

Специальный обзор долговых рынков ОАО «КуйбышевАзот» vs ОАО «Акрон»: Если надо выбирать.

9 декабря 2009 года

Во второй половине текущего года заметно активизировался сегмент первичных размещений, где в общем списке «вернувшихся» на публичный долговой рынок и *ОАО «Акрон»*, разместивший осенью два выпуска облигаций по 3,5 млрд руб. каждый.

Вместе с тем, на наш взгляд, не стоит ориентироваться только на новые бумаги, упуская из вида выпуски, которые присутствовали на рынке и в «докризисный период». Как мы полагаем, отмечая близость отраслевых рисков, инвесторам имеет смысл обратить внимание на облигации *ОАО «КуйбышевАзот»*, которые несколько выпали из области рыночного спроса в силу того, что выпуск не входит в Ломбардный список Банка России, поскольку эмитент не обладает рейтингами от международных агентств.

Параметры облигаций ОАО "Акрон" и ОАО "КуйбышевАзот"							
Серия	Дата размещения	Сумма, млн руб.	Ставка купона	Срок погашения	Оферта	На 08/12/09	
						котировки	доходность по средневзв. цене
Акрон - 02	24.09.2009	3 500	14.05%	26.09.2011	26.09.2011	98.55% -101%	УТР 14.03%
Акрон - 03	25.11.2009	3 500	13.85%	20.11.2013	25.05.2012	торгов пока нет	УТР 14.33%*
КуйбышевАзот-инвест 02	10.03.2006	2 000	8.80%	04.03.2011	нет	92.10% - 92.20%	УТМ 16.61%

* доходность при размещении

Источник: ММВБ

Однако, как мы можем наблюдать, текущая конъюнктура складывается довольно комфортной, позволяя инвесторам, приемлющим покупку и «неломбардных» бумаг, активизироваться в данном направлении. При этом наметившиеся положительные изменения кредитного профиля компаний относительно того, каким он был на конец прошлого года, только прибавляют уверенности подобным действиям.

Сравнение характеристик финансового состояния								
млн руб.	ОАО "АКРОН"				ОАО "КуйбышевАзот"			
	4 кв 08	1 кв 09	2 кв 09	3 кв 09	4 кв 08	1 кв 09	2 кв 09	3 кв 09
Показатели баланса и P&L								
Активы	63 031	69 149	67 460	81 849	18 406	18 621	18 201	18 793
Основные средства	18 054	18 978	18 996	19 473	5 859	5 827	5 687	6 270
Дебиторская задолженность	3 599	4 281	4 314	5 077	2 910	3 829	3 331	3 559
Денежные средства и их эквиваленты	4 009	4 391	2 319	9 820	576	206	326	190
Финансовый долг, в том числе	28 823	32 178	28 928	32 766	7 492	8 175	7 656	8 329
долгосрочный	10 414	8 421	10 778	20 925	5 381	5 462	5 377	4 930
краткосрочный	18 410	23 757	18 150	11 841	2 111	2 713	2 279	3 398
Выручка, в т.ч.	43 132	9 430	18 860	28 355	19 200	3 367	7 229	11 261
за отчетный квартал	6 837	9 430	9 429	9 495	2 686	3 367	3 862	4 032
ЕБИТДА*	17 475	2 612	3 687	5 059	4 289	86	694	1 222
за отчетный квартал	1 147	2 612	1 075	1 372	-448	86	608	528
Чистая прибыль**	-657	-849	1 092	2 055	-599	-221	-19	113
Основные финансовые коэффициенты								
Рентабельность ЕБИТДА	40.5%	27.7%	19.5%	17.8%	22.3%	2.5%	9.6%	10.9%
за отчетный квартал	16.8%	27.7%	11.4%	14.4%	отр	2.5%	15.8%	13.1%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	2.7	3.6	3.4	1.6	23.2	5.3	5.0
ЕБИТДА/уплаченные %	н/д	н/д	н/д	н/д	7.0	0.4	1.7	2.0
Динамика ключевых финансовых показателей								
Выручка к сопоставимому периоду прошлого года,%***	-27.5%	-18.8%	-12.0%	-32.0%	-45.0%	-38.9%	-24.6%	-31.4%
ЕБИТДА к сопоставимому периоду прошлого года,%***	-67.1%	-52.3%	-77.0%	-77.8%	-143.4%	-94.6%	-57.2%	-69.5%
Изменение долга с начала года, %	424.1%	11.6%	0.4%	13.7%	19.0%	9.1%	2.2%	11.2%

