

## Казаньоргсинтез: От инвестиций к стабильному росту

### Инвестиционное заключение

**Мы обновляем оценку Казаньоргсинтеза на основе последних результатов. Привязка цен на основную продукцию к цене этана обеспечит стабильный рост и рентабельность, а долг вполне обслуживаем. Мы слегка поднимаем нашу оценку по обыкновенным акциям и сохраняем рекомендацию Покупать, но понижаем рекомендацию по префам до Держать.**

- ✓ Выручка Казаньоргсинтеза (КОС) в 2010г. превысила показатели предкризисных 2007-2008гг., а EBITDA удвоилась в долларовом выражении против 2008г. Рост в 2010г. отразил существенное увеличение объемов и цен на полиэтиленовую продукцию в результате прекращения толлингового соглашения с Газпромом. Ввод на полную мощность нового производства полиэтилена низкого давления в конце 2010г. (ПНД) также способствовал росту, и этот эффект еще скажется на результатах 2011г. Данные за 1 квартал по РСБУ (исторически близки к МСФО) подтвердили дальнейший рост выручки (+13%) и маржи (+2пп).
- ✓ Шестилетний контракт, подписанный в ноябре 2009г., утвердил соотношение между ценой на этан, поставляемый Газпромом, и этилен, вырабатываемый КОСом. Формула цены обеспечит КОСу стабильную операционную маржу в ближайшие годы. Мы ожидаем небольшого сокращения маржи с 12% в 2011г. до 10% в 2016г. из-за роста расходов на персонал и энергию.
- ✓ Мы ожидаем увеличения чистой прибыли на 35% в 2011г. на фоне снижения процентных расходов. Недавно Сбербанк, основной кредитор КОСа, понизил ставку процента до 8.5% с 14-16%, установленных в 2009г., когда предприятие было близко к банкротству. Кроме того, был снят залог с контрольного пакета акций. Отношение чистого долга к EBITDA(11о) в 3.6x и стабильный денежный поток делают долг вполне управляемым.
- ✓ КОС завершил основные инвестиции в увеличение мощностей по производству ПНД и поликарбоната, и мы не прогнозируем новых крупных капвложений в среднесрочной перспективе, в частности в связи с нехваткой поставок этана.
- ✓ Нашими основными допущениями по КОСу являются: полная загрузка мощностей по производству ПВД и поликарбоната с 2011г. и ПНД с 2016г.; параллельный рост цен на этиленовые продукты и этан (чуть ниже темпов инфляции); привязка ставки процента по долгу к инфляции; капзатраты в 7-8% от выручки, что близко к объему амортизации. В итоге мы ожидаем свободный денежный поток на уровне около \$140 млн. в год в 2011-2016гг. Ставка дисконтирования в 11.2% отражает большую долю долга в структуре капитала.
- ✓ Мы сохраняем позитивный взгляд на обычки КОСа. Драйверами могут быть планы по IPO материнской ТАИФ и быстрый рост чистой прибыли из-за снижения процентной ставки. По префам мы снижаем рекомендацию до Держать, так как фиксированный дивиденд (25% от номинала в 1руб.) более чем отражен в цене.

**KZOS** Покупать **\$0.320 ▲46%**  
**KZOSP** Держать **\$0.180 ▲14%**

Капитализация, \$млн	411
EV, \$млн	1 336
Акции в своб. обрщ., %	18%

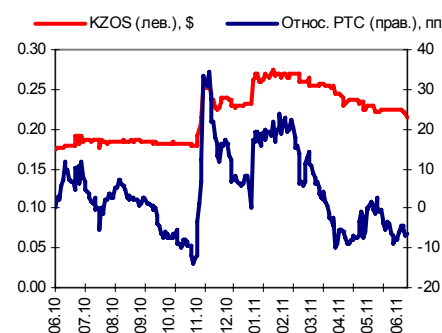
<b>Обыкновенные акции</b>	
- тикер (PTC)	KZOS
- количество, млн	1 785.1
- покупка-продажа, \$	0.200-0.230
- справедливая цена, \$	0.330
- потенциал, %	46%
- предыдущая оценка, \$	0.300

