

Ренессанс Капитал

Дмитрий Поляков
+7 (495) 725 5229
DPolyakov@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Казаньоргсинтез 11 Слишком широкий спрэд относительно Нижнекамскнефтехим 15

- **Торговая идея.** В настоящее время спрэд по еврооблигациям Казаньоргсинтез 11 шире, чем по инструментам Нижнекамскнефтехим 15 с офертой в 2010 г. Нижнекамскнефтехим, как и Казаньоргсинтез, расположен в Республике Татарстан. По нашей оценке, текущий спрэд на уровне 100 б. п. между двумя выпусками является неоправданно широким и с течением времени должен сузиться.
- **Сопоставимая структура собственности.** Обе компании контролируются ОАО «ТАИФ» и правительством Республики Татарстан. Теоретически, источники внешней поддержки одинаковы.
- **Меньший размер Казаньоргсинтеза имеет значение.** Выручка Казаньоргсинтеза почти вчетверо меньше, чем у Нижнекамскнефтехима, но в ближайшие годы разрыв может сократиться, так как Казаньоргсинтез должен ввести в эксплуатацию значительные производственные мощности.
- **Рентабельность Казаньоргсинтеза выше.** Еще одно преимущество Казаньоргсинтеза с точки зрения кредитного качества эмитента – более высокая рентабельность EBITDA (несмотря на некоторое давление на показатели рентабельности).
- **Амбициозная программа капиталовложений и рост долговой нагрузки.** Обе компании занимаются модернизацией и расширением производственных мощностей, поэтому их денежные потоки отрицательны. Однако инвестиционные программы в большей степени повлияли на свободный денежный поток Казаньоргсинтеза как менее крупной компании. Следует отметить, что график погашения долговых обязательств Казаньоргсинтеза достаточно консервативен, а доля краткосрочной задолженности относительно невелика. В этой связи мы не считаем риски рефинансирования этой компании слишком существенными.
- **Мы ожидаем сужения спреда.** По нашему мнению, компании Казаньоргсинтез и НКНХ имеют много общего: они работают в одном секторе и имеют сходную структуру собственности. По показателю рентабельности EBITDA Казаньоргсинтез – более прибыльное предприятие; в то же время оно меньше по размеру и имеет более высокую долговую нагрузку. На наш взгляд, эти преимущества и недостатки отчасти компенсируют друг друга. По нашему мнению, спрэд между еврооблигациями Казаньоргсинтез и НКНХ должен превышать 50 б. п. Мы рекомендуем инвесторам открывать длинные позиции в бумагах Казаньоргсинтез 11 в ожидании сужения спреда.

Таблица 1. Казаньоргсинтез и Нижнекамскнефтехим: основные финансовые показатели (по МСФО)

	KZOS			NKNK	
	2004	2005	6 мес. 2006	2004	2005
Выручка	405	468	260	1 327	1 698
EBITDA (после корректировки)	109	116	46	204	211
Рентабельность EBITDA	26.9%	24.8%	17.8%	15.3%	12.4%
Долг	27	204	410	320	547
Долг/EBITDA	0.25	1.76	4.42*	1.57	2.59
Доля краткосрочного долга	77.9%	17.9%	11.8%	48.5%	15.6%
Краткосрочный долг/EBITDA	19.3%	31.4%	52.3%*	76.2%	40.3%
EBITDA/Процентные платежи	137.0	35.7	14.8	8.0	9.5
Капитальные затраты (А)	48	239	164	113	205
Операционные денежные потоки (В)	74	113	23	124	138
Свободные операционные денежные потоки (В)-(А)	26	(126)	(140)	11	(67)

* Аннуализированный полугодовой показатель EBITDA.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Анализ относительной стоимости

О компании. Казаньоргсинтез – одно из ведущих нефтехимических предприятий страны, на котором работает свыше 8 000 человек. Ежегодно компания выпускает более миллиона тонн химической продукции, а после реализации инвестиционной программы объем производства должен значительно возрасти. Выручка Казаньоргсинтеза в прошлом году (USD0.47 млрд) была значительно меньше выручки Нижнекамскнефтехима (USD1.7 млрд), но численность сотрудников последней превышает 25 тыс. человек. Обе компании тесно связаны с другими предприятиями региона.

Несмотря на относительно невысокие показатели выручки (на уровне USD500 млн), Казаньоргсинтез является одним из ведущих в стране производителей полиэтилена высокого и низкого давления, занимая 38%-ную долю на рынке. В январе-июне текущего года выручка от реализации полиэтилена составила 70% от совокупных доходов компании. Полиэтилен низкого давления преимущественно используется для производства пленочных и экструзионных изделий, а также напорных и газовых труб, а высокого давления – для производства пленки и изделий для бытового применения. Основные поставщики этана (базовое сырье для производства этилена) – Газпром и Татнефть.

Кредитные рейтинги международных агентств. Агентство S&P присвоило Казаньоргсинтезу рейтинг В- (прогноз «стабильный»), а Fitch – В (прогноз «стабильный»). Рейтинг Казаньоргсинтеза на один пункт выше рейтингов других российских компаний отрасли, присвоенных S&P. Нижнекамскнефтехиму присвоены рейтинги агентствами Moody's (В1, прогноз «стабильный») и Fitch (В+, прогноз «стабильный»). Отметим, что присвоенный Moody's рейтинг превышает базовый рейтинг компании, так как Moody's допускает «среднюю» степень вероятности поддержки со стороны республиканского правительства. Сопоставимые рейтинги ведущих международных агентств – дополнительный аргумент, подтверждающий, что компании не сильно различаются с точки зрения кредитного качества.

