

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Календарь первичных размещений

ПАО «Нижнекамскнефтехим» планирует 13 сентября провести сбор заявок на биржевые облигации серии 001P-03.

*С учетом сильной рыночной позиции НКНХ, масштабов бизнеса, кредитных рейтингов по национальной шкале на инвестиционном уровне, а также комфортной долговой нагрузки и умеренных рисков рефинансирования, мы считаем интересным участие в размещении флоутера со спредом к ключевой ставке на маркируемом уровне (140 бп).*

## ПАО «Нижнекамскнефтехим»

### ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ:

ПАО «Нижнекамскнефтехим» (НКНХ) — нефтехимическая компания, входящая в состав Группы СИБУР и специализирующаяся на производстве нефтехимической продукции на основе переработки побочных продуктов добычи нефти и газа. Компания производит каучуки, полиэтилен, полипропилен и другие продукты органического синтеза. Занимает лидирующие позиции по производству синтетических каучуков (входит в ТОП-10 мировых производителей), изопренового каучука с долей рынка более 40% и является 3-м мировым поставщиком бутиловых каучуков (доля порядка 15%). На долю бутадиенового каучука приходится около 5% мирового производства. Основные производственные мощности расположены в г. Нижнекамске (Республика Татарстан). Текущие мощности предприятия составляют около 800 тыс. тонн в год по каучукам и 700 тыс. тонн в год по пластикам и продуктам органического синтеза.

В настоящее время НКНХ перерабатывает около 3,5 млн. тонн сырья в год и выпускает 2,7 млн. тонн готовой продукции. К 2028г. Компания планирует увеличить переработку сырья до 5,5 млн. (+60% от текущего уровня), а производство товарной продукции нарастить до 3,7 млн. тонн (+37%). Около 70% продукции НКНХ сейчас поставляет на внутренний рынок и в страны Таможенного союза, остальные 30% - на экспорт (преимущественно в азиатские страны; доля поставок в ЕС снижена до 4%).

### Кредитный профиль по МСФО за 1 п/г 2024г.

#### 1. Сильная оценка операционного риск-профиля:

НКНХ является крупнейшим в стране производителем синтетических каучуков (47% российского производства). Доля Компании в российском производстве полипропилена и полиэтилена составляет около 10% и 7% соответственно. Отметим высокую вероятность оказания поддержки в случае такой необходимости со стороны основного акционера – Группы СИБУР, которой принадлежит более 78% акций Компании и для которой НКНХ является стратегически значимым активом.

#### 2. Приемлемый финансовый профиль за 1П24г.

Компания опубликовала укороченный отчет по МСФО за 1П24г, не раскрыв при этом ряд расшифровок, а также динамику производственных показателей. Тем не менее, мы позитивно оцениваем итоги 1П24г. Так, выручка выросла почти на 16% г/г до 120,8 млрд. руб.

### ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА:

|                                   |                    |
|-----------------------------------|--------------------|
| Эмитент                           | Нижнекамскнефтехим |
| Выпуск                            | 001P-03            |
| Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт)   | "AAA(RU) / ruAAA"  |
| Объем размещения, млрд. руб.      | 7,50               |
| Срок обращения                    | 7 лет              |
| Оферта                            | через 3,5 года     |
| Дюрация, лет                      | 2,58 лет           |
| Купонные периоды, дней            | 31 день            |
| Купон                             | КС + спред         |
| Ориентир по спреду, бп            | не выше 140 бп     |
| Предварительная дата book-bulding | 13 сентября 2024г. |
| Организаторы                      | Газпромбанк        |

### Оценка основных финансовых показателей ПАО «Нижнекамскнефтехим» по МСФО за 1П24

| млн руб.                     | 1П24    | 1П23    | %       |
|------------------------------|---------|---------|---------|
| Выручка                      | 120 833 | 104 215 | 15,9%   |
| ЕВИТДА                       | 30 268  | 27 898  | 8,5%    |
| ЕВИТДА LTM                   | 67 748  | 65 378  | 3,6%    |
| ЕВИТ                         | 16 897  | 15 206  | 11,1%   |
| Операционная прибыль         | 16 897  | 15 206  | 11,1%   |
| Чистая прибыль               | 19 672  | 901     |         |
| Рентабельность по ЕВИТДА     | 25,0%   | 26,8%   | -1,7 пп |
| Рентабельность по ЕВИТ       | 14,0%   | 14,6%   | -0,6 пп |
| Операционная рентабельность  | 14,0%   | 14,6%   | -0,6 пп |
| Чистая рентабельность        | 16,3%   | 0,9%    | 15,4 пп |
| Чистый операцион. ден. поток | 25 576  | 1 529   |         |
| CAPEX                        | 26 505  | 23 398  | 13,3%   |
| Свободный денежный поток     | -929    | -21 869 |         |

