

Steppe Cement

Еркин Абдрахманов
ErkinA@halykbank.kz
+7(727)2446538

Начало покрытия

25 декабря 2013 г.

Мы начинаем кредитный анализ [Steppe Cement](#), крупнейшего производителя цемента в Казахстане. Мы положительно оцениваем кредитоспособность Steppe Cement в ожидании улучшения финансовых показателей компании в 2014 году после перехода к более эффективной технологии и ожидаем, что в долгосрочной перспективе показатели компании будут устойчивыми благодаря растущему спросу на цемент. Кредитный профиль компании поддерживает ее лидирующие, хоть и немного утраченные, позиции на рынке, устойчивый рост продаж и солидная валовая прибыль. Мы ожидаем укрепления этих тенденций после запуска производства на новой сухой линии в 1кв2014. Мы также, ожидаем восстановления рыночной доли компании до 20% в 2014 году по мере увеличения доли сухого производства до 80% в 2014 и 100% в 2015 году.

Однако нашу основную обеспокоенность вызывают риски, связанные с рефинансированием. Согласно нашим расчетам компания сможет погасить \$45млн в 2013-2015 году без рефинансирования, но только в случае реализации нашего базового прогноза операционных денежных потоков в 2013-2015. При более пессимистичном сценарии, компания будет испытывать нехватку денежных средств для погашения долга. В целях контроля этого риска, компания возобновила свою \$20млн кредитную линию до 1кв2014. На наш взгляд это позволило снизить риски и расходы, связанные с рефинансированием банковских займов в случае возникновения такой необходимости.

По сравнению со схожими компаниями, Steppe Cement более платежеспособна и имеет лучшие кредитные перспективы, однако долги компании с более коротким сроком погашения. Соответственно, основным катализатором для компании является удачный запуск производства на сухой линии и кредитные риски в основном связаны с динамикой рынка.

Раскрытие: Halyk Finance выступал Совместным Финансовым Консультантом и Андеррайтером выпуска облигаций Central Asia Cement в ноябре 2012.

Стабильные перспективы в индустрии на 2013-17 годы

После обвала строительной и цементной промышленности в 2008-2009 годах, цены и спрос на цемент начали постепенно восстанавливаться в среднем на 27% и 9,7% в год, соответственно. С государственной поддержкой строительной индустрии, мы ожидаем, что цементная промышленность будет расти умеренным темпом роста в 5% в год, что соответствует ожидаемому нами темпу роста ВВП.

Значительная, но уменьшающаяся доля рынка

Steppe Cement является крупнейшим производителем цемента в Казахстане с долей рынка 19% - 20% в 2010-2012 годах. Однако на доминирующее положение компании агрессивно наступают новые игроки, вышедшие на рынок в 2012-13 годах. Падение доли рынка до 16% за 9М2013, по нашему мнению, объясняется «дисциплинированными объемами поставок». Компания намерена начать восстанавливать свою рыночную долю в 2014 году, после запуска новой сухой линии.

Фокус на повышении эффективности

В настоящее время 50% производственных мощностей Steppe Cement и 56% располагаемой мощности рынка составляют мокрые линии, которые менее эффективны и менее экологически чистые, чем сухие линии. С момента начала строительства первой сухой линии (Линия 6) в 2009 году, Steppe постепенно переходит на производство с использованием именно этой

технологии. В 2012-13 годах компания планировала инвестировать \$35млн в строительство еще одной сухой линии (Линия 5), с номинальной мощностью 1 200тыс. тонн (75% от текущей располагаемой мощности компании). С началом производства с новой сухой линии в 1кв2014, компания сможет закрыть менее эффективные мокрые линии и сможет производить 100% продукции сухим методом, хотя отказ от мокрых линий может быть отложен в случае высокого спроса на цемент. Мы считаем, что риски реализации данного проекта умеренно низкие, поскольку компания уже имеет опыт строительства сухих линий и строительство новой сухой линии уже практически завершено. По нашим оценкам, полный переход на технологию сухого производства позволит сократить среднюю себестоимость производства на 10%, и к этому времени компания планирует восстановить утерянную долю рынка.

Ликвидность

По состоянию на конец 2012 года, все активы компании, с балансовой стоимостью \$135млн, находились в залоге по трем банковским кредитам на общую сумму \$45млн. Эти кредиты составляют примерно 80% от общей суммы долга компании. Остальные \$10млн представлены необеспеченными старшими облигациями, деноминированными в тенге.

На обслуживание кредитов в 2013-2015 гг. компании необходимо приблизительно \$54млн (\$45млн основного долга плюс проценты). По нашим оценкам для покрытия этих платежей наши, достаточно консервативные, прогнозы по производству и цене реализации должны реализоваться.

Для управления риском рефинансирования, компания продлила соглашение с Народным Банком (Халык Финанс является 100% дочерней компанией Народного Банка) о предоставлении \$20млн кредитной линии до конца 2014 года. На наш взгляд в пессимистичном сценарии, компания может рефинансировать свой долг посредством размещения еще одних тенговых облигаций.

Облигации оценены справедливо

В ноябре 2012 года Steppe Cement, через свою дочернюю компанию, разместил старшие необеспеченные 5-летние облигации с 10% купоном. Облигации предлагают 11% доходность, которая выше, чем у компаний с аналогичным кредитным рейтингом (Эксперт РА - «А+») и сопоставимым сроком погашения.

Основываясь на нашем анализе схожих компаний, мы пришли к выводу, что Steppe имеет более сильные фундаментальные финансовые показатели, но также имеет более высокий риск рефинансирования, так как сроки погашения долга у компании более короткие.

На основе этого сравнения, мы считаем, что облигации САС справедливо оценены по сравнению со схожими компаниями и более высокая доходность справедливо отражает риски связанные с короткой дюрацией долга компании.

Несмотря на то, что активы компании выступают в качестве залогового обеспечения по банковским кредитам, мы ожидаем достаточно высокой возвратности активов, в случае дефолта. Мы считаем, что спрос на производственные активы компании и их ликвидационная стоимость будут высокими. При этом, как минимум двое конкурентов Steppe имеют акционеров с солидными финансовыми возможностями.

