

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Куйбышевазот: химическая формула роста

- Куйбышевазот входит в десятку крупнейших производителей капролактама в мире и занимает лидирующую позицию в производстве этого продукта в России. В рейтинге предприятий азотной промышленности по объему выпуска аммиака и удобрений эмитент находится в первой десятке российских производителей.
- Приоритетным направлением для компании является производство продуктов органического синтеза, капролактама и продуктов его дальнейшей переработки. Мировой рынок капролактама в настоящий момент находится в фазе роста, и подобная ситуация, по всей видимости, сохранится в ближайшие 2-3 года, что позволит предприятию создать необходимый запас прочности на более далекую перспективу.
- В азотных удобрениях Куйбышевазот в большей степени по сравнению с другими производителями ориентирован на внутренний рынок, который в перспективе ближайших лет должен стать основным источником спроса по мере усиления торговых барьеров в основных странах-потребителях.
- Финансовое состояние компании, в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ, соответствует группе низкого риска: растущие цены на капролактамы и углубление цепочки переработки позволяют поддерживать рентабельность продаж на уровне выше других крупных предприятий нефтехимии. При этом, долговая нагрузка Куйбышевазота остается умеренной.
- Мы полагаем, что второй выпуск облигаций Куйбышевазота должен позиционироваться по доходности на уровне других выпусков предприятий нефтехимии, в частности, Салаватнефтеоргсинтеза-2. С учетом премии за первичное размещение, справедливая доходность к погашению Куйбышевазот-2, на наш взгляд, находится в диапазоне 8.9%-9.1% годовых.

Приоритетным направлением бизнеса для Куйбышевазота, на развитие которого направлена стратегия развития предприятия последних лет, является нефтехимия – выпуск капролактама и продуктов его дальнейшего передела: на их долю приходится около 60% продаж, на долю азотных удобрений порядка 25%.

Производство капролактама и его производных в России является в основном экспорто-ориентированным: хотя внутреннее потребление по мере развития основных отраслей – потребителей (текстильная, шинная промышленность, производство пластиков) постепенно набирает обороты, оно обеспечивает спросом лишь небольшую долю годового производства. Поэтому финансовое состояние российских производителей в значительной степени определяется тенденцией мирового рынка, которая, в свою очередь, складывается достаточно благополучно.

Главным позитивным фактором остается внушительный спрос со стороны азиатских стран, в частности, Китая, подогреваемый высокими темпами роста отраслей, использующих капролактамы и полиамид в качестве основного сырья. В частности, по итогам 2005 года, по данным National Bureau of Statistics of China, производство полиамидного волокна в Китае выросло на 16.3%, выпуск шин увеличился на 28.3%, а производство полимерных пластиков – на 18.3%. Общий объем потребления капролактама отраслями китайской экономики сейчас составляет порядка 650-700 тыс. тонн, при внутреннем производстве 200-220 тыс. тонн – схожая ситуация наблюдается и в других странах-потребителях (в частности, Таиланд и Корея). При этом, темпы ввода в строй новых и увеличение загрузки существующих установок отстают от темпов роста перерабатывающих мощностей, что усугубляет структурный дефицит продукта.

Оценка финансовых показателей
Куйбышевазот – 2.20 Риск низкий

Основные финансовые показатели:

| | 2003 | 2004 | 2005O |
|----------------|------|-------|-------|
| Выручка | 6.59 | 10.12 | 13.60 |
| Активы | 5.72 | 7.88 | 10.61 |
| Долг * | 1.99 | 2.29 | 4.87 |
| ЕВИТДА | 0.92 | 2.35 | 2.57 |
| Чистая прибыль | 0.52 | 1.48 | 1.60 |
| ЕВИТДА margin | 14% | 23% | 19% |
| Debt/ЕВИТДА | 2.15 | 0.98 | 1.90 |

Источник: Данные компании, расчеты
Банка ЗЕНИТ

* В объеме долга за 2005 г. учтен размещаемый займ и рефинансирование первого выпуска облигаций объемом 600 млн. руб.