| млн руб.                           | 30.06.2024 | 31.12.2023 | %      |
|------------------------------------|------------|------------|--------|
| Активы                             | 524 810    | 507 975    | 3,3%   |
| в т.ч. денежные средства, депозиты | 2 323      | 3 363      | -30,9% |
| Долг                               | 128 017    | 126 572    | 1,1%   |
| доля краткосрочного долга          | 74,8%      | 74,6%      | 0,3 пп |
| Чистый долг                        | 125 694    | 123 209    | 2,0%   |
| Капитал                            | 327 088    | 312 797    | 4,6%   |
| CAPEX/ЕВИТДА                       | 0,9x       | 0,8x       | -      |
| Долг/ЕВИТДА LTM                    | 1,9x       | 1,9x       | -      |
| Чистый долг/ЕВИТДА LTM             | 1,9x       | 1,9x       | -      |
| ЕВИТ/Процентные платежи            | 3,3x       | 3,1x       | -      |

Источник: данные МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

преимущественно за счет роста рублевых цен на продукцию. Почти 30% в общей выручке приходится на пластики и продукты органического синтеза, доля эластомеров превышает 26%. Однако, операционные расходы росли более быстрыми темпами, составив на конец периода 103,9 млрд. руб. (+16,7% г/г), где основной прирост пришелся на сырье и материалы (+31,6% г/г). В итоге EBITDA за 1П24г. составила 30,3 млрд. руб., прибавив 8,5% к аналогичному периоду прошлого года. На этом фоне рентабельность по EBITDA немного снизилась до 25%, но остается на высоком уровне.

Примечательно то, что, несмотря на рост кредитного портфеля до 128,0 млрд. руб. (+1,1% с нг) ввиду обширной инвестиционной программы (CAPEX вырос до 26,5 млрд. руб. на 13,3% г/г), процентные расходы в 1П24г. невысокие (5,2 млрд. руб.; +7,4% г/г). При этом, они не оказывают давления на финансовый результат, т.к. относятся к капитализированным затратам по кредитам и займам и попадают в стоимость основных средств. По итогам отчетного периода Компания отразила внушительное положительное сальдо курсовых разниц по валютной части кредитного портфеля в размере 6,8 млрд. руб. против отрицательного в 16,1 млрд. руб. годом ранее. Как итог, финансовый результат по итогам 1П24г. впечатляет: чистая прибыль НКНХ составила 19,7 млрд. руб., показав рост более чем в 21,8 раз по сравнению с 1П23г.

### 3. Долговая нагрузка сохранилась на комфортном уровне, текущие риски рефинансирования умеренные.

Общий долг Компании на конец 1П24г. составил 128 млрд. руб., из которых 32,2 млрд. руб.- рублевые облигации, 88,5 млрд. руб. – кредиты и займы, 7,3 млрд. руб. – прочие краткосрочные займы. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA комфортная и не превышает 1,9х. Однако, доля краткосрочного долга довольно высокая (почти 75%). Но, рейтинговое агентство АКРА оценивает ликвидность Компании как достаточно сильную, что объясняется устойчивым операционным денежным потоком, комфортным графиком погашения долга и широким доступом к внешним источникам финансирования.

### 4. Свободный денежный поток сохранился в отрицательной зоне на фоне высоких капитальных затрат.

НКНХ завершает строительство крупного производства — "ЭП-600" (мощностью 600 тыс. тонн этилена в год), запуск которого ожидается в конце 2024г. и который должен обеспечить прирост выпуска продукции почти в 2 раза. Выход на проектную мощность предполагается в течение 3-х лет. Таким образом, это может стать значительным драйвером для Компании в виде роста производства. Но, пик капитальных затрат приходится на период 2024-2025гг, и будет оказывать давление на свободный денежный поток в среднесрочной перспективе.

### 5. Перспективы и риски Компании

ЕС в феврале 2023 года ввел санкции на импорт синтетического каучука из России, около половины которого производится на НКНХ. При этом эмбарго вступило в силу не сразу - с отсрочкой до 30.06.24г., а квота на импорт синтетического каучука до 30.06.24г. была на исторически высоком уровне (563 тыс. метрических тонн). Таким образом, действие санкций пока не полностью отражено в отчетности НКНХ за 1П24г. Исторически в Европу Компания поставляла более 35% от общих продаж. Однако, по данным топ - менеджмента, НКНХ уже осуществил значительный разворот поставок на Восток, снизив долю ЕС на текущий момент до 4%.