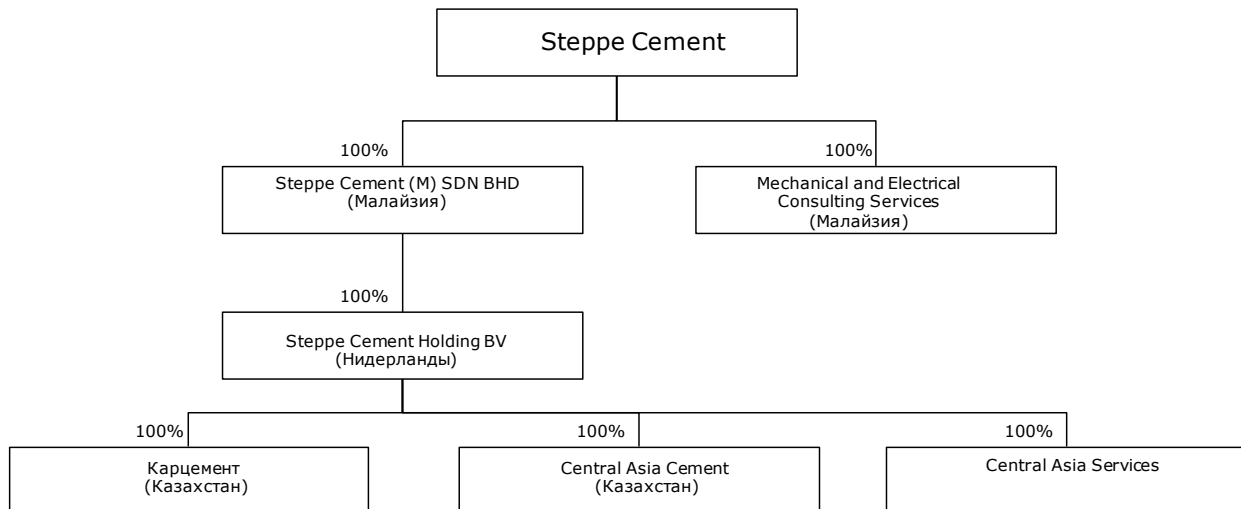
Информация о компании

Структура компании

Состав акционеров Steppe Cement выглядит следующим образом:

- 61% принадлежат профессиональным фондам по управлению активами, таким как Halfmoon Bay, Neon Liberty Emerging Fund, Genesis Asset Managers и семье Давида Кричтон-Ватта;
- 7% владеет генеральной директор компании г-н Хавьер Дель Сер Перез;
- 32% акций находятся в свободном обращении.

Рисунок 1. Структура группы Steppe Cement



Источник: данные компании

Steppe Cement, через малайзийские и голландские дочерние компании владеет двумя цементными заводами в Центральном Казахстане, Central Asia Cement (CAC) и Карцемент. По истечении срока действия налоговых льгот для Карцемент в 2014 году, компания планирует объединить эти производственные предприятия.

CAC расположен в Караганде, Центральный Казахстан. CAC на 100% принадлежит Steppe Cement, компании с листингом на фондовой бирже. В ноябре 2012 года, CAC привлекла \$9,5млн посредством размещения облигаций для завершения строительства Линии 5. Облигации погашаются в ноябре 2017 года и ставка по купону составляет 10%. Steppe Cement и Карцемент являются основными гарантами выпуска. В случае неисполнения обязательств CAC, обязательства по погашению задолженности будут нести Карцемент и Steppe Cement (в соответствии с проспектом облигаций).

Производственная мощность

Steppe Cement располагает производственной мощностью 1 600тыс. тонн цемента в год и в 2012 году реализовала 1 350тыс. тонн цемента, что составляет 23% от общего объема производства цемента в Казахстане или 19% от общего потребления цемента. Компания постепенно увеличивает долю более эффективного сухого производства. К 2012 году доля производства сухих линии выросла до 57% по сравнению с 31,5% в 2009 году. К концу 2013 года компания планирует завершить еще одну сухую линию, что позволит компании закрыть менее эффективные мокрые линии. По нашим оценкам, средняя себестоимость продукции сократится примерно на 10% после закрытия четырех мокрых линий.

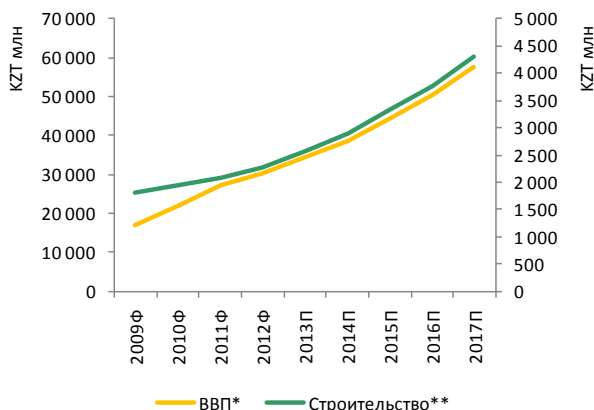
Анализ рынка

Обзор

В течение нескольких лет, вплоть до 2008 года, рынок цемента неуклонно рос в связи с экономическим и строительным бумом. При этом цена на цемент достигала \$117/тонну. Во время финансового кризиса и кризиса недвижимости 2008 года, потребление цемента сократилось на 25%, в то время как цены в 2009 году упали на 44%.