Доли Куйбышевазота в российском производстве по основным видам продукции:

| Наименование | Доля на рынке |
|-------------------|---------------|
| Капролактамы | 48.0% |
| Полиамид-6 | 21.0% |
| Аммиак | 3.7% |
| Карбамид | 4.2% |
| Аммиачная селитра | 5.5% |
| Сульфат аммония | 45.6% |

Источник: Данные компании

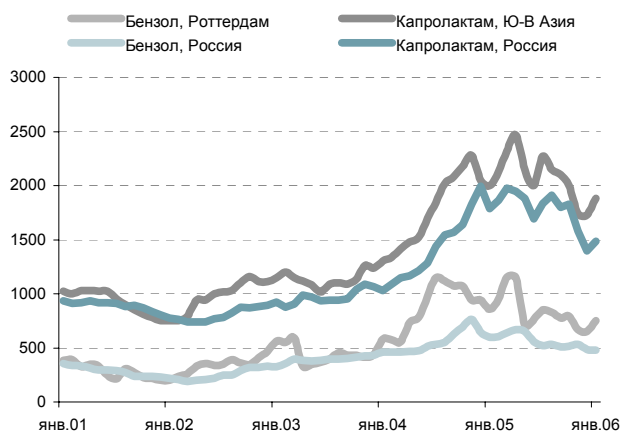
Помимо растущего спроса, фактором, подталкивающим вверх цены на капролактамы и полиамид, является растущая стоимость углеводородного сырья, которая перекладывается по цепочке на конечного потребителя.

В целом, по мнению ряда отраслевых экспертов, в ближайшие 2-3 года существуют все предпосылки для того, чтобы цены на капролактамы сохранились на текущих высоких уровнях. Это должно позволить основным производителям, в том числе Куйбышевазоту, создать определенный запас прочности на долгосрочную перспективу, когда дисбаланс между спросом и предложением может уменьшиться, например, под влиянием общего замедления экономического роста в странах – потребителях.

Осознавая тот факт, что структурный дефицит капролактама на мировом рынке когда-нибудь закончится, эмитент постепенно наращивает мощности по его дальнейшей переработке в сложные продукты, характеризующиеся более высокой добавленной стоимостью и перспективные с точки зрения роста внутреннего спроса. В частности, Куйбышевазот увеличивает мощности полимеризации капролактама в полиамид, увеличивая внутреннее потребление базового продукта. При этом, поставки капролактама на предприятия, использующие его для производства полиамида и дальнейшей переработки, частично замещаются поставками готового полиамида. Следующим звеном в цепочке добавленной стоимости является производство высокопрочных нитей, выпуск которых Куйбышевазот ведет с 2004 года, и инженерных пластиков, сырьем для которых выступает выпускаемый на предприятии гранулят полиамида-6 – прогнозные темпы роста выпуска по этим продуктам в России на ближайшие 4 года составляют порядка 3% и 11% в год соответственно. В целом, к 2010 году около 50% производимого в России капролактама будет потребляться внутри страны, в частности за счет увеличения глубины его переработки теми предприятиями, которые сейчас инвестируют в развитие новых производств.

