структура выручки по товарным группам, 2005 г.



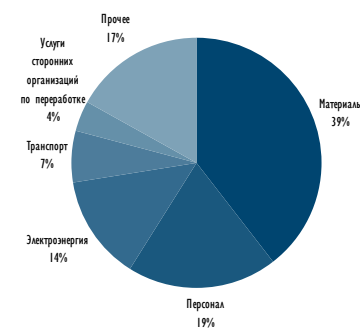
Источник: данные компании

### Производство основных видов продукции, 2005 г. ОАО «СИБУР Холдинг»

	2002	2003	2004	2005	
Сухой газ, млн. м <sup>3</sup>		3.3	9.4	10.3	11.0
Жидкие углеводороды, тыс. т.		1.7	2.5	2.8	2.9
Горюче-смазочные материалы, тыс. т.		408	405	535	652
Мономеры и ЖМУФ, тыс. т.		664	1 095	1 270	1 269
Каучуки, тыс. т.		314	519	573	584
Полимеры, тыс. т.		220	373	431	465
Производство оргсинтеза, тыс. т.		332	660	762	813
Минеральные удобрения, тыс. т.		0.4	1.3	1.3	1.4
Шины, млн. штук		3.3	17.6	14.2	13.7

Источник: данные компании

### Структура себестоимости, %, 2005 г.



Источник: данные компании



изделий в России, занимая 8% и 4 место в отрасли по объему продукции. Основу продукции предприятия составляют формовые изделия, экструзионные профили, рукава, ремни, клея различного назначения, транспортные ленты.

**Химические волокна и ткани.** Доля данного продуктового направления в суммарной выручке Группы крайне мала – 0.1%. ОАО «Сибур-Волжский», выпускающее полиамидные кордные ткани, волокна, текстильные и технические нити занимает доминирующее положение на рынке, в частности это единственное предприятие в России, выпускающее текстурированные нити низкой линейной плотности. Сибуру принадлежит также крупнейший в России комбинат шелковых тканей ОАО «Ортон» (г. Кемерово). Выраженная активность компании на данном продуктивном направлении определяется стратегией максимизации доли высоких переделов.

## Положение на рынке

Группа ориентирована в основном на внутренний рынок. Выручка от продаж на внутреннем рынке составляет около 70% от общей выручки компании. При этом большую часть выручки на внутреннем рынке Группа получает от реализации шин (16%), полимеров (15%) и продукции органического синтеза (14%).

В ряде секторов компания является лидером: так, доля компании в производстве синтетических каучуков составляет около 56%, шин — 37%, сжиженных углеводородных газов — 29%, бутадиена — 52%, изопрена — 40%. Газоперерабатывающие предприятия Группы перерабатывают более 60% попутного газа в России.

Как и большинство своих конкурентов, на внутреннем рынке Сибур использует как прямые поставки конечным потребителям, так и работу через посредников. Это определяется как спецификой продукции, так и стратегией компании в области реализации: развитие собственных региональных сетей дистрибуции рассматривается как непрофильный бизнес.

На внешние рынки поставляется около 30% продукции, при этом география поставок широка и охватывает 73 страны. Основную долю в экспортных поставках ОАО «СИБУР Холдинг» занимает китайский рынок. На наш взгляд, выбор направления экспорта оправдан высокими темпами экономического роста в Китае, а также текущим низким уровнем потребления основных продуктов нефтехимии в расчете на душу населения. Основными экспортными позициями применительно к китайскому рынку являются синтетические каучуки, полимерная продукция, спирты, капролактамы и метилтретбутиловый эфир (МТБЭ). Также Группа представлена на рынках Украины, Эстонии, Нидерландов, Финляндии, Казахстана, и Польши. Экспортная реализация продукции ОАО «СИБУР Холдинг» осуществляется централизованно через генерального комиссионера - ООО «Газэкспорт».

