

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

«Куйбышевазот»: 2006 год – «проверка на прочность»..

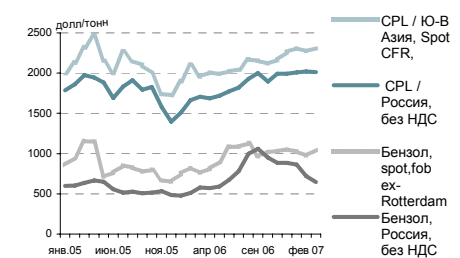
- По итогам 2006 года финансовые результаты ОАО «Куйбышевазот» оказались скромнее ожиданий и сопоставимых показателей 2005 года. Выручка снизилась на 6% до 12,7 млрд. руб. В то же время, можно отметить, что оценка объемов реализации в долларовой выражении демонстрирует менее заметное снижение – на 2,5% до 468,5 млн. долл.
- На фоне незначительного снижения оборотов более ощутимым для финансов Компании стало снижение нормы прибыли. Так, рентабельность по EBITDA снизилась по итогам года с 19% до 11%. Главной причиной сложившейся ситуации стали форс-мажорные обстоятельства на рынке бензола, обусловленные незапланированной одновременной остановкой выпуска значимого для Куйбышевазота сырья ключевыми российскими производителями. Наряду с ростом цен в течение года на 73% на внутреннем рынке сформировался острый дефицит на бензол, и Компания была вынуждена перейти на более дорогостоящие импортные закупки, что спровоцировало серьезный рост издержек. Кроме того, в силу преобладания экспорта в выручке Куйбышевазота свое негативное отражение в финансах нашло и укрепление курса рубля.
- Наряду со сбоями в поставках сырья, ключевые для компании товарные рынки в 2006 году также совсем не благоприятствовали повторению рекордных показателей 2005 года: средние по году цены на капролактамы, формирующий большую часть выручки Куйбышевазота, снизились на 2 – 5%. В результате, даже после того, как были налажены бесперебойные поставки бензола, и производство капролактама было восстановлено (стоит отметить, что в 2006 году выработано максимальное за всю историю предприятия количества капролактама – 147 тыс. тонн), а также после запуска второй очереди по полиамиду-6 мощностью 50 тыс. тонн/в год вернуться на уровень продаж 2006 года все равно не удалось. Кроме того, на фоне существенного роста стоимости сырья цены на товарную продукцию росли менее значительными темпами, что также негативно отразилось на рентабельности
- Учитывая достаточно высокую волатильность ключевых рынков, Компания достаточно серьезно настроена относительно укрепления своих конкурентных преимуществ, среди которых наиболее значимыми являются масштабы и способность производства гибко реагировать на колебания спроса. В свете этого, инвестиционные мероприятия по модернизации производства направлены, главным образом, на увеличение объемов выработки при сокращении расходных норм сырья. Кроме того, в качестве приоритетных направления в стратегии Компании выделена концентрация на продуктах более высокого передела, характеризующихся стабильным спросом и менее чувствительных к конъюнктуре рынков исходного сырья. Ярким примером, подтверждающим данное утверждение, является отсутствие серьезных колебаний цен в течение 2006 года на технические нити и полиамид.
- Бизнес компании ориентирован преимущественно на экспорт. Поскольку центр спроса на продукцию Куйбышевазота находится в Северо-Восточной Азии, вполне логичным шагом для Компании стала организация СП «Куйбышевазот Инженерные Пластики» в Китае (Шанхай). С одной стороны, создание производства, специализирующегося на переработке полиамида-6 в инженерные пластики, является частью стратегии выпуска продукции следующих

Финансовые показатели , 2005-2006 гг.:

	2005	2006
Выручка, млрд. руб.	13,60	12,73
EBITDA, млрд.руб.	2,62	1,42
EBITDA margin	19,3%	11,2%
Чистая прибыль, млрд. руб.	1,60	0,59
Net margin	11,8%	4,6%
Активы, млрд. руб	10,61	13,25
Долг, млрд. руб.	3,47	5,78
Debt ratio	33%	44%
Debt/EBITDA	1,32	4,06

Источник: Отчетность компании по РСБУ

Динамика цен на капролактамы и бензол



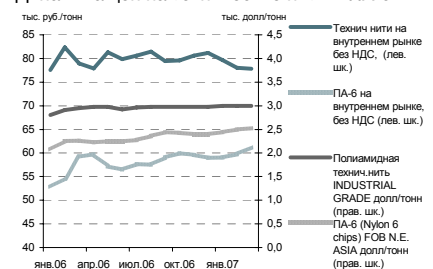
Источник: Данные компании, Icis-Lor

Производственные показатели, 2005-2006 гг.