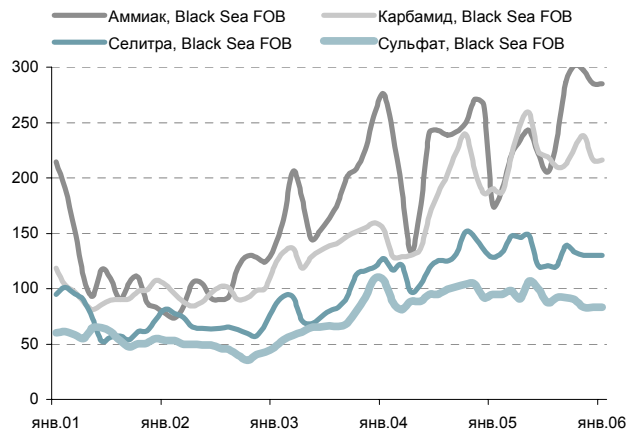
Высокая концентрация спроса на капролактамы на азиатских, и главным образом китайском рынках, обуславливает риски, связанные с введением торговых барьеров. Для российских производителей они реализовались в 2001 году, когда Китай начал в их отношении антидемпинговое расследование, длившееся почти 2 года и вылившееся в установление специальных пошлин в пределах 5%-28%. При этом, для продукции Куйбышевазота пошлина была установлена близко к нижней границе – 7%. Срок действия пошлин завершается в 2009 году, что можно расценивать как фактор поддержки для рентабельности поставок в долгосрочной перспективе.

Динамика внутренних и мировых цен на бензол и капролактамы, долл./т:



Источник: Данные компании

Динамика мировых цен на азотные удобрения, долл./т:



Источник: Данные компании

В поставках азотных удобрений (аммиачная селитра, карбамид, сульфат аммония), формирующих порядка четверти выручки эмитента, также преобладает экспорт, доля которого составляет порядка 65% от общих продаж. В то же время, если в случае капролактама причина экспортной направленности в недостатке мощностей по дальнейшей переработке внутри страны, то в случае азотных удобрений все объясняется низкой текущей платежеспособностью российских с/х предприятий, несмотря на потенциальную высокую потребность РФ в минеральных удобрениях.

Ситуация на мировом рынке удобрений для российских производителей характеризуется большими рисками, связанными с торговыми барьерами и импортозамещением в основных странах – потребителях, нежели на рынке капролактама и полиамида. В несколько более выигрышном положении находятся крупнейшие российские производители удобрений (в частности, МХК «Еврохим»), которым удается противостоять давлению протекционистских

мер стран-импортеров и добиваться льготных условий поставок.

Куйбышевазот реализует удобрения на экспорт преимущественно через крупнейших трейдеров, что отчасти снижает риски негативного влияния ограничительных мер на мировом рынке. При этом, по сравнению с крупными игроками, компания изначально менее подвержена подобным рискам, так как в меньшей степени ориентирована на экспорт: если в среднем по России доля внутренних поставок азотных удобрений составляет 11%, то Куйбышевазот продает внутри страны 35% производимой продукции. В перспективе ближайших лет именно внутренний спрос должен стать основным фактором поддержки для отрасли, если импортные ограничения станут еще более жесткими. В этой связи важным фактором конкурентного преимущества на внутреннем рынке может стать эффективная система дистрибуции, которую Куйбышевазот выстраивает уже сейчас: около трети поставляемой на внутренний рынок продукции реализуется через собственные агрохимические базы в нескольких регионах России.

Оценка финансового состояния Куйбышевазот по предварительным итогам 2005 года и с учетом корректировки на размещаемый выпуск, в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ, составляет 2.2, что соответствует группе низкого кредитного риска.

Финансовое состояние

Последние три года компания поддерживает довольно высокие темпы роста бизнеса: в 2004 году выручка выросла на 53.5% за счет повышения цен на основные экспортируемые товары и наращивания выпуска, по итогам 2005 года темп роста продаж составил 34.4%. Половина этого прироста пришлась на капролактамы в условиях растущих мировых и внутренних цен, а также продолжившегося увеличения производства (+6.3%). Кроме того, около 20% прироста пришлось на полиамид, по которому выпуск в прошлом году вырос на треть после ввода новых мощностей, а также техническую нить (выпуск вырос почти втрое) и кордную ткань.

