

Казаньоргсинтез может провести реструктуризацию НКНХ на очереди?

- Наконец-то реструктуризация.** Агентство *Debtwire* сообщило на прошлой неделе, что Казаньоргсинтез (КОС; рейтинги CC, прогноз «негативный»/ C, в списке на пересмотр в сторону понижения) привлек инвестиционный банк в качестве финансового консультанта, что сигнализирует о предстоящей реструктуризации долга. Выпуск еврооблигаций КОС на USD200 млн сроком обращения до 2011 г. может подлежать досрочному погашению после публикации результатов за прошлый год по МСФО (ожидается в конце мая) и подтверждения нарушения ковенанта, ограничивающего долговую нагрузку, – в примечаниях к отчетности по РСБУ руководство компании признало, что это произойдет (мы впервые писали о такой возможности в комментарии от 18 августа 2008 г.).
- Что произошло?** По нашему мнению, проблемы имеют три причины: 1) чрезмерная доля заемных средств в структуре капитала при соотношении Долг/EBITDA (до кризиса) выше 6; 2) снижение рублевых цен в четвертом квартале на 20-60% относительно третьего; 3) негибкая структура затрат и большая пропорция давальческих операций. Кроме того, программа капиталовложений КОС во многом полагалась на увеличение поставок этана с Оренбургского гелиевого завода, запланированное расширение мощностей которого было отложено. Как следствие, КОС не смог выплатить дивиденды за 2007 г., имеет самую большую задолженность за электроэнергию в регионе и в пять раз нарастил кредиторскую задолженность перед связанными сторонами (прежде всего Нижнекамскнефтехимом (НКНХ)). В 2009 г. КОС предстоит погасить около 11.3 млрд руб. долга в соответствии с первоначальными соглашениями, и еще 8.7 млрд руб. может потребоваться, если держатели долговых инструментов не согласятся отказаться от требований в связи с нарушением ковенанта (цена получения их согласия будет запретительно высокой – еврооблигации эмитента в настоящее время торгуются на уровне около 30% от номинала).
- Будет ли уменьшена основная сумма долга?** Получение USD200 млн в форме двухсторонних кредитов для выкупа еврооблигаций в случае, если держатели не пойдут на отказ от требований, представляется маловероятным; изменение графика платежей практически неизбежно. При текущих оценках стоимости бизнеса в этом секторе на уровне около 7 EBITDA 2009П уменьшение основной суммы долга, на наш взгляд, возможно, но только в случае изменения структуры собственности КОС. Несмотря на то, что компания является ценным активом, мы не видим, кто мог бы стать ее потенциальным покупателем, за исключением СИБУР Холдинга и Газпрома, в связи с чем переговорные позиции кредиторов КОС являются довольно слабыми. СИБУР мог бы согласиться на сравнительно небольшой дисконт, поскольку после покупки КОС мог бы отказаться от работы по давальческим схемам, что повысило бы генерацию денежных средств данным активом. Однако холдинг всегда уделял повышенное внимание уровню долговой нагрузки и, по нашему мнению, вряд ли захочет увеличить долг на своем балансе еще на USD0.9 млрд, несмотря на потенциал улучшения состояния КОС. В число основных кредиторов КОС входят Сбербанк, RBS/ABN, UniCredit Group и Сургутнефтегазбанк. Напомним, что сотрудничество СИБУР Холдинга со Сбербанком при попытке поглощения Амтел-Vrederstein не принесло успеха.
- Возможно ли повторение?** Ситуация с КОС ставит вопрос о перспективах НКНХ (В1/В в списке на пересмотр в сторону понижения). Оба предприятия контролирует холдинг ТАИФ, на этом уровне принимаются ключевые решения, и здесь же может присутствовать дополнительная долговая нагрузка. ТАИФ подал во Внешэкономбанк заявку на рефинансирование для всех активов, когда данный механизм еще действовал, но средств не получил. Холдинг ТАИФ выступает поручителем по некоторым обязательствам КОС; советы директоров обеих компаний возглавляет один человек – А. Шигабутдинов. Несмотря на существующие связи между КОС и НКНХ, мы полагаем, что сейчас у НКНХ нет потребности в реструктуризации.
- Положение НКНХ представляется более устойчивым.** НКНХ находится в более благоприятном операционном и финансовом состоянии по сравнению с КОС. Структура затрат НКНХ корректируется быстрее, поскольку цены на широкие фракции легких углеводородов, поставщиком которых является ТАИФ, определяются на основании цены на нефть в портах АРА (по информации за 2008 г.). В отличие от КОС, НКНХ не имеет жесткой технологической привязки к основному поставщику и при необходимости может работать с разными НПЗ. Несмотря на более значительный спад выручки в первом квартале – на 38% в годовом сопоставлении на фоне сокращения производства на 17% и снижения цен на 21% – рентабельность НКНХ оказалась более устойчивой в условиях кризиса. В то же время, перспективы автомобильной промышленности и, соответственно, спроса на синтетический каучук, выпускаемый НКНХ, представляются слабыми, что будет и в дальнейшем отражаться на котировках еврооблигаций НКНХ (выпуск объемом USD200 млн с погашением в 2015 г.). После выкупа рублевых облигаций на 3 млрд руб. в апреле – что, вероятно, и было причиной двукратного роста просроченной кредиторской задолженности в первом квартале по сравнению с концом 2008 г. – до конца года эмитенту предстоит погасить, по нашим оценкам, не более 4.7 млрд руб. долга (исходя из предположения, что все долгосрочные линии амортизируются с равными ежегодными платежами). За весь 2009 г. сумма долга НКНХ к погашению более чем в 2.5 раза меньше, чем у КОС. При уровне EBITDA, показанном в первом квартале, на выплату долга пойдут все денежные потоки 2009 г., но, тем не менее, рефинансирование – не единственный источник ликвидности для НКНХ. Ковенант по еврооблигациям компании предусматривает коэффициент Долг/EBITDA не выше 3 и проверяется ежегодно, следовательно, в случае дальнейшего ухудшения ситуации нарушение ковенанта может произойти лишь через год.
- Основные финансовые показатели обоих эмитентов по РСБУ представлены в табл. 1.**

Таблица 1. Финансовые показатели КОС и НКНХ по РСБУ

<i>Млн руб., если не указано иное</i>	1 кв. 2009	1 кв. 2008	Изменение, %	2008	2007	Изменение, %
КОС						
Выручка	4 569	6 360	-28%	23 469	21 456	9%
ЕВИТДА	37	1 167	-97%	3 251	4 884	-33%
Рентабельность ЕВИТДА	0.8%	18.3%	-17.5 п. п.	13.9%	22.8%	-8.9 п. п.
Совокупный долг	31 211	н/д	н/д	28 865	20 885	38%
Долг/ЕВИТДА за 12 месяцев	8.3	н/д	н/д	8.9	4.3	н/д
НКНХ						
Выручка	11 609	18 437	-37%	70 978	58 726	21%
ЕВИТДА	1 696	3 270	-48%	9 707	8 857	10%
Рентабельность ЕВИТДА	14.6%	17.7%	-1.1 п. п.	13.7%	15.1%	-1.4 п. п.
Совокупный долг	21 982	н/д	н/д	19 261	13 740	40%
Долг/ЕВИТДА за 12 месяцев	2.7	н/д	н/д	2.0	1.6	н/д

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

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

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Медиа и ИТ, сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Потребительский сектор и сельское хозяйство

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Елена Шарипова

Антон Никитин

Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.