* ЕБИТДА ОАО «Акрон» по данным компании, ** чистая прибыль ОАО «Акрон» за 3 кв. 2009 года, скорректированная на прибыль от продажи ассоциированных компаний, ***4 кв 2008 – данные за период с октября по декабрь 2008 года к сопоставимым данным за 2007 год

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Кризис финансовой системы и серьезное снижение потребительского спроса внесли серьезные коррективы в состав участников рублевого сегмента публичного долгового рынка. В первой половине прошлого года в рублевых облигациях насчитывалось не менее 7 имен, относящихся к химическому комплексу. Сейчас же, в силу разных причин: от состоявшегося погашения или практически 100% выкупа по оферте до исчезновения ликвидности в бумагах, что делает нецелесообразным рассматривать их как объект инвестиций, таких эмитентов фактически пока только двое – ОАО «КуйбышевАзот» (КуАзот) и ОАО «Акрон» (Акрон).

Их оставалось только двое...

При этом каких-либо четких планов со стороны других участников отрасли по размещению новых рублевых публичных обязательств не анонсировалось, несмотря на то, что уже имеется несколько зарегистрированных выпусков.

На наш взгляд, диспропорция, которая сохраняется между выпусками рассматриваемых компаний и выражается премией в доходности бумаг КуйбышевАзота к более длинным по дюрации выпускам Акрона, не в полной мере отражает действительные характеристики кредитного профиля каждого из эмитентов.

Конечно, можно было бы сослаться на то, что существующая премия отражает факт структуры выпуска КуАзота, когда формально эмитентом выступает SPV-компания – ООО «КуйбышевАзот – Инвест», а также отсутствие бумаг в Ломбардном списке Банка России, поскольку ни Эмитент, ни обязательства не имеют рейтинговых оценок международных или отечественных рейтинговых агентств. При этом у облигаций Акрона для включения в Ломбардный список ЦБ есть хорошие шансы: в конце октября Компания получила рейтинг от Fitch на уровне «В+» и, соответственно, может рассчитывать на включение, когда «доберется» до котировального списка А1, демонстрируя на ММВБ необходимую для этого ликвидность.

Вместе с тем, мы предлагаем «не замыкаться» при формировании инвестиционных решений исключительно на факте принадлежности к списку «избранных» Банком России, в какой-то степени игнорируя именно неломбардные выпуски. Как мы полагаем, в отдельных случаях именно эта категория из находящихся в обращении бумаг сохраняет хороший потенциал для роста, который подкрепляется позитивными изменениями кредитного профиля и нивелированием отдельных рисков, отчасти утративших актуальность по сравнению с ситуацией на конец прошлого – начало текущего года.

Укрепляя представление о каждом из названных нами эмитентов, напомним, что **ОАО «КуйбышевАзот»** входит в число крупнейших отечественных производителей продуктов органической химии, а также азотных удобрений. Основную часть его денежных потоков обеспечивают производство и реализация капролактама и продуктов его дальнейшей переработки (полиамида, кордной нити и кордной ткани). Выпускаемая КуАзотом продукция имеет широкую область применения в химической промышленности, выступая одним из сырьевых компонентов при производстве разнообразных пластиков, пленок и покрытий, получающих дальнейшее применение в таких областях как производство товаров народного потребления, автомобилестроение, выпуск шин, отрасль

ОАО «КуйбышевАзот»

строительных материалов, производство упаковочных материалов, текстильной промышленности, а также в высокотехнологичном производстве. На долю сегмента «Удобрения» приходится порядка 40% от общего объема продаж, помимо аммиачной селитры и карбамида, Компания реализует также так называемые «сложные удобрения».

Товарные потоки Компании ориентированы преимущественно на экспорт и формируют порядка 67% выручки, что обусловлено большими масштабами спроса на товарную продукцию на внешнем рынке, чем на внутреннем. Так, на экспорт поставляется 85% производимого капролактама, 83% полиамида. В продажах удобрений на долю экспорта приходится более 50% оборота, при этом Компания ориентируется и на российский рынок, активно продвигая производимые аммиачную селитру и карбамид через собственные торговые представительства и дилерские центры, располагаемые в крупнейших сельскохозяйственных регионах РФ.

ОАО «КуйбышевАзот» является ключевым производственным активом, «замыкающим» на себе основные товарные и финансовые потоки, исходя из этого, отчетность Компании по РСБУ является вполне репрезентативной для формирования мнения о кредитном качестве Эмитента и существующих рисках. Отметим, что с 2007 года интересы КуАзота на рынке Китая представляет завод по производству инженерных пластиков, однако его финансовые потоки изолированы от основного производства, в связи с чем, ими вполне можно пренебречь.