<b>Привилег. акции</b>	
- тикер (PTC)	KZOSP
- количество, млн	119.6
- покупка-продажа, \$	0.130-0.180
- справедливая цена, \$	0.180
- потенциал, %	14%
- предыдущая оценка, \$	0.200

<b>Другие биржи</b>	
LSE	н/л
NYSE	н/л

МСФО, \$млн	09	10	11о	12о
Выручка	690	1 106	1 297	1 367
EBITDA скорр.	89	227	257	264
- рент-сть, %	13%	21%	20%	19%
Чистая приб.	28	121	160	164
- рент-сть, %	-66	33	45	48
Доход на акц., \$	-9%	3%	3%	3%
Выручка	-0.03	0.02	0.02	0.03

	09	10	11о	12о
EV/Выручка	1.9	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.0	5.9	5.2	5.1
Цена/Прибыль	-6.3	12.4	9.1	8.6



**Прогноз продаж, тонн**

	2007	2008	2009	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
ПНД	219 000	228 000	275 000	349 000	386 212	404 130	421 434	438 127	454 208	469 676
ПВД	150 000	142 000	144 000	189 000	206 150	206 150	206 150	206 150	206 150	206 150
Органика	86 005	104 499	99 366	43 278	43 500	43 500	43 500	43 500	43 500	43 500
Ацетон, Фенол, Этилен	87 698	46 555	34 770	31 371	22 926	22 926	22 926	22 926	22 926	22 926
Пластики	30 515	32 341	27 922	27 120	27 775	28 785	29 795	30 805	31 815	32 825
Бисфенол	0	29 069	7 935	5 717	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250
Поликарбонаты	0	3 650	35 710	57 029	65 000	65 000	65 000	65 000	65 000	65 000

Источник: данные компании, оценки РМГ

**Прогноз прибылей и убытков, \$млн**

	2007	2008	2009	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
<b>Выручка</b>	<b>829</b>	<b>926</b>	<b>690</b>	<b>1 106</b>	<b>1 297</b>	<b>1 367</b>	<b>1 448</b>	<b>1 535</b>	<b>1 626</b>	<b>1 730</b>
ПНД	316	361	296	495	603	650	703	759	818	884
ПВД	214	229	144	293	352	363	377	391	406	425
Органика	77	92	49	53	59	61	63	66	68	71
Ацетон, Фенол, Этилен	112	49	38	57	41	43	46	49	51	54
Пластики	67	73	42	46	49	51	54	57	61	65
Процессинг	40	55	44	0	0	0	0	0	0	0
Бисфенол	3	66	7	10	2	2	2	2	3	3
Поликарбонаты	0	1	71	151	190	196	203	211	219	229
<b>Операционные расходы</b>	<b>593</b>	<b>764</b>	<b>597</b>	<b>899</b>	<b>1 036</b>	<b>1 099</b>	<b>1 172</b>	<b>1 253</b>	<b>1 340</b>	<b>1 441</b>
Материалы	390	462	310	555	634	674	719	768	819	878
Энергия	75	112	117	134	164	180	197	217	238	262
Зарплаты	60	72	42	61	67	68	69	71	75	79
Амортизация	41	63	78	100	111	114	118	124	130	137
Другие	27	55	49	49	60	64	69	74	79	85
<b>Административные расходы</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>65</b>	<b>85</b>	<b>101</b>	<b>104</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>119</b>	<b>125</b>
Зарплаты	32	41	24	30	37	37	38	39	41	43
Амортизация	5	6	7	5	6	6	6	7	7	7
Другие	62	73	35	49	58	61	64	67	71	74
<b>Операционная прибыль</b>	<b>136</b>	<b>42</b>	<b>28</b>	<b>121</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>168</b>	<b>169</b>	<b>167</b>	<b>164</b>
Операционная маржа, %	16%	5%	4%	11%	12%	12%	12%	11%	10%	9%
<b>ЕВИТДА</b>	<b>169</b>	<b>100</b>	<b>89</b>	<b>227</b>	<b>257</b>	<b>264</b>	<b>272</b>	<b>278</b>	<b>282</b>	<b>286</b>
ЕВИТДА маржа %	20%	11%	13%	21%	20%	19%	19%	18%	17%	17%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>100</b>	<b>-117</b>	<b>-66</b>	<b>33</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>66</b>
Чистая маржа, %	12%	-13%	-9%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%