Структура собственности. Совпадение акционеров по ряду позиций указывает на то, что за компаниями стоят одни и те же реальные владельцы. Обе компании де-факто контролируются ОАО «ТАИФ», которому принадлежат нефтехимические, нефтеперерабатывающие и телекоммуникационные активы в республике. Республика Татарстан имеет специальное право на участие в управлении обеими компаниями («золотая акция»). Следовательно, теоретически источники внешней поддержки одинаковы.

Фундаментальные финансовые показатели. По рентабельности EBITDA Казаньоргсинтез постоянно опережает Нижнекамскнефтехим (табл. 1). Залог успеха компании – сдерживаемый рост затрат и исключительно благоприятная ценовая конъюнктура на рынках сбыта, главным образом на внутреннем рынке (цены на этилен в России уже сопоставимы с европейскими, но российский рынок отличается большей ценовой стабильностью). Сложно объяснить столь значительную разницу в рентабельности компаний, но, вероятно, структура затрат на сырье более выгодна для Казаньоргсинтеза, нежели для Нижнекамскнефтехима. Впрочем, в прошлом году рентабельность Казаньоргсинтеза оказалась под давлением из-за перебоев в поставках сырья Газпромом. В январе-июне текущего года наблюдалась тенденция к снижению рентабельности EBITDA на фоне падения валовой рентабельности (26% против 32% за аналогичный период прошлого года), что подчеркивает чувствительность показателей рентабельности в нефтехимии даже к малейшим изменениям цен на продукцию и стоимости производственных факторов (сырья и электроэнергии).

С другой стороны, Казаньоргсинтез имеет более высокий уровень долга. В 2004 г. правительство Татарстана утвердило программу развития нефтехимического комплекса республики, для осуществления которой требуются значительные капитальные затраты и большие объемы долгового финансирования. Обе компании приняли весьма амбициозные программы капиталовложений (под влиянием республиканского правительства), но при этом НКНХ может финансировать большую часть капитальных затрат из внутренних средств. Инвестиционная программа Казаньоргсинтеза направлена на технологическую модернизацию и наращивание производственных мощностей (полиэтилена низкого и высокого давления в 2.5 и 1.5 раза соответственно к 2008 г.) и расширение номенклатуры продукции за счет поликарбонатов (группа термопластмасс, широко применяющихся в современном производстве). Пиковый объем капитальных затрат приходится на 2006 г., затем он начнет снижаться. В 2005 г. денежный поток Казаньоргсинтеза был отрицательным; по всей видимости, такая ситуация сохранится в ближайшие несколько лет. Коэффициент Долг/EBITDA компании в первом полугодии 2006 г. возрос до 4.4 (у НКНХ этот показатель был равен 2.6 в 2005 г.) и может вырасти еще больше из-за увеличения объема заимствований для финансирования капитальных затрат. Имеющихся денежных потоков компании недостаточно для обеспечения инвестиционной программы такого масштаба. У НКНХ коэффициент Долг/EBITDA также резко вырос в 2005 г. вследствие увеличения капиталовложений, частично финансируемых за счет заемных средств. Несмотря на негативную динамику показателя Долг/EBITDA Казаньоргсинтеза, мы считаем, что компания сможет добиться снижения долговой нагрузки после 2008 г.

В целом финансовое положение Казаньоргсинтеза представляется нам менее устойчивым, так как способность компании снизить уровень долга будет во многом зависеть от денежных потоков, которые должны обеспечить модернизированные и расширенные производственные мощности. Существует неопределенность в отношении будущих цен на сырье и материалы, а значит, и рентабельности Казаньоргсинтеза. В настоящее время компания покупает большую часть сырья по довольно низким внутренним ценам, что положительно влияет на показатели рентабельности EBITDA, которые значительно превышают аналогичные показатели сопоставимых европейских компаний. Поддержанию уровня рентабельности должно способствовать увеличение доли продукции с высокой добавленной стоимостью в структуре производства.

Заимствования компании в большинстве своем – долгосрочные (доля краткосрочных обязательств вполне приемлема), а показатели процентного покрытия находятся на хорошем уровне. Основные кредиторы компании – Сбербанк и банк ABN Amro (кредитные линии последнего застрахованы).

Плановые выплаты по кредитам равномерно распределены на несколько лет (2008-2011 гг.). Предполагается, что к этому времени денежный поток Казаньоргсинтеза вырастет за счет увеличения объемов производства и реализации, а также повышения эффективности после модернизации мощностей.

Вывод. Учитывая положение на рынке, структуру собственности и финансовые показатели Казаньоргсинтеза, мы считаем, что спрэд между облигациями Казаньоргсинтез и НКНХ в размере 100 б. п. слишком широкий. По нашему мнению, справедливый спрэд должен быть около 50 б. п., принимая во внимание меньший размер Казаньоргсинтеза, ограниченную финансовую гибкость и более высокую долговую нагрузку.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
Владислав Носик

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян
Ooganian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100