

# КуйбышевАзот

## Химия долгосрочных инвестиций

19 СЕНТЯБРЯ 2023



## КуйбышевАзот – Химия долгосрочных инвестиций

**КуйбышевАзот – одно из ведущих химических предприятий в России, крупнейший в РФ, СНГ и Восточной Европе производитель капролактама и полиамида.**

### РЕЗЮМЕ SBERCIB

Мы ожидаем, что снижение цен на удобрения в ближайшие годы компенсируется стабильно высокими ценами на капролактамы и продукты его переработки, а также завершением инвестпроектов и, следовательно, ростом мощностей по отдельным продуктам. Это поддержит выручку и рентабельность по EBITDA. В части азотных удобрений компания ориентирована в основном на внутренний рынок, что ограничивает влияние геополитических рисков. Вместе с тем экспорт капролактама и его продуктов приходится почти полностью на страны Азии. Компания успешно наращивает эффективность производства, ежегодно сокращая потребление газа, бензола, тепла и электроэнергии на единицу продукции. Одним из главных драйверов роста станет погашение казначейского пакета акций 24,4% – в декабре 2022 года компания выкупила большую долю собственных акций у дочерних предприятий, и решение о их погашении уже принято советом директоров. Согласно нашей модели, справедливый диапазон для обыкновенных акций компаний – 860-930 руб.

### ДРАЙВЕРЫ РОСТА

- **Погашение пакета казначейских акций.** Совет директоров на заседании в мае принял решение погасить 58,1 млн собственных акций (24,4%), в том числе 57,6 млн обыкновенных акций. Котировки никак не отреагировали на новость, с тех пор бумаги компании даже подешевели. Ранее, в декабре прошлого года, эти акции компания выкупила у своих «дочек».
- **Выход новых производств на полную мощность.** Крупные инвестиционные проекты компании находятся на финальной стадии реализации. Установленные мощности по производству карбамида и аммиачной селитры увеличатся в два раза в ближайшие годы. Оба эти фактора поддержат свободный денежный поток компании.
- **Сокращение затрат.** КуйбышевАзот постоянно инвестирует в модернизацию производства, применяет прогрессивные технологии для снижения потребления сырья и вредного воздействия на окружающую среду. Компания стабильно (на 1–3% ежегодно) сокращает удельные затраты основного сырья – газа и бензола – а также тепла и электроэнергии. Кроме того, КуйбышевАзот потратил 1,4 млрд руб. на строительство очистных сооружений ливневых стоков г. Тольятти в рамках нацпроекта «Чистая Волга».
- **Привлекательная оценка.** Недавний «взлет» акций компании на 40% за один день после новости о запуске нового производства мы считаем неоправданным. Рынок физлиц переоценил влияние фактора роста мощностей по выпуску аммиачной селитры. До ралли акции компании по коэффициентам P/E и EV/EBITDA торговались с дисконтом к их средним значениям за пять лет. В то же время более крупные конкуренты в части производства удобрений (Акрон и ФосАгро) торгуются с мультипликаторами выше своих среднеисторических значений.

## Описание компании

КуйбышевАзот – одно из ведущих химических предприятий в России, крупнейший в РФ, СНГ и Восточной Европе производитель капролактама и полиамида. Компания также является лидером производства технических и текстильных нитей, полиамидного шинного корда в России. КуйбышевАзот входит в десятку крупнейших российских производителей аммиака и азотных удобрений. Компания была основана в 1966 году, штаб-квартира и основная производственная площадка находятся в Тольятти. Заводы компании также расположены в Китае, Индии и Германии.

Основные направления деятельности компании: *капролактамы и продукты его переработки*, а также *аммиак и азотные удобрения*. Они приносят соответственно 48% и 43% выручки. К прочим доходам относятся *промышленные газы и промышленная химия*.

### ■ Капролактамы и продукты его переработки.

- ▶ **Капролактамы.** Это основное сырье для производства полиамида, выпускается как в кристаллическом, так и в жидком виде. Существует несколько способов получения капролактама, в том числе с помощью фенольного, бензольного и толуольного процессов; КуйбышевАзот производит его из бензола. В 2021 году на собственную переработку компания направила 86% произведенного капролактама.
- ▶ **Полиамид-6.** Полиамид-6, или нейлон-6, или капрон – синтетическое волокно, продукт капролактама. Используется для производства широкого спектра продукции, в т. ч. технических и текстильных нитей, кордной ткани, инженерных пластиков и многих бытовых товаров. На компанию приходится почти 100% производства полиамида-6 в РФ. Около 95% произведенного полиамида она направляет на продажу, остальная часть перерабатывается.
- ▶ **Технические и кордные нити.** Высокопрочные полиамидные нити используются в производстве канатов, шнуров, морских сетей, конвейерных лент, пожарных рукавов и т. д. Текстильные полиамидные нити используются в производстве синтетических и смесовых тканей, которые, в свою очередь, идут на изготовление водоотталкивающей и ветрозащитной одежды, спецодежды, рюкзаков и т. д. Кордная ткань используется в качестве армирующего материала в производстве шин.