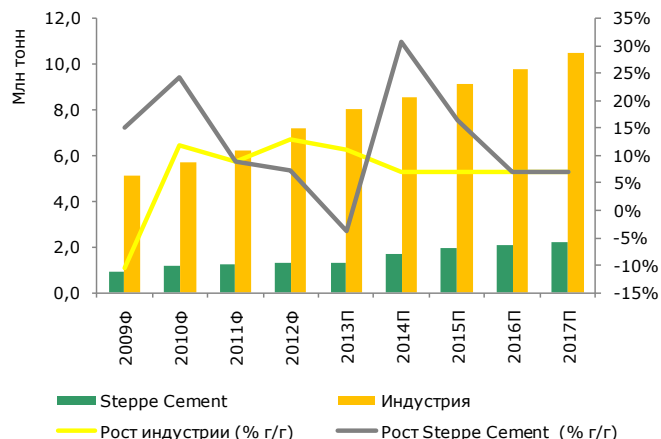
С тех пор строительный и цементный рынки постепенно восстанавливались. Во время 2009-2012 гг., производство цемента росло в среднем на 6,5% в год, в то время как потребление росло на 9,0%, увеличившись с 5,7млн.тонн до 7,2млн.тонн. Цены на цемент росли в среднем на 8,8% в год, с \$63/тонну в 2009 году до \$94/тонну за 9М2013.

Рисунок 2. Рост номинального ВВП*



Источник: Министерство экономического планирования и бюджетирования

Рисунок 3. Прогноз производства цемента**

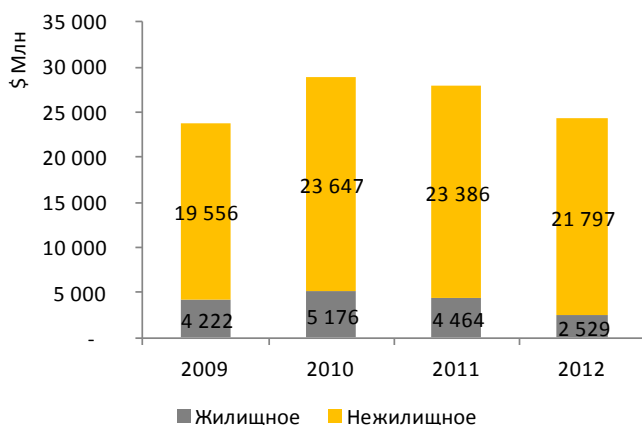


Источник: Данные компании и прогнозы Халык Финанс

Потребление цемента напрямую зависит от жилищного и нежилищного строительства, и перспективы этих секторов определяют наш прогноз спроса на цемент.

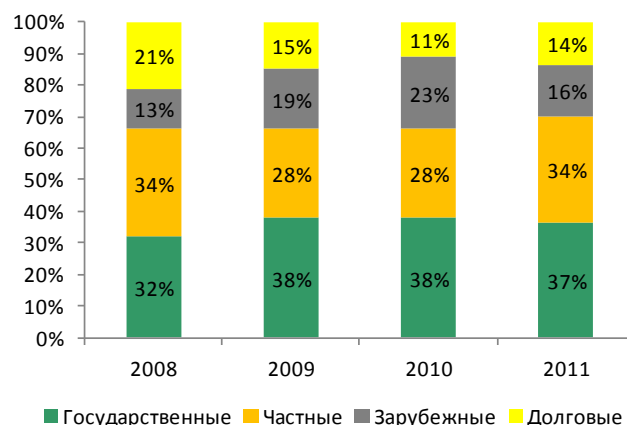
Жилищное строительство является одним из ключевых вопросов, вызывающих обеспокоенность правительства ввиду его дефицита. Средняя жилая площадь на человека в 2012 году в Казахстане составляла 20кв.м против 40-45кв.м в большинстве развитых стран Западной Европы. Правительство неоднократно объявляло о своем намерении способствовать развитию жилищного строительства. С основанием и развитием государственных программ и учреждений (таких как "Доступное жилье-2020», «Жилстройсбербанк»), мы считаем, что поток инвестиций, как частных, так и государственных, будет продолжать расти. Наша модель предусматривает консервативный рост промышленности 5% в год (на уровне ожидаемого темпа роста ВВП) в течение 2014-2017 гг.

Рисунок 4. Инвестиции в строительство



Источник: Агентство по Статистике РК

Рисунок 5. Тип инвестиций в строительство



Что касается нежилищного строительства, спрос определяется в основном государственными и частными инвесторами. В последнее время банки начали увеличивать объем кредитования строительства и в 2012 году строительный портфель банков составил \$15млрд. Мы ожидаем, что это поспособствует увеличению частного спроса и ожидает, что рост будет соответствовать темпам роста ВВП (примерно 5% в год). Государственные проекты также выглядят многообещающими, так как правительство объявило о намерении запустить ряд крупномасштабных проектов в связи с проведением EXPO-2017, а также другие программы, направленные на модернизацию инфраструктуры экономики. Однако размеры, сроки и направления инвестиций пока неясны.

Несмотря на существующие неопределенности, мы считаем, что рыночные тенденции скорее положительные для цементной промышленности в среднесрочной перспективе, что позволяет нам прогнозировать умеренный 5%-ный рост индустрии.

Структура индустрии

На рынке цемента наблюдается высокая концентрация производственных мощностей - 7-9 производителей контролируют более 90% внутреннего производства в стране. Steppe Cement является лидером отрасли, как по располагаемой мощности, так и по доходам. Цены на рынке конкурентоспособны, стабильны и сопоставимы по всей стране с минимальными отклонениями (с учетом корректировки на качество) у всех производителей.

Рисунок 6. Существующие производители цемента

Компания	Производственная мощность ('000 тонн)	Основной акционер	Технология	Местоположение
Шымкент Цемент	1 300	Italcementi Group	Влажный	Шымкент, Южный Казахстан
Бухтарма	1 400	Heidelberg Cement	Влажный	Усть-Каменогорск, Южный Казахстан
Семей Цемент	1 196	UCG	Влажный	Семипалатинск, Восточный Казахстан
САС тобе	450	Basel Cement	Влажный	Сас-Тобе, Южный Казахстан
Central Asia Cement	800	Steppe Cement	Влажный	Караганда, Центральный Казахстан
Карцемент	800	Steppe Cement	Сухой	Караганда, Центральный Казахстан
Стандарт Цемент	1 000	Standard	Сухой	Сайрамский регион, Южный Казахстан
Казахцемент	1 000	ORNEK XXI	Сухой	Семипалатинск, Восточный Казахстан
Жамбыл Цемент	1 200	Vicat Group	Сухой	Жамбылская область, Южный Казахстан