Бизнес **ОАО «Акрон»** – это одно из ведущих российских и мировых производств минеральных удобрений, включающее ассортимент из более 40 наименований. Ассортимент производимых удобрений объединяет две наиболее востребованные сельхозпроизводителями группы: азотные и так называемые «сложные» удобрения (с добавлением фосфатного и калийного сырья). В продажах Акрона «львиная» доля также приходится на экспортные поставки, поскольку, с одной стороны, объем внешнего рынка несопоставимо больше локального, что обеспечивает возможности для более успешного продвижения произведенной продукции. С другой – ОАО «Акрон» представляет Группу «Акрон», в которую помимо Эмитента еще входит компания ОАО «Дорогобуж» реализующая продукцию группы на локальном рынке. Отметим, что на текущий момент консолидация потоков ОАО «Дорогобуж» в полном объеме на ОАО «Акрон» не возможна в силу существующих особенностей структуры владения активами. Что касается результатов деятельности производственного актива, расположенного на территории Китая, то, как и в случае китайского производства КуАзота, результаты его деятельности остаются вне финансовой информации, доступной для оценок.

Группа Акрон в течение 2008 года существенно укрепила свою сырьевую базу, приобретая лицензии на разработку месторождений апатит-нефелиновых руд в Мурманской области и калийных солей в Пермском крае. Кроме того, достаточно много ресурсов было затрачено на организацию собственной сбытовой инфраструктуры.



Источник: данные Компании

ОАО «Акрон»



Источник: данные Компании

Используя в качестве базы для оценок финансового состояния эмитентов РСБУ отчетность ОАО «КуйбышевАзот» и консолидированную отчетность ОАО «Акрон», мы можем выделить ряд весьма важных, на наш взгляд, аспектов, влияющих на инвестиционное решение.

Очевидно, что избежать серьезных финансовых проблем, обусловленных резким ухудшением конъюнктуры основных товарных рынков, не удалось ни тому, ни другому. И до тех пор, пока проявившиеся признаки «выздоровления» не примут более устойчивый вид, кредитные профили имеют ряд «слабых мест», требующих компенсации в доходности относительно бумаг эмитентов, представляющих другие отрасли.

Наиболее сложным для компаний оказался 4 квартал прошлого года, когда оба эмитента несли убытки уже на стадии валовой прибыли. Причины финансовых потерь были во многом схожи: обвал цен на мировых рынках, как в сегменте удобрений, так и по продуктам органической химии спровоцировал сокращение и натуральных объемов производства. Акрону пришлось уменьшить в 4 квартале объемы выпуска удобрений в зависимости от вида на 40–50%, в результате чего объем отгрузки товарной продукции за 2008 год в целом снизился на 16%. Загрузка мощностей КуАзота снизилась в течение 4 квартала в среднем на 5,8% по удобрениям и на 16,6% – по капролактаму и его производным, однако в целом за 2008 год все же удалось «удержать» положительную динамику: рост составил 0,8% – по удобрениям, 10,6% по капролактаму и продуктам его переработки.

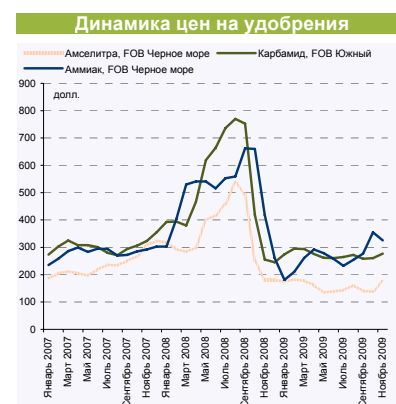
Ситуация начала «осторожно» восстанавливаться в 1 квартале 2009 года на фоне сезонного роста спроса на удобрения. Стараясь компенсировать провал цен относительно ценовых максимумов 2008 года, компании в рамках общей для всех производителей тенденции стремились поддерживать объемы выпуска без значительного уменьшения тоннажа, предпочитая поддержать оборот от продаж, за счет увеличения физических объемов реализации.

Дополнительную поддержку производителям минеральных удобрений, оказавшихся в весьма затруднительном положении оказала и отмена с 1 февраля 2009 года действующей до этого экспортной пошлины на азотные и сложные удобрения.