Благоприятная ситуация на рынке капролактама обеспечила Куйбышевазоту в прошлом году довольно высокую норму прибыли, несмотря на рост стоимости основного сырья и транспортных тарифов. Рентабельность по EBITDA в 2005 году составила 19%, по чистой прибыли – 12.1%. Некоторое снижение показателей рентабельности по сравнению с прошлым годом было вызвано временной приостановкой производства аммиака в связи с кап. ремонтом: предприятие несло дополнительные расходы по приобретению аммиака у сторонних поставщиков.

Оценка финансового состояния ОАО «КуйбышевАзот»:

| | 2003 | | 2004 | | 2005O* | |
|--|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| | К | Оценка | К | Оценка | К | Оценка |
| *** Структура капитала *** | | | | | | |
| Leverage ratio | 0.43 | 2.1 | 0.41 | 2.3 | 0.50 | 1.6 |
| Debt ratio | 0.35 | 1.0 | 0.29 | 1.6 | 0.41 | 0.4 |
| Current ratio | 2.77 | 3.0 | 3.62 | 3.0 | 2.30 | 3.0 |
| Cash ratio | 0.14 | 1.9 | 0.54 | 3.0 | 0.08 | 1.0 |
| *** Рентабельность *** | | | | | | |
| Net Margin | 0.08 | 2.0 | 0.15 | 3.0 | 0.12 | 3.0 |
| EBITDA Margin | 0.14 | 1.4 | 0.23 | 3.0 | 0.19 | 2.4 |
| Operating Margin | 0.12 | 1.4 | 0.21 | 3.0 | 0.18 | 2.7 |
| *** Адекватность денежных потоков *** | | | | | | |
| Total debt/EBITDA | 2.15 | 1.8 | 0.98 | 3.0 | 1.90 | 2.1 |
| CFO/Total debt | 0.16 | 2.6 | 0.45 | 3.0 | 0.21 | 1.1 |
| EBIT interest coverage | 10.27 | 3.0 | 17.94 | 3.0 | 12.86 | 3.0 |
| *** Динамика финансовых показателей *** | | | | | | |
| Динамика выручки | 0.15 | 2.5 | 0.32 | 3.0 | 0.44 | 3.0 |
| Динамика прибыли | 0.11 | 2.0 | 0.85 | 3.0 | 0.98 | 3.0 |
| Оценка надежности | 2.07 | | 2.82 | | 2.20 | |

Источник: Отчетность по РСБУ за 2003-2004 гг., предварительные данные за 2005., расчеты Банка ЗЕНИТ

* С учетом корректировки на размещаемый займ и рефинансирования 1 выпуска облигаций объемом 600 млн. руб.

Стоит отметить, что по рентабельности продаж Куйбышевазот превосходит некоторые другие крупные предприятия нефтехимии. Более высокой нормой прибыли в настоящее время характеризуются химические предприятия, ориентированные только на удобрения (Акрон, Невинномысский Азот). Однако мы еще раз подчеркиваем, что сегмент удобрений несет в себе сравнительно большие отраслевые риски, и рентабельность производителей, в особенности тех, у кого в выручке преобладает экспортная составляющая, сильно зависит от того, как развивается ситуация с импортными ограничениями, а значит может быть довольно волатильной.

Финансовые показатели химических предприятий РФ по итогам 9 мес. 2005 г.