Источники: сайты компаний и другие СМИ

Однако в последние годы концентрация сектора изменилась. В рамках ФИИР¹, на казахстанский рынок вошли новые игроки - Казахцемент в 2013 году и Жамбыл Цемент в 2012 году. Два завода имеют общую производственную мощность в более чем 2 200тыс. тонн (около четверти ожидаемого потребления в 2013 году). При этом у новых производителей высокий левередж с соотношением долга к собственному капиталу не менее чем 1,73x и 2,18x, соответственно, на момент запуска предприятий (по сравнению с 0,31x у Steppe Cement на конец 1П2013). Мы считаем, что высокая долговая нагрузка может оказывать давление на новых производителей и вынуждать их снижать цены, чтобы обеспечить достаточные денежные потоки для обслуживания долговых обязательств. Такой шаг может оказать негативное влияние на всех производителей цемента и снизить операционную маржу по всей индустрии. Однако наибольшую угрозу для Steppe Cement представляет завод Казахцемент, который расположен рядом с производственными объектам компании.

К концу 2013 года, ожидается введение в эксплуатацию трех дополнительных заводов (в том числе - Линия 5) и еще двух в 2014 году. Эти заводы могут потенциально добавить почти 5,3млн.тонн мощности, что составляет около 60% от текущего потребления рынка. Однако эти объекты расположены достаточно далеко от производственных предприятий Steppe Cement, и не представляют существенной угрозы для компании. Основной рост производства цемента ожидается в Акмолинской и Жамбылской областях.

¹Государственная программа, направленная на диверсификацию и повышение конкурентоспособности экономики

Рисунок 7. Новые цементные заводы

Компания	Производственная мощность ('000 тонн)	Основной акционер	Технология	Местоположение	Ожидаемая дата ввода в эксплуатацию
VI-Cement	552	VI Group	Сухой	Астана, Казахстан	4КВ 2014
Кокше Цемент	2 000	Industrial mineral group	Сухой	Акмолинская обл., Казахстан	4КВ2013
Steppe Cement (Линия 1)	1 200	Steppe Cement	Сухой	Караганда, Казахстан	4КВ2013
ACIG	790	Matay Group	Сухой	Жамбылская, Казахстан	4КВ2013
Каспи Цемент	800	Heidelberg	Сухой	Ақтау, Казахстан	2014

Источники: сайты компаний и другие СМИ

Доля рынка Steppe Cement (которая включает Карцемент и Central Asia Cement) снизилась с 18,7% в 2012 году до 16% за 9М2013. Потеря доли рынка связана с усилением конкуренции на рынке. Необходимо отметить, что компания наряду с другими крупными производителями продемонстрировала дисциплину по объемам производства, что позволило поддержать рост цен на цемент. По оценкам компании, ее доля на рынке на 2013 год составит 17% и восстановление ожидается в 2014 году, когда Линия 5 начнет производство. На наш взгляд, понижение себестоимости даст компании большую гибкость в формировании цен.

Финансовые прогнозы
Выручка

В период с 2009 по 2012 год, продажи и производство цемента у компании выросли на 27% и 9,7%, соответственно, благодаря увеличению спроса и росту цен. Однако число производителей также выросло и в 2013-14 гг. начнут производство еще несколько новых цементных заводов. За 9М2013, компания уже произвела на 6% меньше цемента, чем за тот же период предыдущего года, однако мы ожидаем, что объем производства в 2013 году, останется на том же уровне что и в 2012 году. При этом, мы прогнозируем, что рост выручки составит примерно 6% в 2013 году, благодаря повышению цен на цемент. Средняя цена цемента выросла на 7,8% г/г за 9М2013 и в связи с сезонным замедлением в четвертом квартале мы ожидаем, что в 2013 году рост цены составит 6% г/г.

В дальнейшем мы прогнозируем, что темпы роста цен на цемент будут замедляться по мере усиления конкуренции. Мы моделируем рост цен на уровне ожидаемой инфляции 5% в год в течение 2014-2017 гг.

После запуска Линии 5, запланированного на 1кв2014мы предполагаем, что в течение двух лет, компания полностью перейдет на сухое производство. По нашей оценке, доля Steppe Cement на рынке цемента увеличится до 20% в 2014 году и 21,3% в 2015-2017 гг. Соответственно, мы прогнозируем увеличение дохода со \$128млн в 2013 году до \$232млн в 2017 году, что подразумевает среднегодовой темп роста в 16%.

Себестоимость и административные расходы

Полный переход производства на сухую линию должен существенно повысить эффективность производства и по нашей оценке позволит снизить среднюю денежную себестоимость совокупного производства на 10% и повысить валовую маржу с 40% в 2012 году до 46% к 2017 году.

Административные расходы компании состоят из двух частей: расходов по реализации и доставке Мы рассчитываем, что расходы реализации будут расти тем же темпом, что и выручка, а затраты на доставку будут увеличиваться на уровне годовой инфляции в 5%.

Капитальные затраты

К началу 2014 года компания планирует завершить свой крупный инвестиционный проект (Линия 5), Строительство данной линии было профинансировано за счет кредитных линий от ЕБРР и HSBC, облигационного займа и вливаний капитала со стороны долевых инвесторов. После завершения проекта Линии 5, мы не ожидаем каких-либо значительных капитальных инвестиций у компании.

Мы моделируем ежегодные капитальные затраты на поддержание текущих производственных мощностей на уровне \$5млн.