### ■ Аммиак и азотные удобрения.

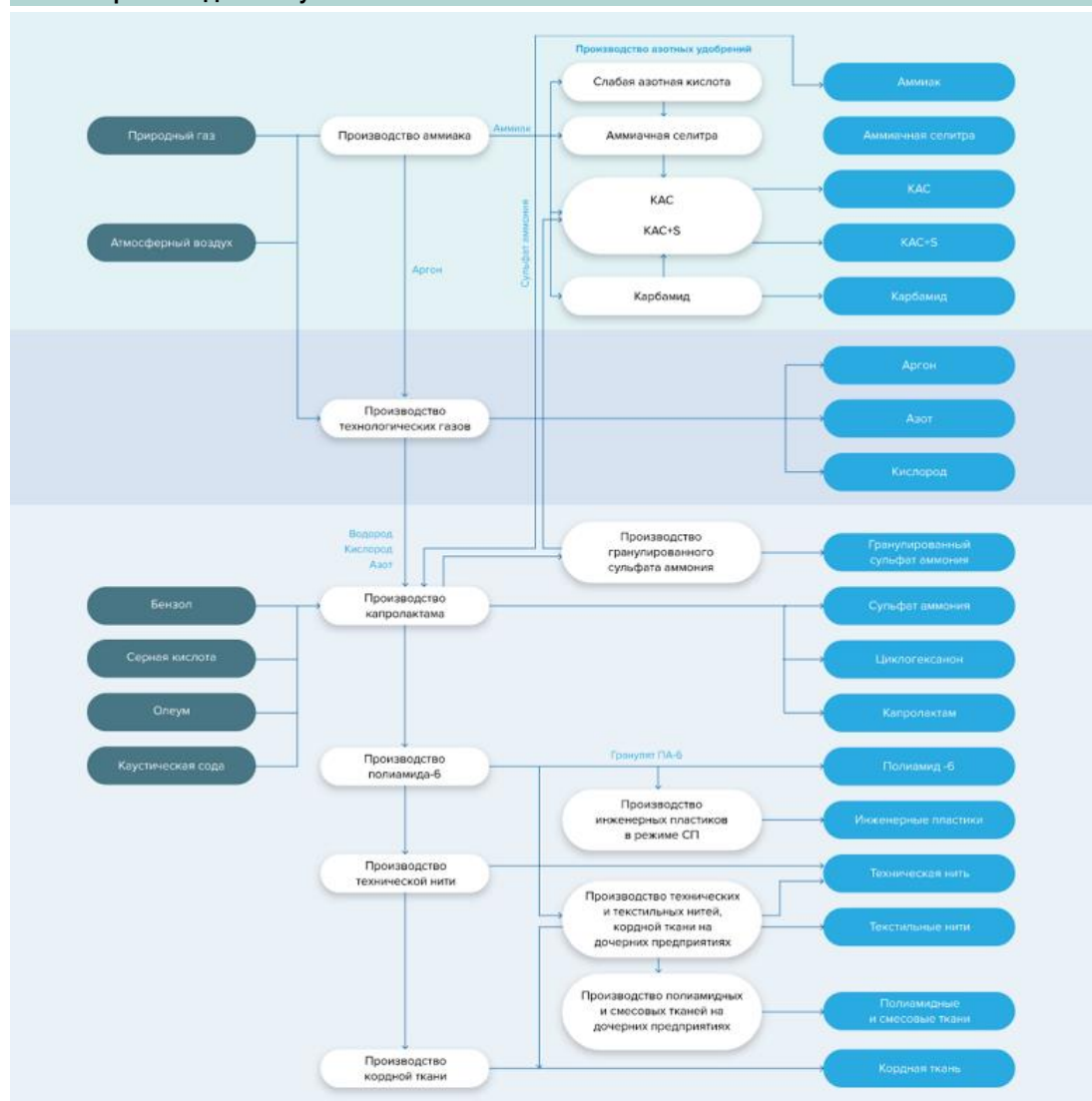
- ▶ **Аммиак.** Является основным сырьем для производства азотных удобрений: аммиачной селитры (нитрата аммония), карбамида (или мочевины) и сульфата аммония. Может также самостоятельно использоваться в качестве удобрения.
- ▶ **Аммиачная селитра.** Это твердое удобрение в виде гранул белого цвета. Применяется в качестве предпосевного основного удобрения, а также для производства других азотных удобрений.
- ▶ **Карбамид.** Компания выпускает карбамид (мочевину) двух марок – для промышленности и для сельского хозяйства. В первом случае он используется как сырье для изготовления смол, клеев, циануровой кислоты, лекарственных средств и др. Во втором – как удобрение.