| Показатель | СНОС* | НКНХ** | Куйбышевазот | Кемеровский Азот | Щекиноазот | ВМУ*** | Невинномысский Азот | Акрон | Дорогобуж |
|------------------------|-------|--------|--------------|------------------|------------|--------|---------------------|-------|-----------|
| Выручка | 47.3 | 31.0 | 10.1 | 4.4 | 4.5 | 2.8 | 9.3 | 9.2 | 4.3 |
| Прибыль от продаж | 4.5 | 5.0 | 1.9 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 3.5 | 3.1 | 1.1 |
| Чистая прибыль | 2.0 | 1.8 | 1.2 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 2.5 | 1.9 | 0.7 |
| Operating margin | 9.5% | 16.1% | 18.5% | 9.6% | 10.9% | 8.3% | 38.0% | 33.6% | 26.9% |
| Net margin | 4.2% | 5.7% | 12.1% | 4.9% | 7.7% | 2.4% | 26.5% | 20.5% | 17.4% |
| Долг | 19.2 | 11.2 | 2.9 | 1.8 | 0.2 | 0.1 | 4.1 | 1.7 | 0.9 |
| Активы | 35.7 | 40.3 | 9.8 | 5.4 | 2.7 | 2.3 | 14.4 | 8.0 | 3.0 |
| Debt ratio | 53.7% | 27.6% | 29.8% | 33.4% | 5.9% | 5.2% | 28.8% | 21.0% | 31.1% |
| Total debt/EBIT | 4.2 | 3.4 | 1.2 | 4.3 | 0.3 | 0.8 | 0.9 | 0.5 | 0.7 |
| EBIT interest coverage | 4.6 | 8.5 | 12.6 | 7.9 | 30.0 | 5.7 | 16.7 | 20.1 | 13.9 |
| Current ratio | 1.1 | 1.9 | 2.8 | 0.7 | 4.2 | 1.4 | 9.9 | 1.9 | 3.7 |
| Cash ratio | 0.02 | 0.05 | 0.16 | 0.01 | 0.03 | 0.09 | 0.41 | 0.14 | 0.18 |

Источник: Отчетность компаний по РСБУ

* Салаватнефтеоргсинтез

** Нижнекамнефтехим

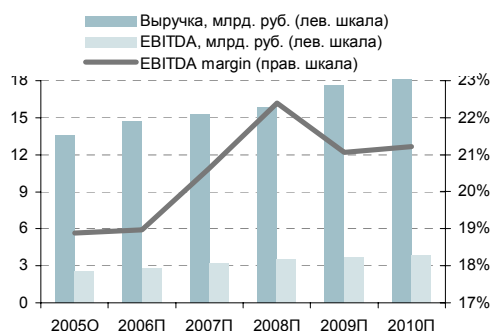
*** Воскресенские минеральные удобрения

В соответствии с данными о планируемых объемах выпуска, предоставленных ЗАО «Куйбышевазот», и прогнозами Банка ЗЕНИТ по ценовой динамике на основных товарных рынках компании на среднесрочную перспективу, мы полагаем, что эмитент сохранит положительный тренд операционных показателей. Согласно расчетам Банка ЗЕНИТ, к 2010 году оборот Куйбышевазота должен увеличиться не менее чем на 33%, чему должно способствовать планомерное увеличение объемов выработки и рост в структуре продаж доли продукции с более высокой добавленной стоимостью.

Достижение прогнозируемых уровней производства в значительной мере будет обусловлено эффектом от ключевых инвестиционных проектов, которые компания планирует реализовать в течение ближайших двух лет. При этом модернизация производственных мощностей должна найти отражение в снижении расходных норм сырья и обеспечении его диверсификации. Это должно оказать дополнительную поддержку рентабельности в условиях растущих цен на исходное сырье, а также вынужденных закупок аммиака во время остановки его производства на плановые ремонты. В условиях двухлетнего шага ремонтных работ и выхода ключевых проектов на проектную мощность в 2008 г., норма прибыли по EBITDA в течение ближайших пяти лет будет варьироваться в пределах 19% - 22%.