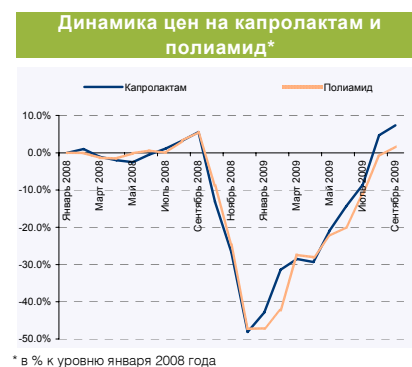
Во втором квартале 2009 года рыночная конъюнктура сохранила тенденцию к улучшению. Выработка карбамида и аммиачной селитры на мощностях КуАзота возросла по сравнению с аналогичным периодом 2008 года на 5,7% по аммиачной селитре и на 9,9% по карбамиду. Вместе с тем, КуАзоту воспользоваться всеми преимуществами сезонного спроса на удобрения не удалось в полной мере по причине вынужденной остановки производства аммиака на капитальный ремонт летом 2009 года. При этом, «поддержка» пришла с других рынков – негативный тренд на рынках капролактама и полиамида «был надломлен» и цены также начали постепенно восстанавливаться.

Определенные изменения наблюдались в течение третьего квартала, но и тут серьезной ценовой коррекции удалось избежать. Безусловно, спрос в сегменте удобрений (опять же под давлением фактора сезонности) стал

Финансовые проблемы во многом схожи, но...



Источник: Bloomberg



* в % к уровню января 2008 года

Источник: данные ОАО «КуйбышевАзот»

слабее, однако на рынках продуктов органической химии, где оперирует КуАзот ситуация развивалась по вполне благоприятному сценарию, позволяющему наращивать объемы реализации, выпуск товарной продукции по итогам 9 месяцев удалось обеспечить на уровне 95% относительно данных за 9 месяцев 2008 года.

Сравнивая компании в разрезе эффективности бизнеса, мы не можем не отметить довольно близкие риски зависимости конечного результата от динамики регулируемых тарифов (в частности, на электроэнергию, газ, ж/д перевозки и т.п.). Помимо этого, КуАзот находится в серьезной зависимости от динамики цен на нефть и нефтепродуктов, используемых в качестве исходного сырья (бензол – один из наиболее значимых сырьевых компонентов, используемых при производстве капролактама). Вместе с тем, присутствует интересный, на наш взгляд, нюанс: несмотря на то, что рентабельность производства Акрона заметно выше, восстанавливать ее, как показывает текущий год, гораздо сложнее, Во-первых, бизнес Компании в большей степени, чем у КуАзота подвержен влиянию сезонного фактора. Во-вторых, свой отпечаток накладывает более агрессивная инвестиционная политика Акрона. При этом даже дополнительного потока финансовых ресурсов, который образовался после продажи Акронм принадлежащих ему «непрофильных» активов (в начале сентября 2009 года был продан принадлежащий Акрону 21% акции ОАО «Сибнефтегаз») оказалось недостаточно, чтобы приблизить норму прибыли к показателям 2008 года. КуАзоту это тоже пока не удается, но «прогресс» более заметен.

Тема, требующая отдельного рассмотрения, это текущая долговая нагрузка эмитентов. Не беря во внимание абсолютные величины кредитных портфелей, в силу присутствующей разницы в масштабах и существенно различающихся «инвестиционных аппетитов» каждой из компаний, а сравнивая лишь уровень покрытия имеющихся обязательств операционными потоками, отметим стремление и Акрона, и КуАзота обеспечить более качественное покрытие, что отражает заметное улучшение показателя Чистый долг/ЕБИТДА относительно итогов первого квартала текущего года. Что касается способности компаний по обслуживанию их кредитных портфелей, то у нас не возникает особых опасений относительно этого: начиная со второго квартала, оба эмитента генерируют положительный поток от операционной деятельности, позволяющий обслуживать текущие долги без дополнительных заимствований на эти цели. Отметим, что в отличие Акрона, КуАзот более откровенно раскрывает стоимость обслуживания своих обязательств, тогда как из отчета Акрона их довольно сложно «вычислить», поскольку Компания их капитализирует в балансе по статье «Право на разведку и добычу полезных ископаемых». Ориентируясь на отчетность по российским стандартам, отмечаем, что номинально процентные расходы Акрона за 9 месяцев 2009 года составили не менее 1,5 млрд руб., таким образом, соотношение ЕБИТДА/проценты уплаченные, по нашим оценкам, вряд ли превышает 3х, что еще сильнее сближает его финансовые характеристики к показателям КуАзота.