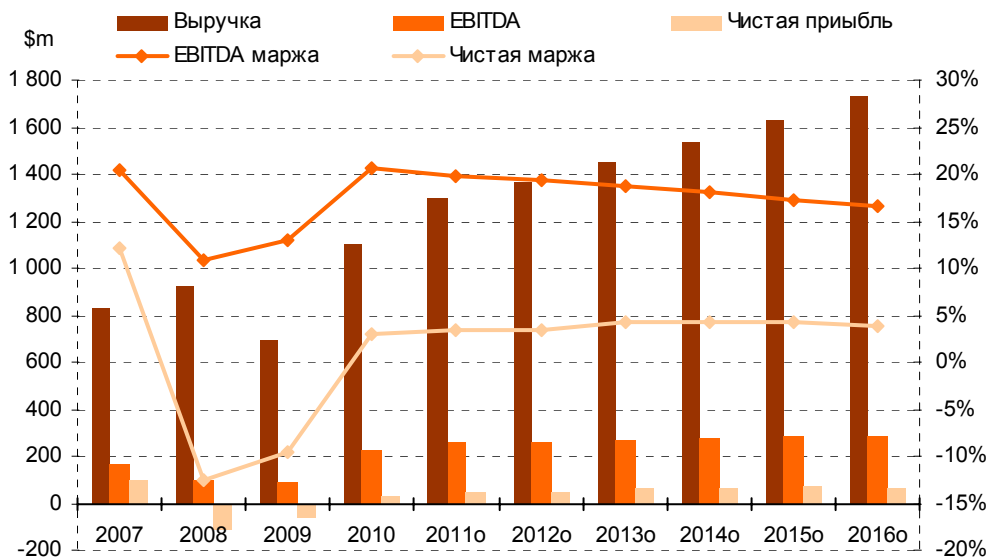
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Денежный поток, \$млн**

	2007	2008	2009	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о	2016о
ЕВИТ	146	-101	-7	141	141	144	147	148	145	142
Налог на прибыль	33	-33	-12	10	11	12	16	17	17	17
Капзатраты	394	214	50	78	97	104	112	120	128	138
Изменение ОК	59	-69	-49	72	24	1	1	1	1	1
Амортизация	45	69	85	106	117	120	125	130	137	144
Свободный денежный поток	-295	-144	89	86	125	147	143	140	135	130
<b>Дисконтированный СДДП</b>				<b>41</b>	<b>67</b>	<b>82</b>	<b>93</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>131</b>

Источник: оценки РМГ

### Финансы Казаньоргсинтеза



Источник: данные компании; оценка РМГ

#### Расчет WACC

Стоимость долга	11.6%
Бета	1.9
Безрисковая ставка	7.0%
Стандартная премия за риск	5.0%
Специфичная премия за риск	0%
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>16.6%</b>
Доля долга, %	74%
Доля акционерного капитала, %	26%
<b>WACC</b>	<b>11.2%</b>

Источник: оценки РМГ

#### ДДП оценка

Постпрогнозный рост, %	3.0%
Приведенная терминальная стоимость, \$млн	876
Дисконтированные ДП 2011-2016гг., \$млн	639
Справедливая EV, \$млн	1 515
Чистый долг, \$млн	924
Справедливая капитализация, \$млн	591
Кол-во обыкновенных акций, млн	1 785.1
Кол-во привил. акций (кроме выкупленных.), млн	97.7
<b>Целевая цена ао, \$</b>	<b>0.32</b>
<b>Целевая цена ап, \$</b>	<b>0.18</b>

Источник: оценки РМГ

#### Анализ чувствительности (по ао), \$

		Постпрогнозный рост				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	10.2%	0.350	0.385	0.425	0.471	0.524
	10.7%	0.305	0.336	0.370	0.409	0.454
	11.2%	0.265	0.292	<b>0.321</b>	0.355	0.393
	11.7%	0.230	0.253	0.279	0.308	0.340
	12.2%	0.198	0.218	0.241	0.266	0.294

Источник: оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

---

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2011