Рисунок 8. Инвестиций в основные средства и оборотный капитал

В \$ тыс.	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Чистая прибыль (ЧП)	(16 517)	(3 738)	3 333	8 360	10 805	20 491	28 823	33 467	36 313
Амортизация (А)	7 511	9 301	9 300	9 400	7 847	8 899	8 673	8 460	8 260
ЧП+А	(9 006)	\$5 563	\$12 633	\$17 760	\$18 652	\$29 389	\$37 495	\$41 927	\$44 573
Капвложения	2 026	1 824	2 000	10 150	26 000	5 000	5 000	5 000	5 000
увеличение/(уменьшение) ОК	(797)	4 966	5 823	4 390	(3 377)	(4 855)	(4 229)	(2 594)	(1 450)
Всего инвестиции (ВИ)	1 229	6 790	7 823	14 540	22 623	145	771	2 406	3 550
ВИ/(ЧП+А)	(14%)	122%	62%	82%	121%	0%	2%	6%	8%

Источники: данные компании и прогнозы Халык Финанс

Погашение основного долга и процентов

На конец 2012 года, компания имеет около \$55млн задолженности, из которых \$45млн являются обеспеченными займами и должны быть погашены к середине 2015 года. Эффективная процентная ставка по \$45млн банковского кредита составляет 6,82% и купонная ставка по облигациям составляет 10%. В 2013-15 годах, по нашим оценкам, общие платежи по процентам составят \$8,6млн и выплата по основному долгу составит почти \$45млн.

Рисунок 9. График погашения долгосрочных займов

В \$ 000	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	Всего
EBRD	6 130	9 156	14 816	0	0	30 102
HSBC	6 062	4 194	3 052	0	0	13 308
Народный банк	1 664	0	0	0	0	1 664
САСmb2	0	0	0	0	10 392	10 392
Общий денежный отток (Основной долг)	13 856	13 350	17 868	0	10 392	55 467

Источник: данные компании

По нашей оценке в 2013 году операционные денежные потоки компании достаточны для выполнения обязательств по займам. Steppe Cement договорилась о продлении \$20млн кредитной линии от Народного Банка (Халык Финанс является 100% дочерней компанией Народного Банка), которая обеспечит возможность рефинансирования в случае, если компания не будет генерировать необходимые денежные потоки для обслуживания займов.

Мы моделируем рост цен на цемент на уровне инфляции в 5%, Наш прогноз довольно консервативен по сравнению с фактическим ежегодным темпом роста цен на цемент в 8,8% с 2009 года. Тем не менее, ниже мы рассмотрели сценарии более низкого темпа роста цен на цемент, чем уровень инфляции

Рисунок 10. Рост цен на цемент: анализ чувствительности (в \$ тыс.)

Рост цен на цемент	2014П	2015П	2016П	2017П	
5,0%	22 904	32 144	34 626	39 331	Операционные денежные потоки
	20 491	28 823	33 467	36 313	Чистая прибыль
2,5%	21 450	28 331	29 610	31 150	Операционные денежные потоки
	18 502	24 381	26 208	26 213	Чистая прибыль
0,0%	19 995	24 601	24 838	23 517	Операционные денежные потоки
	16 513	20 048	19 299	16 830	Чистая прибыль
-2,5%	18 541	20 954	19 870	16 570	Операционные денежные потоки
	14 524	15 824	12 730	8 138	Чистая прибыль
-5,0%	17 086	17 389	14 120	8 934	Операционные денежные потоки
	12 534	11 708	6 493	115	Чистая прибыль

Из приведенной выше таблицы видно, что денежные потоки от операционной деятельности достаточны для обслуживания текущей задолженности компании даже в случае ежегодного падения цен на 5%. Это связано прежде всего с ожидаемым повышением эффективности после начала запуска Линии 5. Тем не менее, мы ожидаем, что рост цен на цемент будет соответствовать, по крайней мере, уровню инфляции, так как перспективы отрасли вполне положительны и дефицит цемента на рынке по-прежнему присутствует.

Рентабельность

Показатель рентабельности исторически был низким из-за больших процентных и амортизационных расходов. Чистая прибыль едва оправилась от негативных 28% в 2009 году, увеличившись до положительных 7% в 2012 году. Период освобождения от корпоративного подоходного налога для Карцемент истекает в этом году, что увеличит финансовые расходы в 2014 году. Мы ожидаем, что эффективная налоговая ставка поднимется с 30,6% в 2012 году до 34% в 2014 году и будет оставаться на этом уровне до 2017 года.

С другой стороны маржа чистой прибыли, без учета амортизации, повысилась с отрицательных 15% в 2009 году до положительных 15% в 2012 году, в связи с ростом цен и постепенным переходом к сухому производству. К 2017 году мы ожидаем улучшение этого показателя до 19%, несмотря на неблагоприятное влияние растущей конкуренции, и более высоких налогов.

Рисунок 11. Ключевые финансовые показатели

В \$ 000	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Выручка	59 129	72 849	96 110	120 166	128 335	167 921	201 521	221 054	232 106
Чистая прибыль (ЧП)	(16 517)	(3 738)	3 333	8 360	10 805	20 491	28 823	33 467	36 313
Рентабельность	(28%)	(5%)	3%	7%	8%	12%	14%	15%	16%
Амортизация (А)	7 511	9 301	9 300	9 400	7 847	8 899	8 673	8 460	8 260
(ЧП+А)/Выручка	(15%)	8%	13%	15%	15%	18%	19%	19%	19%
FOCF/Общий долг	(15%)	1%	22%	35%	45%	65%	196%	333%	378%
FFO/Общий долг	(19%)	(12%)	5%	18%	35%	84%	228%	403%	429%

Источники: данные компании и прогнозы Халык Финанс

Ликвидность

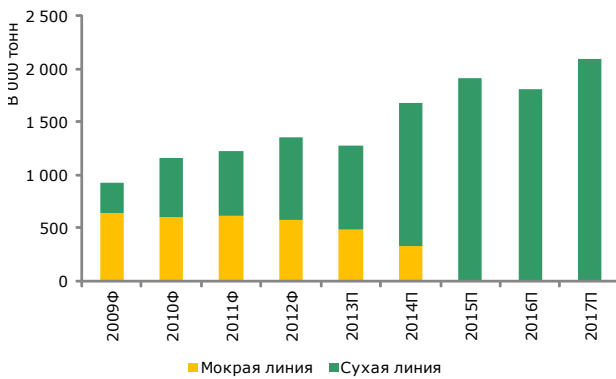
Компания имеет хорошие показатели ликвидности и в настоящее время все ковенанты облигационного займа компании выполняются. В 2013 году мы прогнозируем, что коэффициент текущей ликвидности снизится с 1,7х в 1,4х за счет больших погашений основного долга и замедления выручки. В будущем, мы прогнозируем дальнейшее постепенное улучшение показателей ликвидности компании по мере выхода Линии 5 на полную мощность и благодаря общему росту строительной индустрии.