## Перспективы развития

**Российская нефтехимия сегодня переживает настоящий бум, связанный с ростом промышленного производства в целом и увеличением спроса на нефтехимическую продукцию.**

Существенный вклад в рост спроса внесет и увеличение удельного потребления продукции: текущий уровень потребления ряда продуктов нефтехимии в расчете на душу населения в России почти в два раза ниже по сравнению с уровнем потребления в Европе и США. И, наконец, в РФ сохраняется значительный резерв импортозамещения. Практически все виды продукции, ориентированной на конечное потребление (шины, пищевая упаковка, линолеум, оконные профили, изоляционные пеноблоки и др.), по-прежнему импортируются, при этом объем внутреннего спроса по данной группе значительно опережает среднеотраслевые показатели.

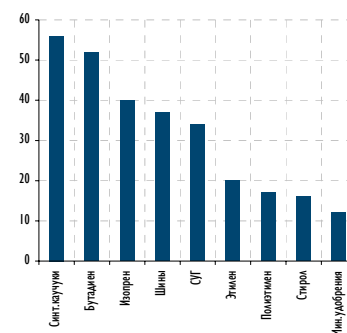
Учитывая потенциал роста отрасли (7-9% ежегодно в 2007-2010 гг.) такие компании как НОВАТЭК, Газпром, Сургутнефтегаз, ЛУКОЙЛ, а также основные конкуренты Сибура «Нижнекамскнефтехим», «Казаньоргсинтез», «Славнефтьоргсинтез», «Башкирская химия» готовятся к росту рынка и вводят новые нефтехимические мощности. Так, ОАО «Казаньоргсинтез» имеет планы по увеличению выпуска полимеров в 2 раза и организации производства поликарбонатов, ОАО «Нижнекамскнефтехим» анонсировал ввод в строй новых мощностей по производству полипропилена и стирола.

Долгосрочную стратегию развития нефтехимического бизнеса группы так же можно считать весьма агрессивной, с акцентом на сохранение и укрепление лидирующих рыночных позиций, несмотря на перманентное усиление конкуренции в этой области. Одной из основных целей компании на среднесрочную перспективу является увеличение переработки ПНГ, это поможет компании увеличить обеспечение собственным сырьем последующих переделов, что положительно отразится на операционных результатах деятельности. Кроме того, мы положительно оцениваем инвестиции компании в программу по снижению затрат в производственном цикле, прежде всего в программу энергосбережения.

Стратегические цели компании планируется достигать как путём дозагрузки существующих, так и путём ввода в эксплуатацию новых производственных мощностей, чтобы удовлетворить растущий спрос на основные нефтехимические продукты. При этом все большее значение будет приобретать именно новое строительство как в связи с полной загрузкой ряда мощностей, так и в связи с изменениями конъюнктуры товарных рынков.

Расширение производства планируется путём увеличения переработки попутного нефтяного газа, модернизации производства удобрений, а также увеличения выпуска пластика и продукции оргсинтеза. Нефтехимическая промышленность – одна из наиболее капиталоем-

Доля Сибура во внутреннем производстве, 2005 г., %.



Источник: данные компании



ких, поэтому, по нашим оценкам, реализация программы потребует вложения не менее \$1 млрд.

Согласно инвестиционной программе на 2006-2008 г., совокупные капитальные затраты должны составить около 100 млрд. руб. Наибольший объем инвестиций планируется направить на реализацию проектов в 2007 г. (47.6 млрд. руб.). В 2006 и 2008 гг. капитальные затраты составят уже 11.3 и 41.0 млрд. руб. соответственно.

Мы не исключаем, что для финансирования капложений, помимо облигационных займов, компания будет привлекать в качестве инвесторов или партнёров инвестиционных проектов крупные российские или западные компании. Кроме того, в холдинге активно разрабатывается вопрос о возможности выхода Сибура на IPO или реализации значительного пакета крупному стратегическому инвестору (прежде всего это касается области производства шин).

