



26 сентября 2007 г.
Долговые рынки

Кредитный профиль эмитента

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

СНХЗ: в преддверии оферты

Мы продолжаем следить за компаниями, которым в ближайшее время предстоит пройти процедуру оферты по корпоративным рублевым выпускам. На прошлой неделе **Стерлитамакский нефтехимический завод (СНХЗ)** провел встречу с инвесторами, на которой менеджеры компании представили планы ее дальнейшего развития. Компания также опубликовала результаты деятельности за 1-е полугодие 2007 г. Нас СНХЗ интересует в первую очередь с точки зрения возможности успешного прохождения оферты, которая состоится 2 октября 2007 г., т. е. уже на следующей неделе.

Основные новости и впечатления от встречи

- Согласно информации, предоставленной компанией в ходе встречи, эмитент уже зарезервировал необходимые средства под исполнение оферты и не должен столкнуться с трудностями при ее прохождении.

- Несмотря на установление повышенной ставки купона (12%), мы полагаем, что большая часть выпуска будет предъявлена к оферте. Мы рекомендуем инвесторам предъявить облигации к оферте, поскольку считаем, что объявленная ставка не отражает в полной мере текущую рыночную ситуацию и реальные риски, которые берет на себя инвестор при покупке СНХЗ.

- Согласно РСБУ отчетности, представляющей производственное направление, в 1-м полугодии 2007 г. компания показала рост рентабельности и снижение долговой нагрузки. В то же время, если учитывать непрозрачную структуру эмитента и аффилированных с ним компаний, реальная долговая нагрузка может быть значительно выше.

- Схема освоения облигационного займа оказалась весьма специфичной. Средства, полученные в результате размещения займа, были потрачены на покупку долей в объектах недвижимости. Постепенно продавая доли в этих активах, компания направляет полученные денежные средства на инвестиционные проекты производственного подразделения.

- Основные минусы компании остались прежними – консолидированная отчетность СНХЗ не включает потоки от девелоперского бизнеса, Группа обладает низкой информационной и финансовой прозрачностью.

- Компания проводит инвестиционные проекты, которые направлены как на организацию производства новых продуктов и модернизацию существующих, так и на уменьшение себестоимости производства.

Прогнозы компании, млн. руб.

	2007	2008	2009
Выручка	3 366	3 890	4 375
ЕБИТДА	314	564	782
Долг/ЕБИТДА	3.2	2.0	1.4
Долг	1 000	1 100	1 100
Рентабельность ЕБИТДА	9.3%	14.5%	17.9%

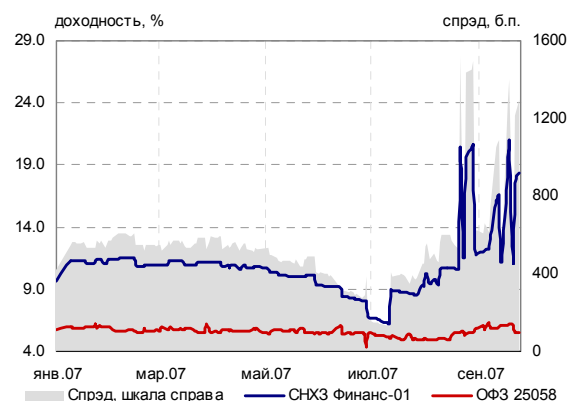
Источник: данные компании

Профиль эмитента

Основное направление деятельности компании – малотоннажная химия. Основные виды выпускаемой продукции:

- фенольные антиоксиданты, которые обеспечивают около 70 % выручки предприятия;
- добавки к бензинам для увеличения октанового числа (около 15 % выручки);
- каучуки и отвердители (около 15 % выручки).

Около четверти продукции, выпускаемой СНХЗ, не имеет аналогов на российском рынке. При этом 30-40 % поставляется на экспорт.



Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач.	ст.откл.	min	max
СНХЗ Финанс-01	14.68	3.49	11.01	21.00
ОФЗ 25058	5.91	0.25	5.50	6.28
Спред	891	340	511	1499

Источники: REUTERS, Банк Москвы

*По состоянию на 24.09.07

Эмитент	ООО "СНХЗ Финанс" (г.Стерлитамак)
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	1000
Гос. номер	4-01-36172-R
Дата начала размещения	03.10.2006
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ год
Дата оферты	13.06.2007
Дата погашения	29.09.2009
Организатор(ы)	ГК Регион
Место обращения (Listing)	ММВБ
Поручитель	ОАО "СНХЗ"
Итоги аукциона по размещению облигаций:	
Ставка купона, % год.	10.70
Доходность к оферте/ погашению, %	10.99
Базов. актив	ОФЗ 46001
Спред, б.п.	569

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Инвестиционные проекты

В настоящее время на заводе реализуется целый ряд новых проектов. Одним из ключевых является строительство и организация производства Агидола-110, стабилизатора и антиоксиданта с широким спектром использования (каучуков, резин, полиэтилена, полипропилена, полиэфира, жиров, масел, витаминов и др.).

В текущем году на заводе начато постепенное изменение схемы пароснабжения – использование в производстве пара, генерируемого за счет собственного парогенератора, что позволит снизить себестоимость продукции. Среди других проектов завода, направленных на снижение себестоимости, – создание собственной системы промоборотной воды, увеличение емкостного парка и др.

Финансы

Масштабы деятельности эмитента являются небольшими – выручка за 2006 г. составила 3 264 млн руб. (\$ 120.3 млн). Компания не составляет консолидированную отчетность, таким образом, в нашем распоряжении лишь РСБУ отчетность основного производственного актива эмитента – ОАО «СНХЗ».