На фоне высоких капитальных затрат мы не ожидаем, что в ближайшие 2 года свободный денежный поток выйдет в положительную зону. Но, перспективы развития отрасли в целом и планы наращивания производства НКНХ закладывают хорошие перспективы на среднесрочный период. Так, Минэнерго РФ ожидает, что Россия может занять 7–8% мирового рынка нефтехимии к 2030г. вместо текущих 2%. Развитие нефтегазохимии признано одним из приоритетных направлений России на ближайшее десятилетие. К 2028г. НКНХ планирует увеличить переработку сырья на 60%, а производство товарной продукции нарастить на 37%, что предполагает прирост EBITDA на 5–8% в год. Кроме того, с учетом реализуемой ОПЕК+ политики, на фоне планируемого снижения ставок ФРС и ЕЦБ, а также принимая во внимание стимулирующую политику монетарных и фискальных регуляторов КНР и Японии, ожидаем по-прежнему благоприятную долгосрочную ценовую конъюнктуру в отрасли, которая поддержит финансовый профиль НКНХ.

### Динамика цен на каучук:



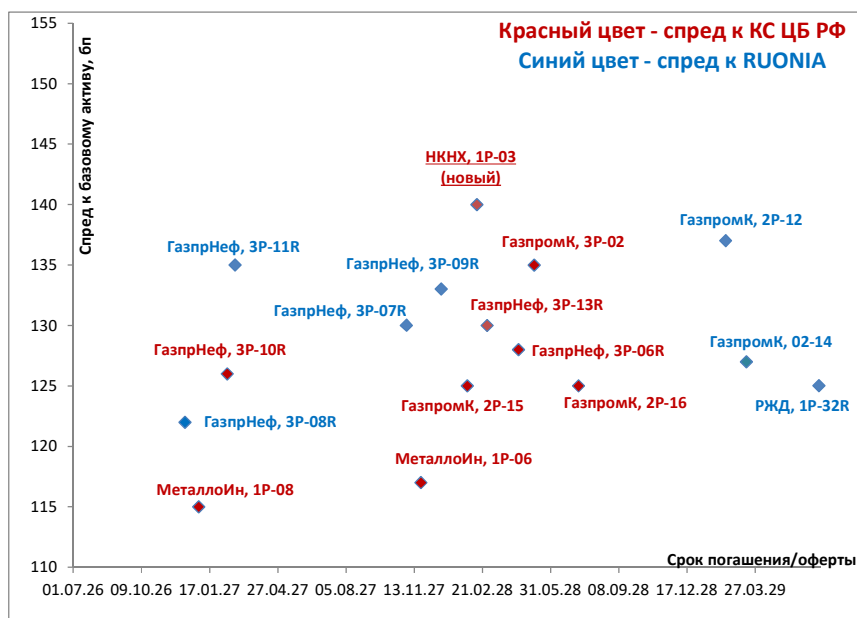
Источник: <https://ru.tradingeconomics.com/commodity/rubber>

## Наш взгляд на флоутер НКНХ

Нижнекамскнефтехим имеет комфортную долговую нагрузку и в обращении на текущий момент есть только два «классических» выпуска облигаций на общую сумму 32,2 млрд. руб. по номиналу, которые обладают невысокой ликвидностью и торгуются с премией к кривой ОФЗ 200-210 бп.

Сейчас Компания выходит на долговой рынок рублевых облигаций с предложением дебютного флоутера, привязанного к ключевой ставке. Учитывая неутешительную статистику по инфляции, жесткую риторику Банка России и возможный рост ключевой ставки до конца текущего года, облигации с плавающим купоном пользуются хорошим спросом у инвесторов и на вторичном рынке преимущественно торгуются выше номинала.

Выпуск компании маркируется со спредом к КС не выше 140 бп. Среди последних размещений компаний 1-го эшелона на рынок в августе выходил Газпром Капитал, БО-002Р-16, установивший по итогам сбора заявок спред к КС в 125 бп, Газпром нефть ЗР-13R (КС + 130 бп). Маркируемый выпуск НКНХ предоставляет апсайд (до 15 бп) к последним размещениям компаний 1-го эшелона на сопоставимой дюрации.



Источник: cbonds

### НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям).

Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей.

Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

© 2024 Банк ЗЕНИТ.