Помимо IPO в планы компании входит получение международного кредитного рейтинга с последующей эмиссией еврооблигаций на сумму \$300-500 млн. В мае 2006 г. Сибуру удалось привлечь долгосрочный (на 8 лет) кредит на сумму \$27 млн. от голландского банка ING Bank N. V., который предполагается направить на закупку современного импортного оборудования.

## Кредитный комментарий

До последнего времени самой актуальной темой для кредитного анализа Группы оставались вопросы, связанные с проведенной реструктуризацией задолженности и перспективах окончательного урегулирования всех связанных с ней вопросов. В 2003-2005 годах была погашена часть задолженности перед внешними кредиторами, а также завершены все процедуры хозяйственных споров и банкротств и прекращены все судебные конфликты в отношении прав на имущество холдинга или его дочерних структур. По состоянию на начало текущего года сумма внешней задолженности по мировому соглашению составляла 1.5 млрд. руб.

На наш взгляд, в связи с тем, что программа реструктуризации практически выполнена, а уровень долговой нагрузки Группы вышел на приемлемые уровни, данная тема близка к исчерпанию и на первое место выходят планы развития компании и ее стратегическое видение своего места на рынке российской нефтехимической отрасли.

ОАО «Сибур Холдинг» было сформировано посредством передачи ему компанией «АК Сибур» и ее дочерними обществами производственных активов Группы. Для целей консолидированной финансовой отчетности «Сибур Холдинг» является преемником «АК Сибур». Соответственно, консолидированная финансовая отчетность компании «Сибур Холдинг» включает исторические показатели консолидированной финансовой отчетности «АК Сибур». Группа сохранила способность контролировать активы «АК Сибур» и является фактическим гарантом долговых обязательств «АК Сибур» в соответствии с условиями мировых соглашений. Соответственно, «АК Сибур» отражается в отчетности Группы как дочернее общество с долей ОАО «Газпром» в размере 50.6% и стоимостью 2 905 млн. руб., отраженными в составе акционерного капитала.

В течение 2000-2003 гг. дочерними обществами Группы были подписаны мировые соглашения с кредиторами о реструктуризации обязательств. В результате дисконтирования номинальной стоимости обязательств по средневзвешенной ставке дисконтирования, равной 9%, 11.2% и 11.2% по состоянию на 31 декабря 2005, 2004 и 2003 гг. соответственно, и была признана прибыль в сумме 584 млн. рублей за год, закончившийся 31 декабря 2003 г.

На текущий момент Группа характеризуется приемлемой структурой долга и низким уровнем долговой нагрузки. По итогам 2005 г. соотношение чистый долг/ЕВITDA по Холдингу составляло 0.44, а чистый долг/капитал находилось около 0.15.

### Анализ динамики кредиторской задолженности (по данным МСФО), млн. рублей:

	IП 2006	2005	2004	2003
ОАО «Газпром»	-	-	16 280	13 492
Прочие кредиторы	1 661	1 806	2 860	4 781
За вычетом текущей части реструктурированной задолженности	(330)	(302)	(2 078)	(1 066)
<b>Итого</b>	<b>1 331</b>	<b>1 504</b>	<b>17 062</b>	<b>17 207</b>

\*IП 2006 – предварительные данные по МСФО  
Источник: Данные компании

### Анализ реструктурированной задолженности по срокам погашения, млн. рублей:

	IП 2006	2005	2004	2003
Срок погашения				
от одного до двух лет	245	251	2 719	1 438
от двух до пяти лет	610	593	10 470	8 578
более пяти лет	476	660	3 873	7 191
<b>Итого</b>	<b>1 331</b>	<b>1 504</b>	<b>17 062</b>	<b>17 207</b>

Источник: Данные компании

В 2004-2005 г. компании удалось существенно улучшить финансовые показатели. Процедура банкротства «АК «Сибур» и разбирательство между ОАО «Газпром» и предыдущим руководством «АК «Сибур» в 2002 г. оказали негативный эффект на операционные и финансовые результаты деятельности Группы в 2003 г., что создало «эффект низкой базы» для последующих периодов. Начиная с 2004 г. произошло значительное улучшение финансового положения Группы. В 2004-2005 гг. наблюдался значительный рост выручки от продаж, относительное сокращение операционных расходов, существенный рост рентабельности и повышение финансовой устойчивости Группы.