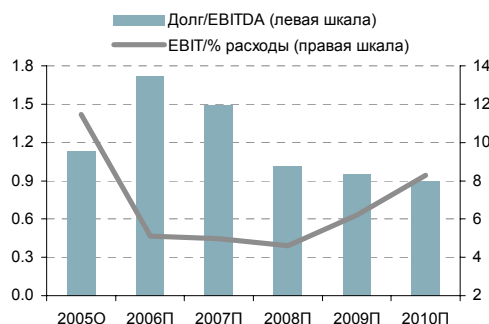
Хотя эмитент характеризуется довольно консервативной политикой при использовании кредитного плеча, предпочитая направлять на развитие производства собственные средства, масштабы намеченных на ближайшее время инвестиционных мероприятий побуждают его более активно использовать инструменты внешнего финансирования. Свои затраты на строительство новых производств и модернизацию действующих на 2006 и 2007 гг. Куйбышевазот оценивает соответственно на уровне 2.39 млрд. руб. и 1.97 млрд. руб.

Прогноз выручки и прибыли ЗАО «Куйбышевазот» до 2010 г.



Источник: расчеты Банка ЗЕНИТ

Прогноз показателей покрытия долга до 2010 г.



Источник: расчеты Банка ЗЕНИТ

В течение текущего года кредитный портфель компании пополнится не только облигационным займом в размере 2 млрд. руб., который предполагается использовать в том числе для рефинансирования облигаций первого выпуска, но и шестилетним кредитом Международной Финансовой Корпорации объемом 15 млн. долл.

К концу 2006 года в абсолютном выражении финансовый долг составит порядка 4.8 млрд. руб., и в его структуре будут преобладать долгосрочные обязательства ввиду сокращения объемов краткосрочных кредитов на пополнение оборотного капитала. В условиях усиления долговой нагрузки, покрытие обязательств должно сохраниться на довольно вы-

соком уровне: мы ожидаем соотношение Долг/ЕБИТДА на уровне менее 2, при этом прибыль до учета налогов и процентов за 2006 г. будет превышать процентные расходы в 5 раз. Принимая во внимание, что по мере появления эффекта от инвестиций, операционный денежный поток компании будет расти, даже в условиях сохранения инвестиционной активности, потребность компании в финансовых ресурсах из внешних источников будет постепенно сокращаться. Согласно нашим оценкам, к 2010 году соотношение долг/ЕБИТДА будет находиться на уровне менее 1, при этом прибыль до учета процентов и налогов будет превышать процентные расходы в более чем в 8 раз.

В настоящее время на рынке обращается первый выпуск облигаций Куйбышевазота объемом 600 млн. рублей. В то же время, в силу низкой дюрации (бумага торгуется к оферте 16.03.2006), он не может выступать ориентиром для определения доходности нового пятилетнего выпуска. Мы полагаем, что из числа компаний, представленных на рынке рублевого долга, наиболее близкими отраслевыми аналогами можно считать предприятия нефтехимии - Нижнекамскнефтехим и Салаватнефтеоргсинтез. Последние, как и Куйбышевазот, зависят от динамики цен на нефть и природный газ и спроса на сложные продукты органического синтеза, и также активно проводят стратегию увеличения глубины переработки базового сырья.

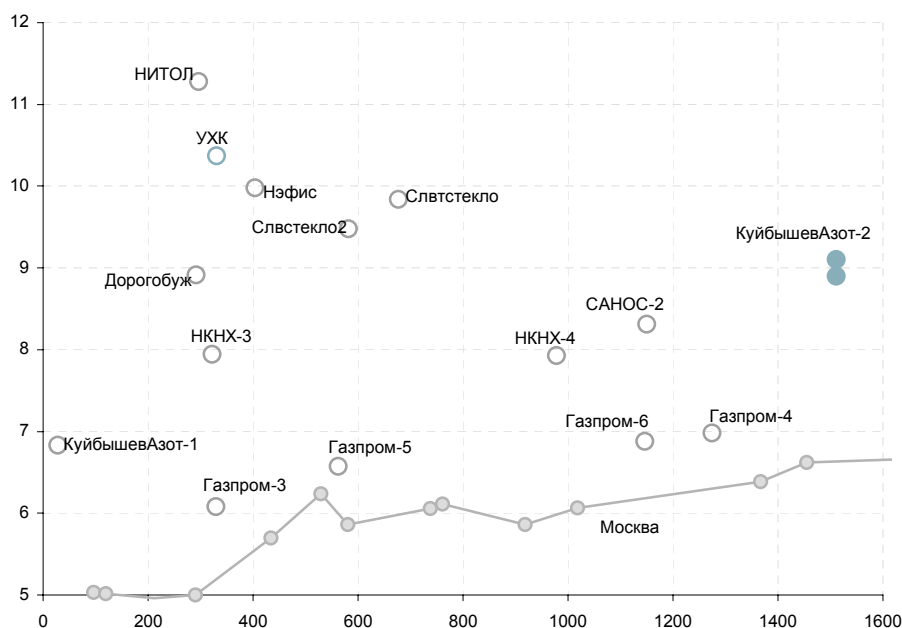
Наиболее близким по дюрации к размещаемому выпуску Куйбышевазота является выпуск Салаватнефтеоргсинтеза-2, который по состоянию на 15.02.2006 торговался с доходностью к погашению 8.31% годовых и дюрацией около 1150 дней.