Резюмируя столь подробное сопоставление, мы вновь обращаем внимание на несправедливо, на наш взгляд, завышенную премию в доходности облигаций КуАзота к бумагам Акрона. Во-первых, платежная дисциплина

Капитальные расходы				
Тип расходов, млн руб	ОАО "Акрон"		ОАО "КуйбышевАзот"	
	2008	9 мес 09	2008	9 мес 09
Капвложения, в т ч	5 315	~ 2400	2 900	1 923
производственное развитие	1 804	н/д	1 650	1 247
ремонт и обновление оборудования	3 259	н/д	1 240	676
Приобретение прав на разведку и добычу ПИ	18 286	-	-	-
ИТОГО	23 601	~ 2400	2 900	1 923

Источник: данные компаний

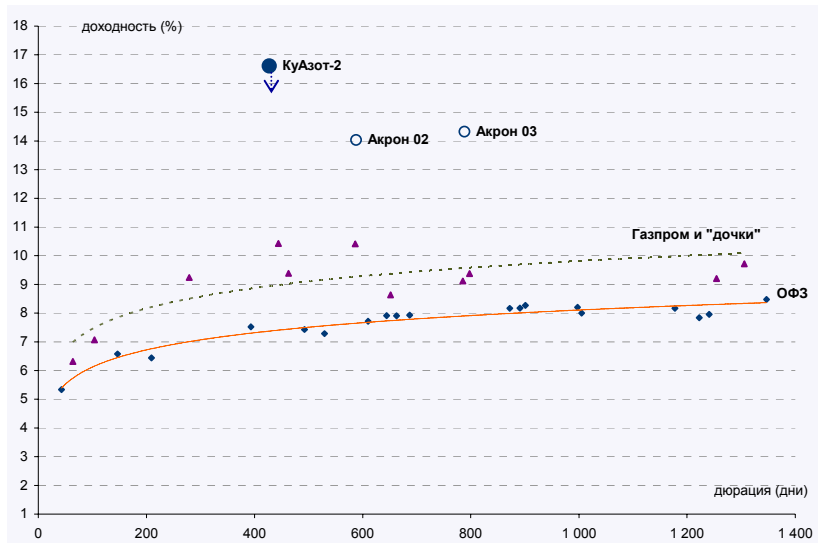
И все-таки премия завышена.

Компания не вызывает каких-либо серьезных нареканий, и риски потери платежеспособности на горизонте до момента погашения бумаг мы оцениваем как весьма низкие. Во-вторых, на фоне возможного в среднесрочной перспективе восстановления товарных рынков, КуАзот, как мы полагаем, обладает необходимым потенциалом для оперативного «возвращения» ключевых финансовых показателей к уровням более успешных для бизнеса 2006 – 2007 годов. Исходя из этого, спред к облигациям Акрона, который компенсировал бы уже обозначенные выше «недостатки», как структуры выпуска КуАзота, так и текущего кредитного профиля, по нашим оценкам, не должен превышать 200 б. п. Ориентируясь на динамику бумаг Акрона в последнее время и текущую «расстановку» на кривой доходности, «справедливая» доходность бумаг КуАзота, по нашим оценкам, соответствует уровню 15,7% – 15,9% годовых.

Перспективы ценового апсайда облигаций самого Акрона, на наш взгляд, очень тесно коррелируют с моментом включения бумаг в Ломбардный список Банка России. Несмотря на то, что при размещении облигаций серии 03 этот факт уже был заложен в большей степени, чем на аукционе по облигациям серии 02, мы полагаем, что «гэп» вверх все же возможен при появлении соответствующего решения ЦБ. Платежная дисциплина Акрона также не вызывает каких-либо серьезных опасений в силу того, что Компания сама ориентирована на укрепление достигнутых финансовых результатов. Кроме того, на горизонте уже менее полугода вновь будет проявляться сезонный фактор, который выступает серьезным драйвером для обеспечения финансовых успехов Акрона.

Ну и, конечно же, мы не можем игнорировать проявляющиеся сигналы постепенного восстановления конъюнктуры долгового рынка, следствием которых становится снижение стоимости заимствований компаниями, и в этом свете бумаги Акрона выглядят достаточно привлекательными и с точки зрения обеспечиваемого ими купонного дохода.

Распределение доходностей на 8 декабря 2009 года



Источник: ММВБ

Контактная информация

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления диллинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКА и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.