- ▶ **Сульфат аммония.** Это серосодержащее азотное удобрение, которое вносят как весной, так и осенью. Его получают в процессе производства капролактама, выпускается он в двух видах – кристаллическом и гранулированном.
- ▶ **КАС.** Карбамидно-аммиачная смесь – жидкое удобрение, представляет собой смесь водных растворов аммиачной селитры и карбамида.
- ▶ К **прочим** продуктам относятся селитра аммиачная серосодержащая (N+S), удобрение азотное серосодержащее (N:S (26:13)), удобрение азотное жидкое (N:S), раствор питательный серосодержащий.

#### ■ Промышленные газы и промышленная химия.

- ▶ **Промышленные газы.** В рамках СП с немецкой Linde компания производит аргон, азот и кислород как в жидком, так и газообразном виде. Эти газы используются при резке, сварке различных металлов и их сплавов, хранении и транспортировке, в качестве хладагента и др.
- ▶ **Промышленная химия.** К этой категории относятся, например, циклогексанон, циклогексан, щелочной сток и прочие побочные и промежуточные продукты производства капролактама.

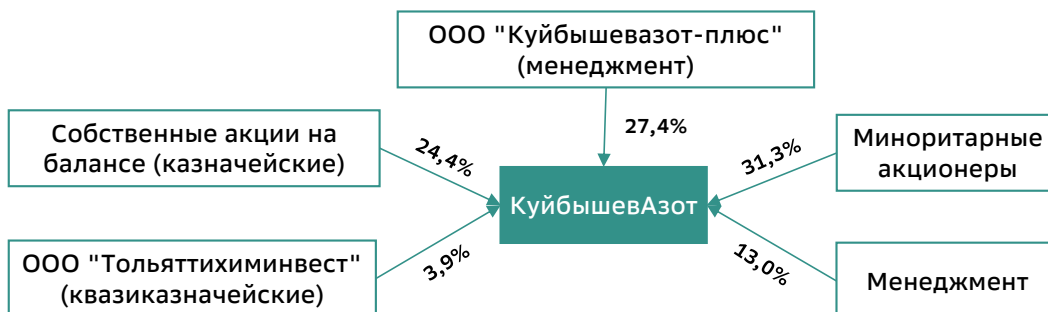
#### Схема производства КуйбышевАзота



Источник: компания

- **Компания погасит 24,4% акций.** В декабре 2022 года компания перевела к себе на баланс собственные акции со счетов дочерних компаний. Уже в мае совет директоров принял решение уменьшить капитал на 58,1 млн руб. до 179,8 млн рублей.

**Схема владения КуйбышевАзота**



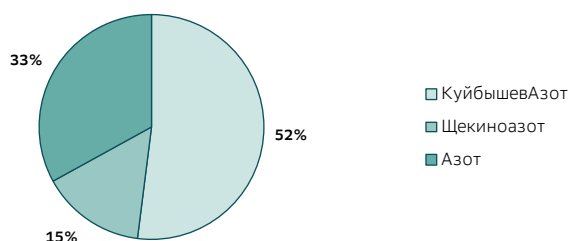
Источник: компании, SberCIB

## Обзор рынка

### КАПРОЛАКТАМ И ПРОДУКТЫ ЕГО ПЕРЕРАБОТКИ

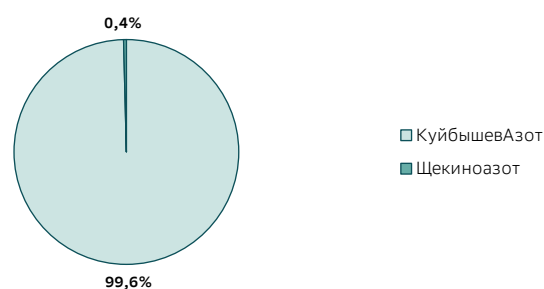
- **КуйбышевАзот – лидер на рынке капролактама, полиамида-6 и других продуктов в РФ, СНГ и Восточной Европе.** Доля КуйбышевАзота в производстве капролактама в РФ составила 52% в 2020 году (последний доступный годовой отчет). Что касается полиамида-6, компания почти целиком занимает весь рынок – доля в общероссийской выработке составила 99,6%. Менеджмент заявляет, что КуйбышевАзот – единственное в РФ предприятие, которое выпускает полный ассортимент этого полимера.

