

КуйбышевАзот Отчетность за 2007 г. по МСФО

- Первая отчетность по МСФО с 2005 г.** Группа КуйбышевАзот (КУАЗ) вчера опубликовала результаты деятельности за 2007 г. по МСФО. Выручка оказалась на уровне показателя в отчетности по РСБУ, а доля сделок со связанными сторонами – умеренной. Это дает основания полагать, что показатели рентабельности в квартальной отчетности по РСБУ заслуживают доверия. Задолженность компании в отчетности по российским стандартам показана ниже примерно на 15% (не включая пенсионные обязательства) или немного меньше, если вычесть платежи по лизингу и накопленные проценты. Рентабельность EBITDA по консолидированной отчетности по МСФО на 1.5-2.0 п. п. ниже, чем по РСБУ. Финансовый рычаг компании (по коэффициенту Долг/EBITDA) по цифрам отчетности по МСФО на 20-50% выше расчетного показателя по РСБУ, но такое расхождение не должно сказаться на восприятии инвесторами кредитного качества КУАЗа.
- Облигации дешевле, но по-прежнему не представляются привлекательными.** Облигации КУАЗа относительно неликвидны и всегда были весьма дорогими (в четвертом квартале 2007 г. и первом квартале 2008 г. их спрэд к ОФЗ увеличился лишь на 125 б. п.). Если КУАЗ пойдет на присвоение рейтинга, мы сомневаемся, что компании удастся получить рейтинг на уровне В1/В+, необходимый для включения бумаг в Ломбардный список Банка России. Структура выпуска (эмитент – SPV) также сделает это невозможным, как и включение в список А1. По сравнению с бумагами Нижнекамскнефтехима, которые входят в Ломбардный список и отличаются лучшим кредитным качеством, облигации КУАЗа по-прежнему не выглядят привлекательными, учитывая их высокую дюрацию и процентный риск.
- Что в примечаниях?** В декабре прошлого года КУАЗ заплатил всего 155 млн руб. за компанию Курскхимволокно (не учитывая принятие долга в 67 млн руб.). На 2008 г. капитальные вложения в Курскхимволокно запланированы на уровне до USD10 млн. Стоимость покупки и сумма капитальных затрат не существенны для кредитного качества КУАЗа. Крупнейшим кредитором компании выступает Сбербанк (44% общего долга, ставки не превышают 10%). Доля обеспеченного долга не раскрывается, однако известно, что 53% основных средств заложены. По состоянию на конец 2007 г. КУАЗ нарушил ковенанты по небольшому кредиту МФК, однако позже ковенанты были изменены. В апреле 2008 г. КУАЗ получил USD20 млн от продажи МФК 3.5% своих казначейских акций.
- Операционные результаты: удачный год.** В прошлом году производство полиамида выросло более чем вдвое благодаря запуску третьей линии мощностью 23 тыс. тонн. Собственная переработка капролактама в продукты с более высокой добавленной стоимостью выросла на 41%. Цены на капролактама в Азии (основное экспортное направление КУАЗа) оставались стабильными (примерно USD2 300/тону, что на 15% выше уровня 2006 г.). Цены на полиамид колебались в районе USD2 550/тону (+10%). Что касается затрат, после 73%-ного скачка цен на бензол в 2006 г. (в связи с неожиданной остановкой на ремонт семи российских предприятий) в прошлом году поставки были более стабильными, а стоимость сырья уменьшилась на 30%. Кроме того, снизился коэффициент потребления бензола, хотя точные цифры не называются. Благодаря этому убыточное направление бизнеса стало рентабельным. В сегменте удобрений объем производства вырос незначительно; выпуск аммиака оказался ниже прогнозного из-за незапланированной остановки мощностей на ремонт. Тем не менее, благоприятная ценовая конъюнктура позволила повысить рентабельность (средние цены на карбамид с поставкой FOB порт Южный выросли по сравнению с 2006 г. на 40%, на аммиачную селитру – на 43%, на сульфат аммония – на 80%). Важным достижением стало сокращение удельного потребления газа на 8% до 1 150 кубометров на тону аммиака.
- Основной риск** представляют поставки бензола – КУАЗу необходимо гарантировать стабильность поставок. С этой целью недавно было создано совместное предприятие с ММК, которое к 2010 г. начнет перерабатывать бензол, являющийся побочным продуктом коксования угля. В настоящее время КУАЗ только на четверть обеспечивает свои потребности металлургическим бензолом, а остальное поставляют нефтеперерабатывающие предприятия (17% импортируется, 57% составляют поставки российских НПЗ), что, очевидно, может привести к снижению рентабельности (рис. 2).

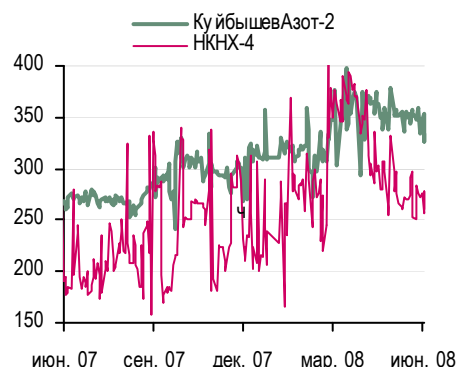
Петр Гришин, CFA
+ 7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Таблица 1. Основные финансовые показатели по МСФО

Млн руб., если не указано иное	2007	2006	2007 к 2006
Выручка	17 331	12 847	35%
Валовая прибыль	5 793	2 950	96%
EBITDA	3 452	994	247%
Валовая рентабельность	33.4%	23.0%	+10.4 п. п.
Рентабельность EBITDA	19.9%	7.7%	+12.2 п. п.
Финансирование оборотн. капитала/EBITDA	-36.4%	-21.7%	-
Чистый операционный денежный поток	1 281	305	320%
Капвложения/EBITDA	33%	199%	-
Свободный денежный поток	151	(1 671)	-
Совокупный долг (исключая пенсионные обязательства)	7 352	6 940	6%
Совокупный долг/EBITDA	2.1	7.0	-
Процентные расходы	585	423	38%
EBITDA/Процентные расходы	5.9	2.3	-

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Спрэд к кривой доходности ОФЗ, б. п.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Объем производства, выручка и рентабельность по сегментам

	2007	2006	2007 к 2006
Сегмент капролактама			
Капролактама, тыс. тонн	167.0	147.0	14%
Полиамид-6, тыс. тонн	72.2	32.2	124%
Техническая нить и кордная ткань, тыс. тонн	8.6	6.7	28%
Выручка, млн руб.	11,719	8,519	38%
Валовая рентабельность	28.1%	12.4%	+16 п. п.
Рентабельность EBITDA	13.7%	-2.2%	+16 п. п.
Доля в выручке	67.6%	66.3%	-
Доля в EBITDA	49.9%	-23.6%	-
Сегмент удобрений			
Аммиак, тыс. тонн	570.0	506.0	13%
Аммиачная селитра, тыс. тонн	495.6	447.5	11%
Карбамид, тыс. тонн	301.0	256.0	18%
Сульфат аммония, тыс. тонн	430.1	387.5	11%
Выручка, млн руб.	4,909	3,767	30%
Валовая рентабельность	49.6%	48.6%	+1 п. п.
Рентабельность EBITDA	32.8%	26.6%	+5 п. п.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Цены на бензол (FOB Роттердам), USD/тонну



Источник: Bloomberg

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи 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

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

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@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
Светлана Ковальская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Складя

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

**Рынок акций Средней Азии,
стратегия**
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 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