	2005	2006	2006 / 2005
Аммиак	487,5	506	103,8%
Минеральные удобрения	327,1	354,5	108,4%
Селитра	393,4	447,5	113,8%
Карбамид	232,5	256	110,1%
Капролактамы	143,2	147	102,7%
Полиамид-6	23,6	32,2	136,4%
Тех. нить	3,6	4,2	116,7%
Кордная ткань	1,0	2,5	250,0%

Источник: Данные компании

Динамика цен на технические нити и ПА-6

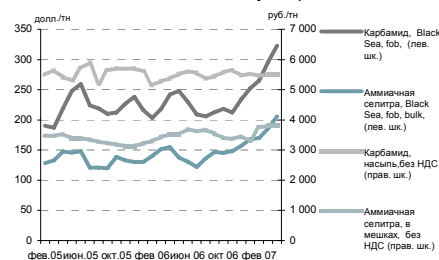


Источник: Данные компании, Icis-Lor

переделов, характеризующейся более высокой добавленной стоимостью. Кроме того, непосредственное присутствие в ключевом регионе сбыта за счет создания устойчивых долгосрочных каналов сбыта обеспечивает компании дополнительные конкурентные преимущества.

- В течение 2006 года существенно вырос объем долга Куйбышевазота: с 3.47 млрд. руб. до 5.78 млрд. руб. В условиях сокращения денежных потоков, как в силу временного сбоя поставок, так и по причине заметно возросших издержек эмитент был вынужден активнее, чем обычно использовать краткосрочное кредитное плечо для пополнения оборотного капитала. Кроме того, несмотря на возникшие финансовые сложности, Компания действовала по запланированному графику капитальных вложений – объем инвестиций в развитие и модернизацию производства в 2006 году составил 2.2 млрд. руб. При этом большая часть инвестиционных расходов была профинансирована средствами облигационного займа объемом 2 млрд. руб., размещенного в марте. В результате, на фоне снижения нормы прибыли долговая нагрузка значительно усилилась – соотношение Debt/EBITDA увеличилось с 1.3 до 4 (3.7 составило отношение Чистый Долг/EBITDA, то есть с учетом свободных денежных средств на балансе).
- Хотя финансовое состояние Куйбышевазота в течение 2006 года ухудшилось, можно отметить, что реализуемые Компанией инвестиционные мероприятия, способствующие снижению издержек, и концентрация интересов в сегменте продуктов более высокого передела призваны поддерживать норму прибыли даже в условиях нисходящего ценового тренда. Кроме того, эмитент ожидает положительного эффекта масштаба по мере увеличения объемов выпуска в тех продуктах, которые в большей степени востребованы рынком. В частности, одним из наиболее значимых для компании проектов остается расширение мощностей по выпуску полиамида-6. С пуском третьей очереди ПА-6 мощностью 23 тыс. тонн/год суммарные производственные мощности Куйбышевазота увеличатся до 95.5 тыс. тонн в год.
- Форс-мажор 2006 года позволил Куйбышевазоту оценить свои «слабые места» и предусмотреть варианты для предотвращения похожих проблем. В частности, помимо оптимизированной логистики Компания разработала схему формирования сырьевых резервов.
- 2007 год начался для эмитента в более комфортных условиях. Во-первых, сырьевая проблема закрылась полностью. Во-вторых, товарные рынки порадовали заметным улучшением конъюнктуры. Как по капролактаму/полиамиду, так и в сегменте удобрений отмечается положительная ценовая динамика. Учитывая, что очевидных угроз для заметной ценовой коррекции пока нет, можно предположить, что в условиях заметного расширения объемов выпуска эмитент имеет достаточно шансов для восстановления финансового состояния. Продолжая увеличивать загрузку мощностей (по итогам первых двух месяцев 2007 года наблюдается рост выработки по всем видам товарной продукции) Куйбышевазот имеет хороший потенциал не только достичь, но и превзойти обороты «рекордного» 2005 года. В частности, объем реализации за 1 квартал 2007 года составил 4.1 млрд. руб., что на 20% выше аналогичного показателя прошлого года. В целом же по 2007 году, согласно умеренно-консервативным прогнозам, эмитент ожидает выручку на уровне около 15 млрд. руб. при прибыли от продаж порядка 2 млрд. руб.
- На ОАО «КуйбышевАзот» принята программа развития производственных мощностей до 2010-2015 гг., для финансирования которой потребуются инвестиции в объеме более 500 млн. долларов. Для этих целей наряду с использованием собственной прибыли рассматриваются и другие возможности привлечения средств: долгосрочное кредитование, выпуск облигационных займов, реализация пакета акций стратегическому инвестору или проведение IPO. Выбор последних вариантов должен позитивно отразиться на кредитном качестве Компании, поскольку увеличение собственных финансовых ресурсов на фоне ожидаемого (ввиду благоприятной текущей конъюнктуры ключевых товарных рынков) укрепления финансового состояния позволит заметно ослабить усилившуюся в 2006 году долговую нагрузку.

Динамика цен на азотные удобрения



Источник: Данные компании, The Market

Производственные показатели, 2007 г

	янв-мар 07 / янв-мар 06
Аммиак	99,4%
Минеральные удобрения	107,5%
Селитра	107,1%
Карбамид	110,9%
Капролактан	110,1%
Полиамид-6	268,3%
Тех. нить	112,7%
Кордная ткань	192,5%

Источник: Данные компании

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 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
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление		
	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.lityakov@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.