Рост выручки Группы от хозяйственной деятельности составил 28.5% в 2004 г. и 25.9% в 2005 г. Основными факторами роста выручки являлись отраслевой рост цен на продукцию, оптимизация продаж за счет увеличения доли продукции высоких переделов, привязки экспортных цен к мировым котировкам.

Мы отмечаем существенное увеличение рентабельности компании. Основными факторами снижения операционных затрат стала оптимизация структуры производства, увеличение доли собственного сырья (ПНГ), внедрение энергосберегающих программ. По оценкам самой компании, значительный вклад в улучшение показателей рентабельности внесла реструктуризация шинного бизнеса. На конец 2005 г. компания характеризовалась средним для нефтехимической отрасли уровнем рентабельности EBITDA (20%), умеренным объемом чистого долга по отношению к собственным средствам и достаточным уровнем покрытия процентных расходов.

Нефтехимическая отрасль является материалоемкой и энергоемкой: в структуре издержек компании преобладает сырье и материалы. Тем не менее, в период 2003-2005 гг., доля расходов на закупку сырья и материалов незначительно сократилась: с 38% в 2003 г. до 37% в 2004-2005 гг., в то же время доля расходов на оплату труда заметно увеличилась: с 16% в 2003 г. до 19%. Пропорционально снизились расходы на транспорт и электроэнергию. Мы связываем изменение структуры себестоимости с увеличением использования компанией собственного сырья (ПНГ), внедрением ряда энергосберегающих технологий и увеличением использования собственного вагонного парка. В планах компании - дальнейшее развитие собственной ресурсной базы, поэтому мы ожидаем продолжения позитивной трансформации структуры себестоимости в сторону роста затрат на человеческий капитал.

Реализация этих целей может заметно увеличить рентабельность компании и вывести ее в лидеры отрасли по данному показателю. Поэтапная модернизация оборудования снизит издержки производства, с одной стороны, и расширит товарную номенклатуру, с другой. Несомненно, что в условиях нестабильных цен на продукцию отрасли в среднесрочной перспективе успешный контроль над издержками благодаря техническому перевооружению и широкому использованию собственного сырья из ПНГ может стать позитивным фактором как в конкурентной борьбе, так и в обеспечении стабильных операционных и финансовых результатов.

По сравнению с другими сопоставимыми по объему и структуре реализации предприятиями данной отрасли не только в РФ, но и в мире, компания лучше обеспечена углеводородным сырьем. Структура производства и сбыта у Сибура хорошо дифференцирована и отвечает конъюнктуре спроса.

Главные риски для предприятия мы связываем с усилением конкурентной борьбы как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Практически все крупнейшие нефтехимические предприятия РФ анонсировали агрессивные программы развития на ближайшие годы. Во многом рост конкуренции будет нивелироваться увеличением объема внутреннего рынка. Серьезные опасения вызывают перспективы вступления России в ВТО. Приведение цен на энергоресурсы к общемировым показателям существенно увеличит себестоимость продукции Сибура и компании будет сложнее выдерживать внешнюю конкуренцию по производству и сбыту каучуков, химволокна и пластика вследствие ограниченного внутреннего спроса на эти товары и усиления конкуренции со стороны ведущих зарубежных производителей.