Рисунок 12. Ключевые показатели ликвидности

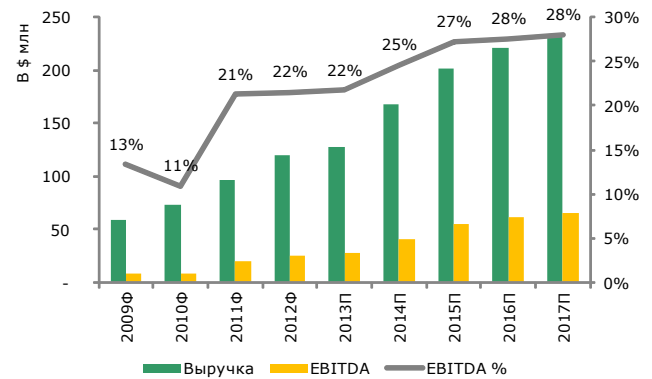
Коэффициенты	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	Требования
Текущая ликвидность	0,98	1,23	1,53	1,66	1,24	1,52	2,10	3,39	4,29	Не менее 1х
ЕБИТ/Процентные расходы	0,05	-0,21	2,24	4,73	4,88	11,26	27,83	50,56	54,59	Не менее 2х
Чистый долг/ЕБИТДА	9,43	7,96	2,65	1,59	1,32	0,46	-0,15	-0,20	-0,36	Не более 3,5х
Мгновенная ликвидность	0,50	0,70	0,62	1,06	0,53	0,65	0,91	2,02	2,88	N/A
Коэффициент наличности	0,22	0,33	0,02	0,47	0,14	0,18	0,25	0,29	0,30	N/A
Коэффициент срочной ликвидности	0,25	0,40	0,13	0,89	0,36	0,45	0,62	1,67	2,53	N/A

Источники: данные компании и прогнозы Халык Финанс

В течение последних двух лет доходы росли быстрее себестоимости реализованной продукции - очевидный показатель повышения эффективности. В 2013 году мы ожидаем, что ЕБИТДА повысится на 8% в связи с ростом цен на цемент. К 2017 году мы прогнозируем ЕБИТДА на уровне \$65млн, что подразумевает среднегодовой темп роста в 23,6% в течение 2013-2017гг. После полного перехода на сухое производство в 2015 году, мы прогнозируем повышение маржи ЕБИТДА на 6 п.п. с уровня 2013 года до 27%, Далее, мы прогнозируем, что маржа останется относительно стабильной.

Рисунок 13. Мокрая и сухая линии в общем производстве


Источники: данные компании и прогнозы Халык Финанс

Рисунок 14. Выручка и EBITDA


Оценка облигации

Описание выпуска

В ноябре 2012 года, САС разместил 5-летние облигации с 10% полугодовым купоном на сумму \$9,5млн (Т1,46млрд). Цена размещения составила 96,25 от номинала с доходностью к погашению на уровне 11%.

Финансовые ковенанты облигационного займа, которые применимы к Steppe Cement, следующие:

- 1) Коэффициент текущей ликвидности не менее 1x в течение всего срока обращения облигаций;
- 2) Соотношение EBIT/Процентные расходы не менее 1,75x до 2014 года и 2.0x после;
- 3) Соотношение Долг/EBITDA не более 4x до 2014 года и 3.5x после.

До сих пор компания комфортно соблюдала вышеуказанные требования. В дальнейшем мы не ожидаем возникновения у компании осложнений с выполнением требований выпуска, несмотря на более жесткие условия, вступающие в силу с 2014 года.

Сравнительная оценка

Облигации Steppe Cement достаточно низколиквидные. С момента размещения облигаций в ноябре 2012 года, на Казахстанской фондовой бирже произошло только две сделки методом открытых торгов с облигациями САС общей стоимостью \$0,6млн по цене 96,84 от номинала.

Для проведения сравнительного анализа, мы выбрали облигации RESMI Group Brands (RG) и АПК Инвест (АПК), которых котируются на KASE, с идентичным кредитным рейтингом и сопоставимой датой погашения.

Рисунок 15. Сравнительная таблица (на 24.12.13)

Эмитент	Рейтинговое агентство в РК	Объем (в \$ 000)	Купонная ставка	Доходность (последняя)	Цена*	Дата погашения	Z-spread**
САС	A+	\$633	10%	11,00%	96.84	5 ноя 17	5.93%
RG Brands	A+	\$0	7.5%	8,00%	97.47	1 июл 20	1.90%
АПК инвест	A+	\$817	10%	10,00%	99.98	4 июл 17	4.93%

*Цена последней сделки или bid

**Доходность облигации - доходность ГЦБ с одинаковой датой погашения

Источник: KASE

Рисунок 16. Ключевые финансовые показатели на 1П2013

	RG Brands	AIC Invest	Steppe Cement
Долг/Капитал	0.90x	1.48x	0.31x
Чистая рентабельность	6%	5%	4%
Валовая маржа	38%	17%	37%
Текущая ликвидность	1.03x	2.32x	1.3x
ЕБИТДА/процентные расходы	3.03x	2.27x	6.34x

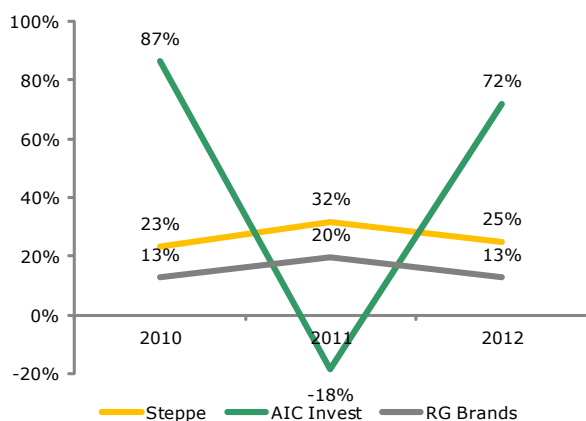
Источники: KASE и финансовая отчетность компании