Куйбышевазот заметно уступает Салаватнефтеоргсинтезу в масштабах деятельности: выручка САНОСа за 9 мес. 2005 г. составила 47.3 млрд. рублей, почти в 5 раз больше, чем у эмитента. В то же время, Куйбышевазот оперирует с вдвое лучшей рентабельностью: 18.5% по прибыли от продаж против 9.5% у САНОСа. Кроме того, долговая нагрузка заемщика, даже с учетом размещаемого займа, в относительном выражении выглядит менее существенной - покрытие долга за счет годовой прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ) у Куйбышевазота (46%) вдвое выше, чем у Салаватнефтеоргсинтеза (23%). Учитывая столь существенную разницу в рентабельности и уровне долговой нагрузки, мы полагаем, что кредитные риски двух компаний в целом сопоставимы. В то же время, больший срок обращения Куйбышевазота-2 обуславливает премию за дюрацию, величину которой мы оцениваем в 30-40 б.п.

Таким образом, на текущий момент справедливая доходность облигаций Куйбышевазот-2 на вторичном рынке находится в пределах 8.6% - 8.7% годовых. Отметим, что этот уровень не учитывает премию за первичное размещение бумаги: с учетом последней, диапазон справедливой доходности к погашению, на наш взгляд, складывается в диапазоне 8.9%-9.1% годовых.

Позиционирование выпуска

Кривая доходности облигаций компаний химической промышленности, 16.02.2006:



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

| | | |
|---|---------------------|------------------------------|
| Начальник Департамента | Роман Пивков | roman.pivkov@zenit.ru |
| Зам. Начальника Департамента | Кирилл Копелович | kopelovich@zenit.ru |
| Управление продаж | | sales@zenit.ru |
| Начальник управления | Константин Поспелов | konstantin.pospelov@zenit.ru |
| Еврооблигации | Владислав Григорьев | v.grigoriev@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Алексей Третьяков | a.tretyakov@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Роман Попов | r.popov@zenit.ru |
| Аналитическое управление | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Яков Яковлев | y.yakovlev@zenit.ru |
| Еврооблигации | Александр Доткин | a.dotkin@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Ольга Ефремова | o.efremova@zenit.ru |
| Акции | Евгений Суворов | e.suorov@zenit.ru |
| Акции | Мария Сулима | m.sulima@zenit.ru |
| Акции | Дмитрий Лукашов | d.lukashov@zenit.ru |
| Управление доверительного управления активами | | |
| Начальник управления | Сергей Матюшин | s.matyushin@zenit.ru |
| Управление организации долгового финансирования | | ibcm@zenit.ru |
| Начальник управления | Валерий Голованов | v.golovanov@zenit.ru |
| Управление корпоративного финансирования | | |
| Начальник управления | Максим Васин | vasin@zenit.ru |

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.