#### Крупнейшие производители капролактама в РФ, 2020 год



Источник: КуйбышевАзот

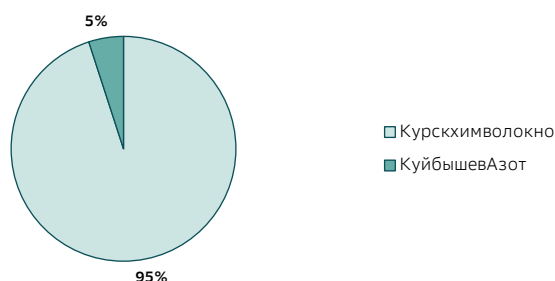
#### Крупнейшие компании по производству полиамида-6 (ПА-6) в РФ, 2020 год



Источник: КуйбышевАзот

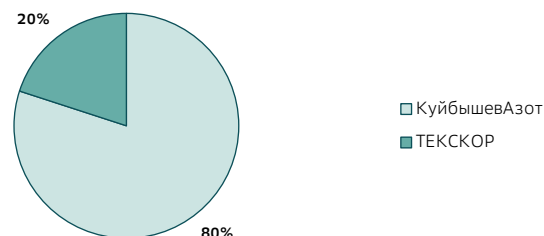
- **КуйбышевАзот также является лидером в производстве текстильной и технической нити, а также кордной ткани.** В 2007 году компания приобрела производителя химических волокон «Курскхимволокно», и на данный момент доля КуйбышевАзота в производстве технических и текстильных нитей в РФ составляет 100%, а шинного корда – 80%.

#### Доля КуйбышевАзота в производстве технической нити, 2020 год



Источник: КуйбышевАзот

#### Доля КуйбышевАзота в производстве кордной ткани, 2020 год

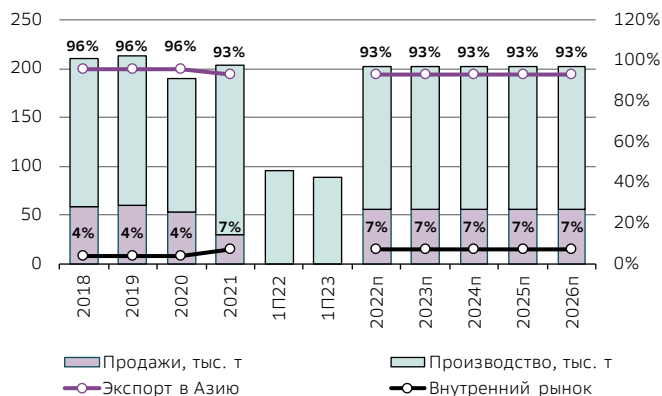


Источник: КуйбышевАзот

- **В 2021 году компания произвела более 203 тыс. т капролактама.** Это на 7% больше, чем в пандемийном 2020 году. Большая часть (85%) произведенного продукта была использована для собственной дальнейшей переработки, в т. ч. производства полиамида. Из оставшегося объема на продажу 93% было экспортировано в страны Юго- и Северо-Восточной Азии – основные рынки сбыта капролактама для компании. Компания представила операционную отчетность за полугодие – в 1П23 она произвела 89 тыс. т капролактама против 96 тыс. т в 1П22.
- **Полиамида КуйбышевАзот произвел более 175 тыс. т в 2021 году.** В отличие от капролактама, большая часть произведенного полиамида пошла на продажу, менее

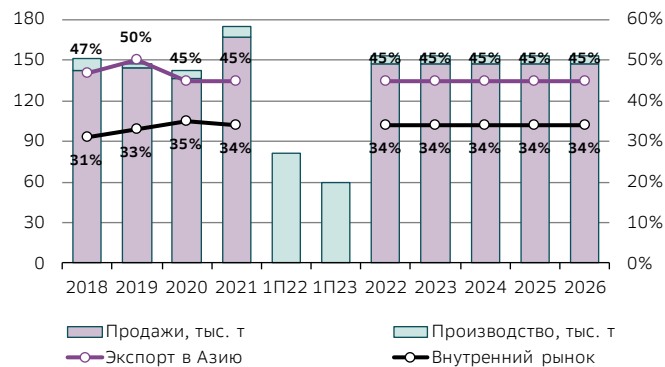
10 тыс. т было использовано в собственной переработке. Около 45% экспорта пришлось на азиатские страны, на внутренний рынок – 34%. В представленной операционной отчетности компания сообщила о производстве примерно 59,6 тыс. т полиамида за полугодие против 81,5 тыс. т за полугодие 2022 года.

### Производство и продажи капролактама КуйбышевАзота



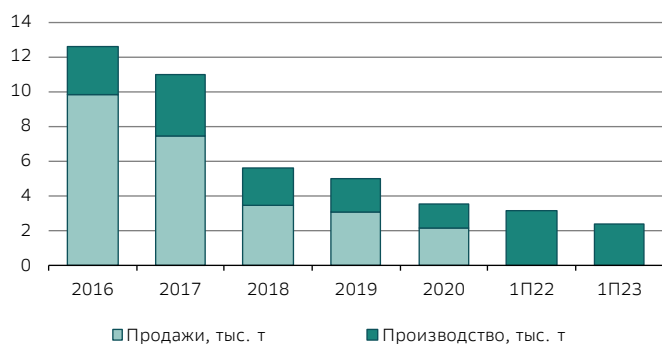
Источник: КуйбышевАзот, SberCIB

### Производство и продажи полиамида-6 (ПА-6) КуйбышевАзота



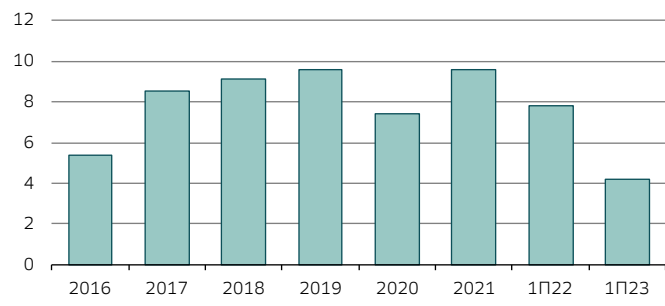
Источник: КуйбышевАзот, SberCIB

### Производство и продажи технических и кордных нитей КуйбышевАзота



Источник: КуйбышевАзот

### Продажи кордной ткани КуйбышевАзота, тыс. т

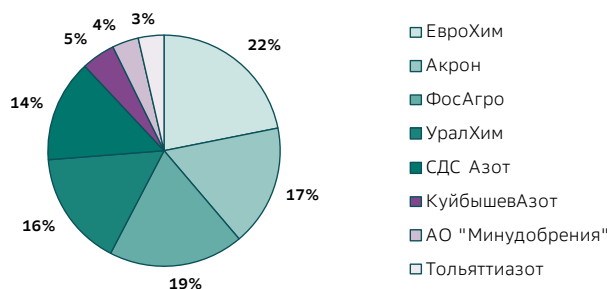


Источник: КуйбышевАзот

## АММИАК И АЗОТНЫЕ УДОБРЕНИЯ

■ КуйбышевАзот входит в число крупных российских производителей азотных удобрений. По данным компании за 2020 год, она занимает около 5% рынка.

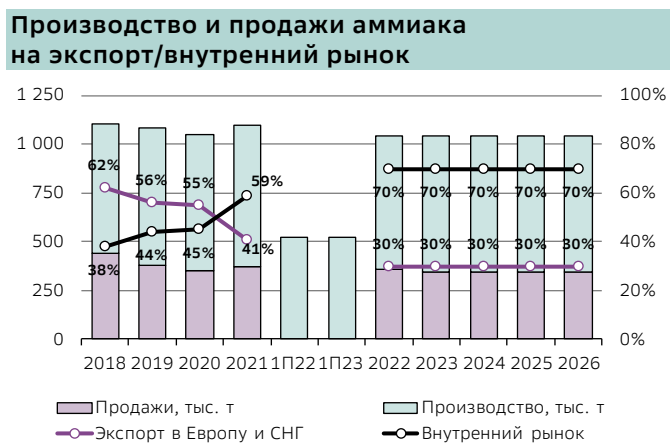
### Доля КуйбышевАзота на рынке азотных удобрений, 2020 год



Источник: КуйбышевАзот

■ **КуйбышевАзот направляет примерно 33–34% произведенного аммиака на продажу.** Все остальное используется в производстве азотных удобрений. В 2021 году было произведено 1,1 млн т аммиака, на 5% больше, чем годом ранее. Из проданных 376 тыс. т около 60% пришлось на российский рынок и только 40% экспортировано в Европу и СНГ. За первое полугодие 2023 года объем производства практически не изменился г/г и остался на уровне 520 тыс. т.

■ **Компания произвела 1,8 млн т азотных удобрений в 2021 году.** В том числе это 601 тыс. т аммиачной селитры, 264 тыс. т карбамида, 247 тыс. т КАС и 508 тыс. т сульфата аммония. За первое полугодие 2023 года объемы производства снизились г/г по всем удобрениям кроме карбамида – исключение по карбамиду обусловлено постепенным вводом мощностей по его выпуску в рамках проекта в Тольятти на 525 тыс. т в год. Приоритетным рынком для компании остается внутренний российский рынок, в 2021 году на него пришлось 81% поставок.



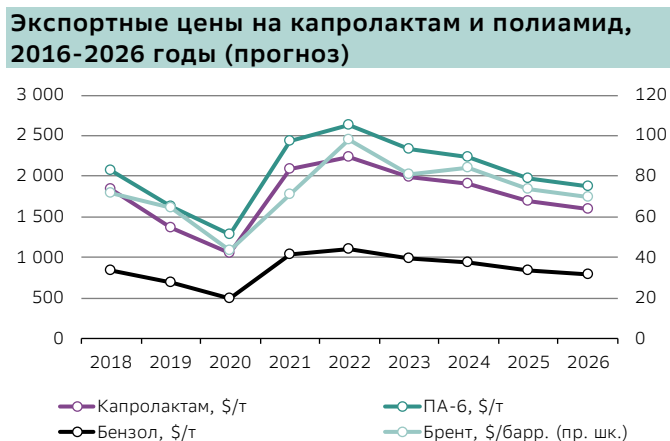
Источник: КуйбышевАзот, SberCIB



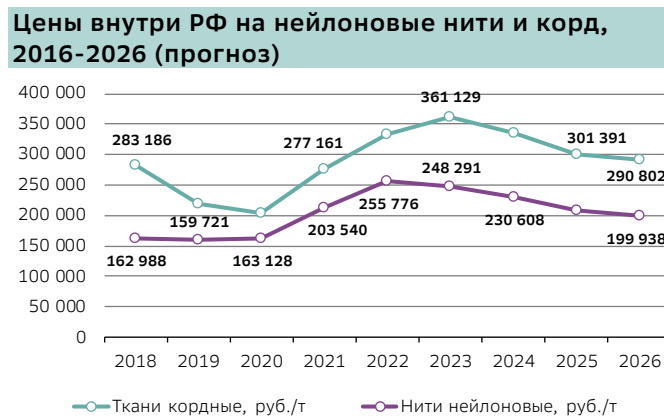
Источник: КуйбышевАзот, SberCIB

## Цены

■ **В 2022 году цены на капролактамы и продукты его переработки достигли пика.** Почти весь капролактамы и большая часть полиамида экспортируются в страны Азии, поэтому важно обратить внимание именно на экспортные цены – компания приводит данные по ценам в Китае на условиях CFR, или «стоимость и фрахт». Мы прогнозируем их в привязке к бензолу, который является основным сырьем для производства капролактама. До 2026 года они, хоть и будут плавно снижаться, все еще останутся на исторически высоких уровнях. Что касается нейлоновой нити и кордной ткани, цены на них приводит Росстат. Их прогноз также связан с прогнозом цен на сам капролактамы.