## Основные финансовые результаты ОАО «СИБУР Холдинг» по данным консолидированной отчетности, млн. рублей

Показатели	2003	2004	2005	П 2006*
<b>Прибыль и убытки</b>				
Выручка от продаж	65 876	84 621	106 580	56 535
Операционная прибыль (ЕВИТ)	(736)	10 077	19 119	11 876
ЕВИТДА	6 100	11 600	22 8	13 641
Износ и амортизация	(2 725)	(3 043)	(3 463)	1 667
Чистая прибыль	(2 870)	4 659	10 858	8 306
<b>Балансовые показатели</b>				
Активы	74 129	75 188	79 569	82 345
Внеоборотные активы, в т.ч.	40 973	45 698	49 566	50 345
Основные средства	36 779	41 007	44 298	45 530
Оборотные активы, в т.ч.	33 156	29 490	30 003	32 000
Чистый оборотный капитал	(7 869)	(8 137)	12 603	6 175
Собственные средства	5 276	10 238	53 467	61 545
Финансовый долг	30 952	32 175	10 158	7 033
Краткосрочные кредиты и займы	4 864	6 916	6 026	4 290
Краткосрочные векселя к уплате	1 538	358	213	117
Текущая часть реструктурированной задолженности	1 066	2 078	302	330
Долгосрочные кредиты и займы	6 277	5 761	2 113	965
Долгосрочная реструктурированная задолженность	17 207	17 062	1 504	1 331
Чистый долг	26 472	26 334	8 074	5 451
<b>Рентабельность</b>				
Операционная рентабельность, %	(1%)	12%	18%	21%
Рентабельность ЕВИТДА, %	4%	16%	21%	24%
Рентабельность по чистой прибыли, %	(4%)	6%	10%	15%
Рентабельность среднегодового значения активов (ROA), %		6%	14%	20%
Рентабельность среднегодового значения собственных средств (ROE), %		60%	34%	21%
<b>Движение денежных средств</b>				
Операционная деятельность	863	7 899	12 140	5001
Инвестиционная деятельность	(1 653)	(5 437)	(6 194)	(1883)
Финансовая деятельность	1 498	(2 298)	(5 688)	(3586)
<b>Ликвидность</b>				
Абсолютная ликвидность	0.04	0.05	0.11	0.12
Срочная ликвидность	0.60	0.52	1.07	1.45
Общая ликвидность	0.81	0.78	1.72	1.46
<b>Финансовая устойчивость</b>				
Чистый долг / активы	0.36	0.35	0.10	0.07
Чистый долг / собственные средства	5.02	2.57	0.15	0.09
Чистый долг / ЕВИТДА	4.34	2.27	0.42	0.40
ЕВИТДА / процентные расходы	1.47	3.69	7.05	32.79

\* неаудированная отчетность по МСФО



## АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)**Центр анализа рыночной конъюнктуры****Михаил Зак**

+7 (495) 980-41-43

[michael.zak@gazprombank.ru](mailto:michael.zak@gazprombank.ru)**Николай Гудков**

+7 (495) 980-43-90

[nikolay.gudkov@gazprombank.ru](mailto:nikolay.gudkov@gazprombank.ru)**Департамент рынков капитала****Игорь Русанов**

+ 7(495) 913-78-61

[igor.roussanov@gazprombank.ru](mailto:igor.roussanov@gazprombank.ru)**Павел Исаев**

+ 7 495 980 41 34

[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)**Организация выпусков****Игорь Ешков**

+ 7 495 429-96-44

[Igor.Eshkov@gazprombank.ru](mailto:Igor.Eshkov@gazprombank.ru)**Синдикация и продажи выпусков****Александр Алистратов**

+ 7 495 719-19-82

[AAA@gazprombank.ru](mailto:AAA@gazprombank.ru)**Алексей Куприянов**

+7 495 980-41-94

[Super@gazprombank.ru](mailto:Super@gazprombank.ru)

АБ «Газпромбанк» (ЗАО) является владельцем 75% ОАО «Сибур-Холдинг»

Copyright © 2003-2006. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников заслуживающих на наш взгляд доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.