У всех трех компании довольно низкие коэффициенты чистой рентабельности в 1П2013. Тем не менее, валовая маржа Steppe Cement почти в два раза выше, чем у АПК и почти такая же, как RG Brands. Следует отметить, что АПК и RG выпустили облигации для рефинансирования части своих существующих банковских кредитов, а также для погашения судебных исков. В отличие от них, Steppe Cement выпустил облигации для финансирования производственного объекта и процентные расходы должны со временем уменьшиться, а маржа чистой прибыли компании будет постепенно повышаться. Средства, привлеченные RG и АПК, вряд ли поспособствуют улучшению операционных и финансовых показателей компаний.

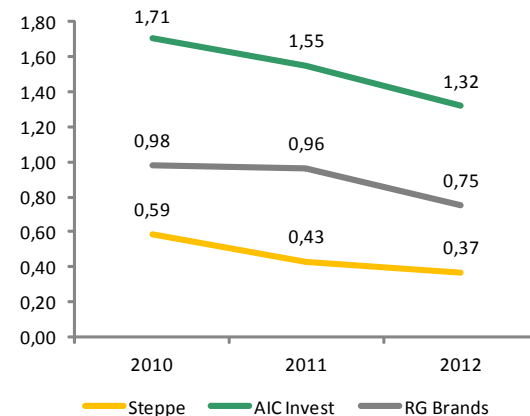
Коэффициент текущей ликвидности Steppe Cement значительно ниже, но коэффициент покрытия процентных расходов значительно лучше, 6,34x по сравнению с 3,03x у RG Brands и 2,27x у АПК.

Уровень левереджа RG и АПК достаточно высокий, соотношение долга к собственному капиталу (D/E) на 1П2013 составил 0,9x и 1,5x, соответственно. Долговая нагрузка Steppe значительно меньше, соотношение D/E за аналогичный период составил 0,3x. Однако срок погашения долга Steppe Cement наступает скорее - почти 80% долга должно быть выплачено до середины 2015 года, в то время как RG и АПК имеют более сбалансированный график платежей.

При сравнении роста выручки, Steppe также выглядит предпочтительнее RG и АПК. Выручка RG показывала устойчивый рост в течение последних трех лет, но более медленными темпами, чем Steppe Cement. Выручка АПК напротив, росла в среднем на 86% в год за тот же период, но и продемонстрировала более высокую волатильность, показав 87%-ный рост в 2010 году, затем 18%-ное снижение и 72%-ный рост в 2011 и 2012 годах. Steppe Cement показывала устойчивый рост каждый год (в среднем на 27%) и доходы компании выросли на 84% с 2009 года.

Рисунок 17. Динамика роста выручки


Source: Company data

Рисунок 18. Соотношения долга к капиталу


Основываясь на нашем сравнительном анализе, мы пришли к выводу, что облигации Steppe Cement оценены справедливо и должным образом отражают операционные и финансовые риски компании.

Приложение 1: Отчет о прибылях и убытках

<i>В \$ тыс.</i>	<i>2009Ф</i>	<i>2010Ф</i>	<i>2011Ф</i>	<i>2012Ф</i>	<i>2013П</i>	<i>2014П</i>	<i>2015П</i>	<i>2016П</i>	<i>2017П</i>
Выручка	59 129	72 849	96 110	120 166	128 335	167 921	201 521	221 054	232 106
Себестоимость реализованной продукции (за исключением амортизации)	41 302	51 829	59 026	72 201	77 220	96 241	110 322	120 115	125 185
Валовая прибыль	17 827	21 020	37 083	47 964	51 114	71 680	91 199	100 939	106 921
Административные расходы (за исключением амортизации)	9 954	13 045	16 655	22 126	23 250	30 345	36 417	39 947	41 944
ЕВITDA	7 873	7 974	20 428	25 839	27 864	41 334	54 782	60 992	64 977
Амортизация	7 511	9 301	9 300	9 400	7 847	8 899	8 673	8 460	8 260
ЕВIT	362	(1 327)	11 128	16 439	20 017	32 436	46 109	52 531	56 717
Процентные расходы	6 825	6 240	4 971	3 477	4 103	2 881	1 657	1 039	1 039
Процентные (доходы)	(89)	(2)	(25)	-	(52)	(29)	(35)	(39)	(170)
Прочие неоперационные (доходы) / расходы	12 625	(645)	628	923	775	775	775	775	775
Прибыль до налогообложения	(19 000)	(6 919)	5 554	12 039	15 191	28 809	43 712	50 756	55 073
Налог на прибыль	(2 483)	(3 181)	2 221	3 678	4 386	8 318	14 890	17 289	18 760
Чистая прибыль	(16 517)	(3 738)	3 333	8 360	10 805	20 491	28 823	33 467	36 313