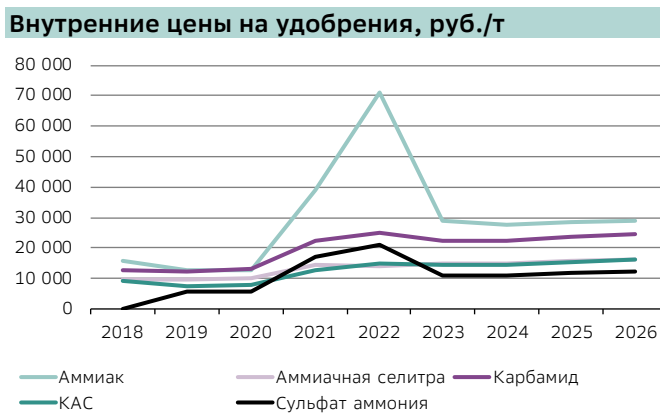
Источник: компания, SberCIB



Источник: Росстат, SberCIB



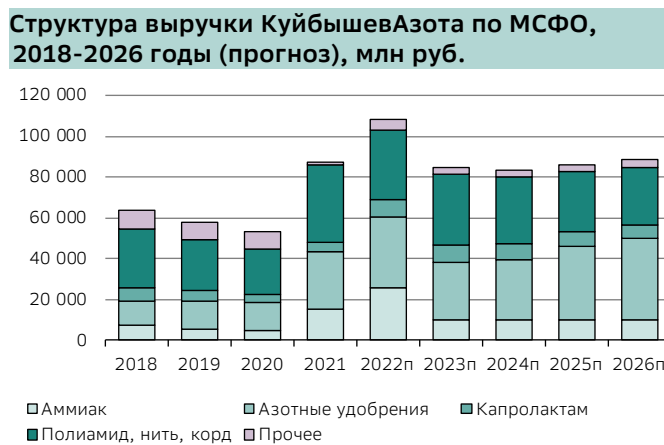
- В 2022 году цены на газ в Европе достигли рекордных уровней – спотовые цены поднимались в определенный момент выше \$3 000 за 1 тыс. куб. м. В свою очередь, это приводило к остановке производств удобрений в Европе, поскольку они становились нерентабельными. Поэтому экспортные цены российских производителей на удобрения также достигли рекордных уровней в 2022 году. Однако КуйбышевАзот в основном ориентирован на внутренний рынок – в 2020 году 81% произведенных удобрений был реализован в РФ. Что касается внутренних цен, в июле 2021 года российские производители их зафиксировали по рекомендации Минсельхоза, а в 2022 году с 1 июня и 1 сентября была произведена индексация соответственно на 5% и 5-10%. С тех пор цены не индексировались.



Источник: компания, SberCIB

**ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ КуйбышевАзота**

- **Структура выручки.** Выручка КуйбышевАзота за последние пять лет в среднем росла на 16,3% ежегодно. В структуре выручки компании соответственно 48% и 43% занимают два основных операционных сегмента – *капролактam и продукты его переработки*, а также *аммиак и азотные удобрения*. К прочим доходам относятся промышленные газы и промышленная химия.
- **Прогноз выручки.** С учетом рекордных цен на удобрения и аммиак пик по выручке пришелся на 2022 год. Далее, по нашим прогнозам, она все равно останется на достаточно высоком уровне. Во-первых, относительно стабильные цены на капролактam сгладят падение цен на удобрения. Во-вторых, текущие и будущие проекты компании увеличат мощности по производству отдельных видов продукции, в т. ч. карбамида и аммиачной селитры.



Источник: компания, SberCIB

- **ЕБИТДА.** Пик по ЕБИТДА, как и по выручке, пришелся на 2022 год на фоне рекордных цен на удобрения. Мы ожидаем, что в ближайшие годы показатель останется высоким, примерно на уровне 2021 года. Рентабельность по ЕБИТДА также останется в районе 30% и продолжит расти – по нашим оценкам, к 2030 году она может достигнуть 37–38%.

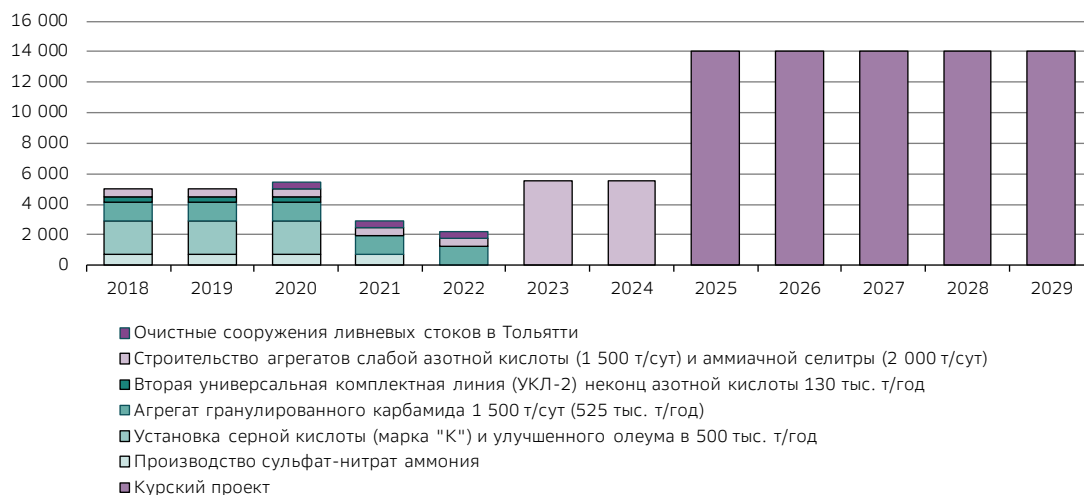


Источник: компания, SberCIB

#### ■ Капитальные затраты и проекты в стадии реализации.

- ▶ **Производство гранулированного карбамида.** Совместное с итальянской Maïre Tecnimont S.p.A. производство будет расположено на основной площадке КуйбышевАзота в Тольятти. Общий размер инвестиций – 160 млн евро, доля КуйбышевАзота в проекте – 68%. Планируемая мощность производства составляет 525 тыс. т в год. Хотя завершение проекта первоначально планировалось в 2022 году, менеджмент в пресс-релизе за первое полугодие текущего года сообщил о продолжении пуско-наладочных работ.
- ▶ **Строительство агрегатов слабой азотной кислоты (мощностью 1 500 т/сут) и аммиачной селитры (2 000 т/сут).** Общий объем инвестиций на 2017–2024 годы обозначен в размере 14 млрд руб. При этом первый этап проекта должен был завершиться в 2022 году, на него изначально направлено 3 млрд рублей. Однако он завершился лишь в начале сентября уже 2023 года – компания торжественно ввела в эксплуатацию новую установку выпарки и гранулирования аммиачной селитры. Также стало известно, что первый этап обошелся уже в 5 млрд рублей. Это крупнейшая установка в России по единичной мощности, ввод ее в эксплуатацию позволил на треть увеличить установленную мощность по аммиачной селитре.
- ▶ **Курский проект.** Новый завод компании по производству аммиака, карбамида и КАС через несколько лет может быть построен в Курске или на другой площадке. Потенциально это крупнейший проект компании – по словам председателя совета директоров компании Виктор Герасименко, инвестиции в него могут составить более 70 млрд руб. Предполагаемая мощность составит 200 тыс. т аммиака, 800 тыс. т карбамида и 365 тыс. т карбамидно-аммиачной смеси в год.

**Капитальные затраты - с учетом оценки инвестиций в Курский проект, млн руб.**



Источник: компания, SberCIB

■ **Чистый долг компании.** Показатель стал отрицательным уже в 2022 году (компания опубликовала результаты по МСФО за 1П23). Рост денежных средств и их эквивалентов обусловлен постепенным снижением инвестиционной активности и завершением проектов, а также сильным операционным денежным потоком.

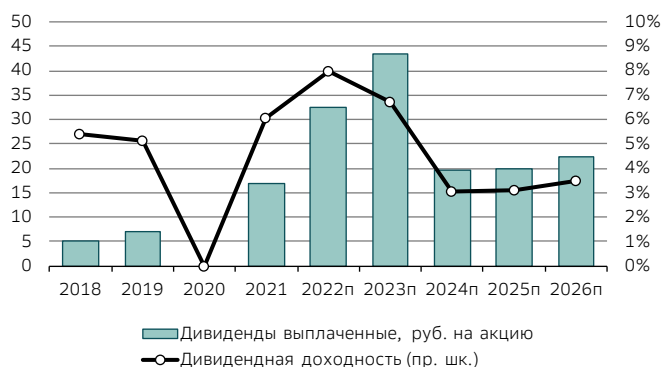
**Долговая нагрузка устойчиво снижается**



Источник: компания, SberCIB

■ **Умеренная дивидендная доходность.** Дивидендная политика компании предполагает выплату не менее 30% чистой прибыли (по РСБУ) в качестве дивидендов, дивиденды выплачиваются дважды в год. За 2022 год в общей сложности компания заплатила 50 руб. на акцию с дивидендной доходностью около 8%.

**Дивидендная доходность КуйбышевАзота**



Источник: компания, SberCIB

- **Привлекательная оценка.** Акции компании по коэффициентам P/E и EV/EBITDA торгуются с дисконтом к их средним значениям за пять лет. Кроме того, можно отметить, что два крупных производителя удобрений с листингом на Мосбирже – ФосАгро и Акрон – наоборот, торгуются с премией к своим среднеисторическим значениям.

#### Мультипликаторы КуйбышевАзота, ФосАгро и Акрона

	Капитализация, млн руб.	Среднее (2018-2022)		2023о		2024о	
		P/E	EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA
КуйбышевАзот	203 341	12,7	5,1	10,9	6,3	10,4	4,2
ФосАгро	961 279	6,8	5,2	7,3	5,3	7,6	5,6
Акрон	304 959	9,3	6,7	14,4	6,9	12,5	6,8

Источник: компании, SberCIB, Investing.com