По результатам 1-го полугодия мы отмечаем заметное снижение показателя Долг/ЕБИТДА (до 3.2X против 5.8X по итогам 2006 г. и 6.3X в 1-м полугодии 2006 г.), а также рост рентабельности. Рентабельность по ЕБИТДА выросла до 9 % против 6.7 % по итогам 2006 г. и 6.45 % в 1-м полугодии 2006 г. В то же время, стоит отметить, что схема взаимодействия ОАО «СНХЗ», ООО «СНХЗ Финанс», а также ООО «Инвестстройпроект», который владеет долями в недвижимости, непрозрачна. У нас нет достаточных оснований полагать, что облигационный заем отражается на балансе ОАО «СНХЗ», а значит, фактическая долговая нагрузка может быть выше, Долг/ЕБИТДА – до 6.5X.

Основные финансовые показатели ОАО "СНХЗ", млн. долл.

РСБУ	2006	Н1 2006	Н1 2007	Изменение
Выручка	120.3	54.8	63.9	17%
ЕБИТДА	8.1	3.6	5.7	60%
Активы	71.9	69.9	65.4	-7%
Долг	46.9	45.6	37.5	-18%
СК	21.5	20.9	24.4	17%
Рент-ть по ЕБИТДА	6.7%	6.5%	9.0%	
Долг/Выручка	39%	41%	29%	
Долг/ЕБИТДА	5.8	6.3	3.2	
ЕБИТДА/ %	4.7	7.3	2.4	
Долг/Активы	65%	65%	57%	
Долг/СК	2.2	2.2	1.5	
Долгоср. долг/ Долг	83%	83%	89%	

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

* показатель ЕБИТДА за 1 полугодие 2007гг. скорректирован в соответствие с прогнозами компании по выручке на 2007г.

Основные минусы

Основными минусами СНХЗ являются отсутствие консолидированной (даже управленческой) отчетности, а также своеобразная схема освоения облигационного займа.

Вся сумма займа (1 млрд руб.) плюс вексельный займ на 100 млн руб. были направлены на покупку долей в трех крупных объектах недвижимости (включая землю): ТДК «Гостиный двор», универмага Уфа и торгово-промышленного комплекса г. Стерлитамак. По оценкам компании, на текущий момент стоимость этих активов составляет 5.5 млрд руб. Компания постепенно продает доли в активах «дружественным» структурам (отдельный бизнес, общий акционер), а полученные денежные средства направляет на инвестиционные проекты самого завода.

Отчетность по РСБУ включает только финансовые показатели производственного подразделения. Деятельность компании-владельца недвижимости остается «за кадром» и не подлежит консолидации. Этот факт представители компании аргументируют тем, что вложения в недвижимость рассматриваются как краткосрочные.

Облигационный выпуск:

В настоящее время на рынке обращается первый выпуск СНХЗ Финанс (SPV компании) объемом 1 млрд руб., размещенный в октябре 2006 г. При размещении доходность СНХЗ Финанс-01 к годовой оферте составила 10.99 % годовых. Сейчас бумага торгуется с доходностью выше 15 % к оферте в начале октября текущего года, котировки бумаги – в районе 99.8 % от номинала.

По словам представителей СНХЗ, если облигации будут предъявлены к оферте, компания планирует выкупить выпуск на себя, а затем продать обратно в рынок, когда ситуация на рынке рублевого долга стабилизируется.

Грядущая оферта

Опираясь на информацию, предоставленную эмитентом в ходе встречи, мы полагаем, что компания не должна столкнуться со сложностями при прохождении оферты, хотя в текущей ситуации может появиться необходимость выкупа существенного объема выпуска. В ходе встречи были объявлены источники рефинансирования – кредитные линии. Открытые лимиты в кредитных организациях (Уралсиб, ВТБ, Сбербанк), по данным компании, составляют 1.277 млн руб., из которых свободны 1.2 млрд руб., что с лихвой покрывает весь объем выпуска.

Ставка купона на следующие купонные периоды была существенно повышена по сравнению с текущей ставкой – до 12 % (предыдущая – 10.7 %). Доходность к погашению в сентябре 2009 г. при текущих ценах (99.8 % от номинала) составит около 12.46 %. Однако, несмотря на предоставленную премию, мы полагаем, что вероятность того, что большая часть выпуска будет занесена по оферте, весьма велика. В текущих реалиях доходность около 12.5 %, на наш взгляд, не является адекватной оценкой кредитного и ценового риска, который несет инвестор при покупке облигаций СНХЗ. С конца июля средняя доходность облигаций третьего эшелона по всем отраслям выросла примерно на 175 б. п. – с 10.5 до 12.25 %. При этом сектор химия/нефтехимия рублевого долга не изобилует привлекательными выпусками для покупки. Например, в настоящий момент мы видим более интересные возможности для инвестиций в третьем эшелоне в рамках других отраслей – например, сетевая розница (Холидей, Виват), потребительский сектор (Синергия), машиностроение (Сатурн, УМПО). Также стоит отметить, что эти эмитенты обладают более высоким кредитным качеством, что не мешает инвесторам предъявлять облигации таких компаний к досрочному погашению.

На этой неделе мы могли наблюдать, как проходила оферта по выпуску Главмосстроя-2, который для повышения привлекательности своего займа выставил дополнительную оферту по цене выше номинала. Однако это не остановило участников рынка – по нашим оценкам, эмитентом было выкуплено около 73 % выпуска. Аналогично прошла оферта по первому выпуску облигаций Сатурна. Эмитент исполнил оферту, погасив около двух третей от общего объема выпуска.

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

Zalesskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.