Источники: Данные компании и прогнозы Халык Финанс

Приложение 2: Отчет о финансовом положении

В \$ тыс.	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Денежные средства	6 545	9 532	494	14 016	4 492	5 877	7 053	7 737	8 124
Краткосрочные инвестиции	-	-	-	5 998	-	-	-	25 799	49 183
Дебиторская задолженность	826	2 135	2 582	6 779	7 243	9 017	10 269	10 659	10 556
Товарно-материальные запасы	14 276	15 334	21 373	18 248	23 272	29 004	33 248	36 199	37 727
Прочие оборотные активы	7 483	8 576	11 391	4 934	5 270	6 895	8 275	9 077	9 531
Итого оборотные активы	29 130	35 577	35 840	49 974	40 276	50 794	58 845	89 470	115 120
Основные средства	135 126	142 509	134 761	135 442	153 595	149 697	146 024	142 564	139 304
Выданные авансы	6 705	322	993	2 385	1 931	2 406	2 758	3 003	3 130
Прочая дебиторская задолженность	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Отложенные налоговые активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие активы	28 182	32 434	28 162	40 575	31 875	33 030	33 800	38 262	41 927
Всего внеоборотные активы	170 013	175 266	163 917	178 403	187 401	185 132	182 581	183 828	184 361
Итого активов	199 142	210 842	199 757	228 377	227 677	235 926	241 427	273 299	299 481
Краткосрочная задолженность	19 683	20 506	11 435	14 527	14 412	11 243	3 144	-	-
Кредиторская задолженность	6 446	4 465	7 841	8 026	8 674	10 283	11 183	11 518	11 318
Прочие краткосрочные обязательства	3 527	4 003	4 105	7 468	9 266	11 934	13 680	14 894	15 523
Итого краткосрочные обязательства	29 655	28 974	23 381	30 021	32 352	33 461	28 007	26 412	26 841
Долгосрочная задолженность	61 066	52 462	43 212	40 663	26 827	13 477	(4 392)	(4 392)	(14 952)
Отложенные налоговые обязательства	6 421	4 687	6 176	8 519	8 519	8 519	8 519	8 519	8 519
Всего долгосрочных обязательств	67 487	57 149	49 389	49 182	35 345	21 995	4 127	4 127	(6 433)
Итого обязательств	97 142	86 123	72 769	79 203	67 698	55 456	32 134	30 539	20 408
Капитал	42 836	58 299	58 299	73 761	73 761	73 761	73 761	73 761	73 761
Резерв	(17 840)	(8 004)	(10 531)	(13 611)	(13 611)	(13 611)	(13 611)	(13 611)	(13 611)
Нераспределенная чистая прибыль	77 004	74 425	79 221	89 025	99 829	120 320	149 143	182 610	218 923
Итого капитал	102 000	124 719	126 988	149 174	159 979	180 470	209 293	242 760	279 073
Всего активов и обязательств	199 142	210 842	199 757	228 377	227 677	235 926	241 427	273 299	299 481

Источники: Данные компании и прогнозы Халык Финанс

Приложение 3: Отчет о движении денежных средств

В \$ тыс.	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Операционная деятельность					
Чистая прибыль	10 805	20 491	28 823	33 467	36 313
Амортизация	7 847	8 899	8 673	8 460	8 260
Изменения оборотного капитала	(3 377)	(4 855)	(4 229)	(2 594)	(1 450)
Изменения прочих активов и обязательств	9 155	(1 630)	(1 122)	(4 707)	(3 792)
Денежные средства от операционной деятельности	24 430	22 904	32 144	34 626	39 331
Инвестиционная деятельность					
Капитальные затраты	(26 000)	(5 000)	(5 000)	(5 000)	(5 000)
Краткосрочные инвестиции	5 998	-	-	(25 799)	(23 384)
Денежные средства от инвестиционной деятельности	(20 002)	(5 000)	(5 000)	(30 799)	(28 384)
Финансовая деятельность					
Привлечение / (погашение) краткосрочных займов	(116)	(3 168)	(8 100)	(3 144)	-
Привлечение долгосрочных займов	-	-	-	-	-
(Погашение) долгосрочных займов	(13 836)	(13 350)	(17 868)	-	(10 560)
Денежные средства от финансовой деятельности	(13 952)	(16 518)	(25 968)	(3 144)	(10 560)
Нетто изменение денежных средств	(9 524)	1 385	1 176	684	387
Баланс на начало периода	14 016	4 492	5 877	7 053	7 737
Баланс на конец периода	4 492	5 877	7 053	7 737	8 124

Источник: прогнозы Халык Финанс

Приложение 4: Производственные показатели

<i>В тыс</i>	<i>2009Ф</i>	<i>2010Ф</i>	<i>2011Ф</i>	<i>2012Ф</i>	<i>2013П</i>	<i>2014П</i>	<i>2015П</i>	<i>2016П</i>	<i>2017П</i>
Цена на реализации цемента (\$/тонну)	55	54	67	74	83	87	92	96	101
Поставочная цена цемента (\$/тонну)	63	63	77	87	95	100	105	111	116
% импорта	22%	20%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Рынок потребления	5 100	5 700	6 200	7 200	8 000	8 560	8 988	9 437	9 909
<i>Импорт</i>	1 122	1 140	868	900	1 000	1 070	1 124	1 180	1 239
<i>Внутрение поставки</i>	3 978	4 560	5 332	6 300	7 000	7 490	7 865	8 258	8 671
Доля Steppe Cement	18%	20%	20%	19%	17%	20%	21%	21%	20%
Общая производственная мощность (тыс. тонн)	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600	2 200	2 800	2 800	2 800
Производство	930	1 154	1 229	1349	1349	1 675	1 914	2 000	2 000
Утилизация	58%	72%	77%	84%	84%	76%	68%	71%	71%
Доля сухого производства	32%	48%	50%	57%	59%	80%	100%	100%	100%
Карцемент									
Линия 5 и 6									
<i>Мощность</i>	800	800	800	800	800	1 400	2 000	2 000	2 000
<i>Производство</i>	293	556	615	769	800	1 340	1 914	2 000	2 000
Central Asia Cement									
4 мокрые линии									
<i>Мощность</i>	800	800	800	800	800	800	800	800	800
<i>Производство</i>	637	598	614	580	480	335	0	0	0

Источники: Данные компании и прогнозы Халык Финанс

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2013, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

ArdakN@halykbank.kz

Для институциональных инвесторов:

Анель Акиянова, +7 (727) 259-6202

AkiyanovaA@halykbank.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

AselI@halykbank.kz

Для розничных инвесторов:

Альмир Токтабулатов, +7 (727) 244-6089

AlmirT@halykbank.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

SabinaM@halykbank.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

Sabitkh@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157

Nurfatimad@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986

ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968

SabinaA@halykbank.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

MariyamZh1@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

BakaiM@halykbank.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

ErkinA@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance