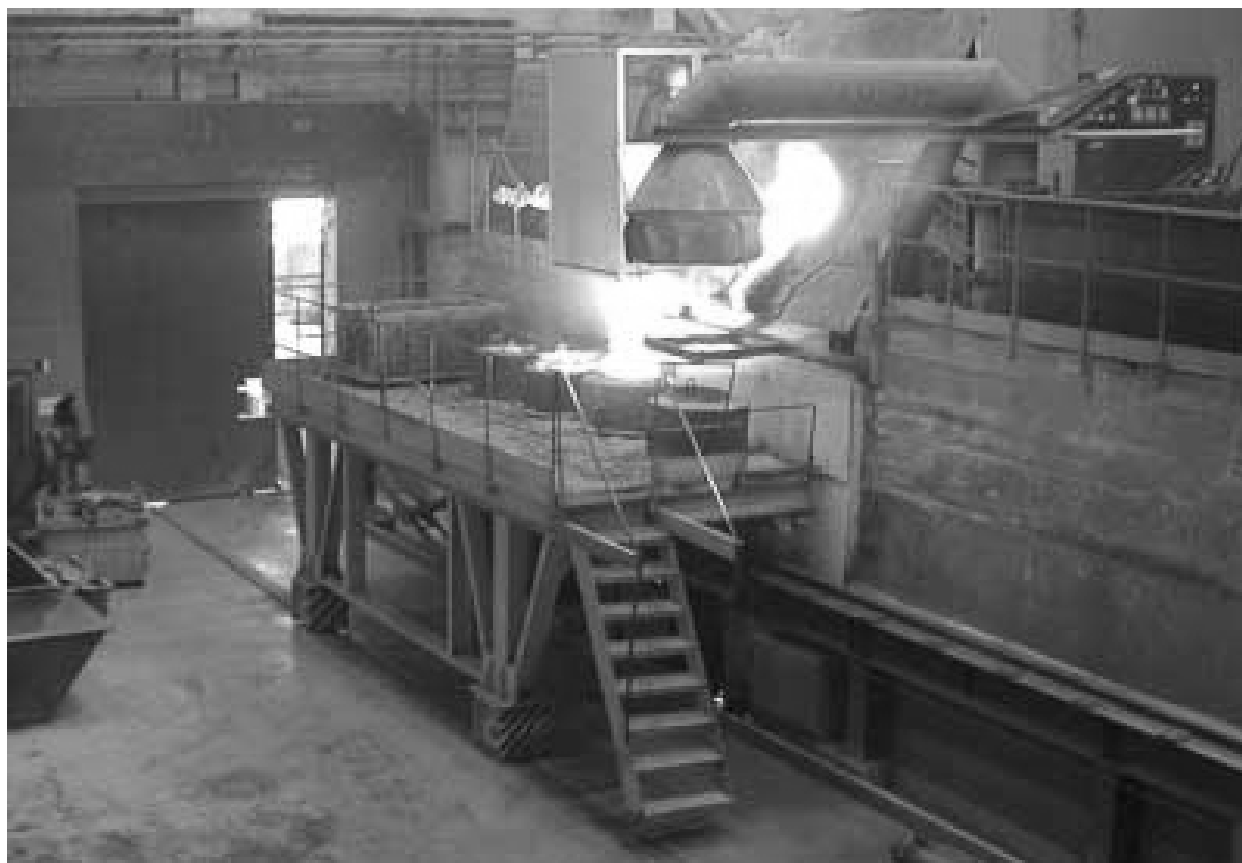


«ВСЕ **ЦВЕТА** РОССИЙСКОЙ МЕТАЛЛУРГИИ»

Обзор эмитентов металлургического сектора



06 февраля 2008 года

Воробьев Евгений
E.Vorobiev@kf.ru
Александр Чайкун
A.Chaykun@kf.ru

ВЫВОДЫ:

2-й эшелон:

Считаем недооцененными и рекомендуем **ПОКУПАТЬ** выпуск:

- **РМК-ФИН-01 (ориентир по доходности — 9.7%);**

Считаем переоцененными и рекомендуем **ПРОДАВАТЬ** выпуски:

- **ОМК,1 (ориентир по доходности — 9.0%);**
- **ЧТПЗ,1 (9.0%).**

3-й эшелон:

Считаем недооцененными и рекомендуем **ПОКУПАТЬ** выпуски:

- **НМЗ,1 (ориентир по доходности — 14.0%);**
- **УЗПС,1 (17.0%);**
- **МаирИнв,3 (13.5%).**

Считаем переоцененными и рекомендуем **ПРОДАВАТЬ** выпуски:

- **Амурметалл-1, Амурметалл-2 (ориентир по доходности — 11.0%);**
- **Инпром-2, Инпром-3 (12.0%);**
- **Белон-1, Белон-2 (11.5%);**
- **Магнезит-1 (11.0%);**
- **Хайленд Голд (14.0%)**

ОГЛАВЛЕНИЕ:

Характеристика металлургической отрасли

Схема деятельности металлургических предприятий 6

Основные особенности металлургической отрасли 7

Обзор эмитентов металлургического сектора

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ (основное сырье: руда)

Группа «Мечел» — добыча угля (2-е место в России), производство стального проката (6-е место в России), железной руды и никеля; выручка за 2006 год — \$4.4 млрд. 9

Холдинг «Магнитогорский металлургический комбинат» — входит в двадцатку крупнейших мировых производителей стали, занимает 2-е место в России по объемам выпуска металлопродукции (17% национального рынка); выручка за 2006 год — \$6.4 млрд. 11

Группа «ЕвразХолдинг» — производство стали и стального проката (основной источник выручки), ванадия, добыча железной и ванадиевой руд, угля. Собственная ресурсная база обеспечивает 80% потребности Группы в железнорудном сырье и 84% в угле. Выручка за 2006 год — \$8.3 млрд. 13

Группа «Северсталь» — производитель стали №1 в России (16% внутреннего рынка, 13-е место в мире); добыча и обогащение железной руды и угля. Выручка за 2006 год — \$12.4 млрд. 15

Группа «Кокс» — выпуск кокса (3 млн тонн в год) и товарного чугуна (15% мирового объема). Выручка Группы «Кокс» за 2006 год — \$0.96 млрд. 17

Группа «Объединенная металлургическая компания» — лидер в сфере производства ж/д колес (800 тыс. шт., 64% российского рынка), производство труб (2 млн тонн); собственное производство полностью покрывает потребность Группы в коксе и колесной стали, в сырье для изготовления феррованадия — на 90%. Выручка за 2006 год — \$2.95 млрд. 19

ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол» — производство товарного чугуна (802 тыс. тонн за 2006 год) и труб (80 тыс. тонн); доля завода на российском рынке чугуна — 3.7%. Выручка за 2006 год — \$221 млн. 21

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ (основное сырье: руда)

Группа «Русал» — производитель алюминия и глинозема №1 в мире (12% и 15% глобального рынка соответственно), производит более 4 млн тонн алюминия и 11 млн тонн глинозема в год. Выручка за 2006 год — \$13 млрд. 23

Группа «Русская медная компания» — третий по величине производитель меди в России (164 тыс. тонн катодной меди, 18% российского рынка, 1% мирового рынка); выпускает цинковый концентрат, драгоценные металлы. Выручка за 2006 год — \$1 млрд. 25

ОАО «Уралэлектромедь» — производитель меди №2 в России (352 тыс. тонн катодной меди, 37% национального рынка), входит в состав Группы «Уральская горно-металлургическая компания». Выручка ОАО «Уралэлектромедь» за 2006 год — \$0.6 млрд, выручка Группы УГМК за 2006 год — \$3.98 млрд. 27

Группа «Новосибирский оловянный комбинат» — производство олова (2800 тонн, 99% российского рынка) и припоев (1900 тонн, 35% российского рынка). Выручка за 2006 год — \$37 млн. 29

ОСТАЛЬНЫЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

(основное сырье: металлолом и заготовки)

«Трубная металлургическая компания» (ТМК) — лидирует в России (3 млн тонн, 27% рынка) и занимает 3-е место в мире по производству стальных труб. Выручка в 2006 году — \$3.4 млрд. 31

Группа «Челябинский трубопрокатный завод» (Группа ЧТПЗ) — Занимает 2-е место в России по объемам выпуска труб (1723 тыс. тонн, 22% рынка) и входит в первую десятку мировых производителей; основная доля потребляемого сырья (штрипс и трубная заготовка) закупается у сторонних предприятий. Выручка за 2006 год — \$2.2 млрд (\$2.7 млрд с учетом цинкового дивизиона). 33

ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина» — Производство стальных труб (185 тыс. тонн) и проката (177 тыс. тонн). Завод входит в Группу «ЭСТАР», которая в 2006 году произвела 993 тыс. тонн продукции и получила выручку в размере \$676 млн. 35

Группа «Амурметалл» — Переработка лома черных металлов в сталь (807 тыс. тонн) и стальной прокат (417 тыс. тонн). Выручка за 2006 год — \$343млн. 37

ОАО «Металлургический завод им. Серова» — Производство стального проката (490 тыс. тонн) в составе Группы «Уральская горно-металлургическая компания». Выручка за 2006 год — \$292.8 млн. 39

Холдинг «Макси-Групп» — Переработка лома черных металлов в сталь (2 млн тонн) и производство стального проката (1 млн тонн); занимает 3-е место (7% рынка) по объемам переработки лома черных металлов в России. Выручка за 2006 год — \$474 млн. 41

ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов» — Выпускает метизную продукцию и крепежные изделия в составе холдинга «Макси-Групп»; занимает 10% российского рынка метизной продукции. Выручка за 2006 год — \$136.5 млн. 43

Группа «Пензтяжпромарматура» (ПТПА) — является одним из крупнейших производителей промышленной трубопроводной арматуры в России (около 20 тыс. шт.). Выручка в 2006 году — \$76 млн. 44

Промышленная группа «МАИР» (ПГ «МАИР») — крупнейшая в России компания, занимающаяся сбором, переработкой и реализацией лома черных металлов. По объемам поставок (2.3 млн тонн лома) занимает 1-е место в России (около 8% рынка) и 2-е место на Украине (около 4.5% рынка), контролирует около 4% мирового рынка. Общая выручка Группы в 2006 году — \$660 млн. 46

ОАО «РОССКАТ» (РОССКАТ) — является одним из крупнейших производителей медной катанки (36 тыс. тонн, 14% российского рынка) и лидером в производстве нефтепогружного кабеля (10 тыс. тонн, 28% рынка). Выручка в 2006 году — \$272 млн. 48

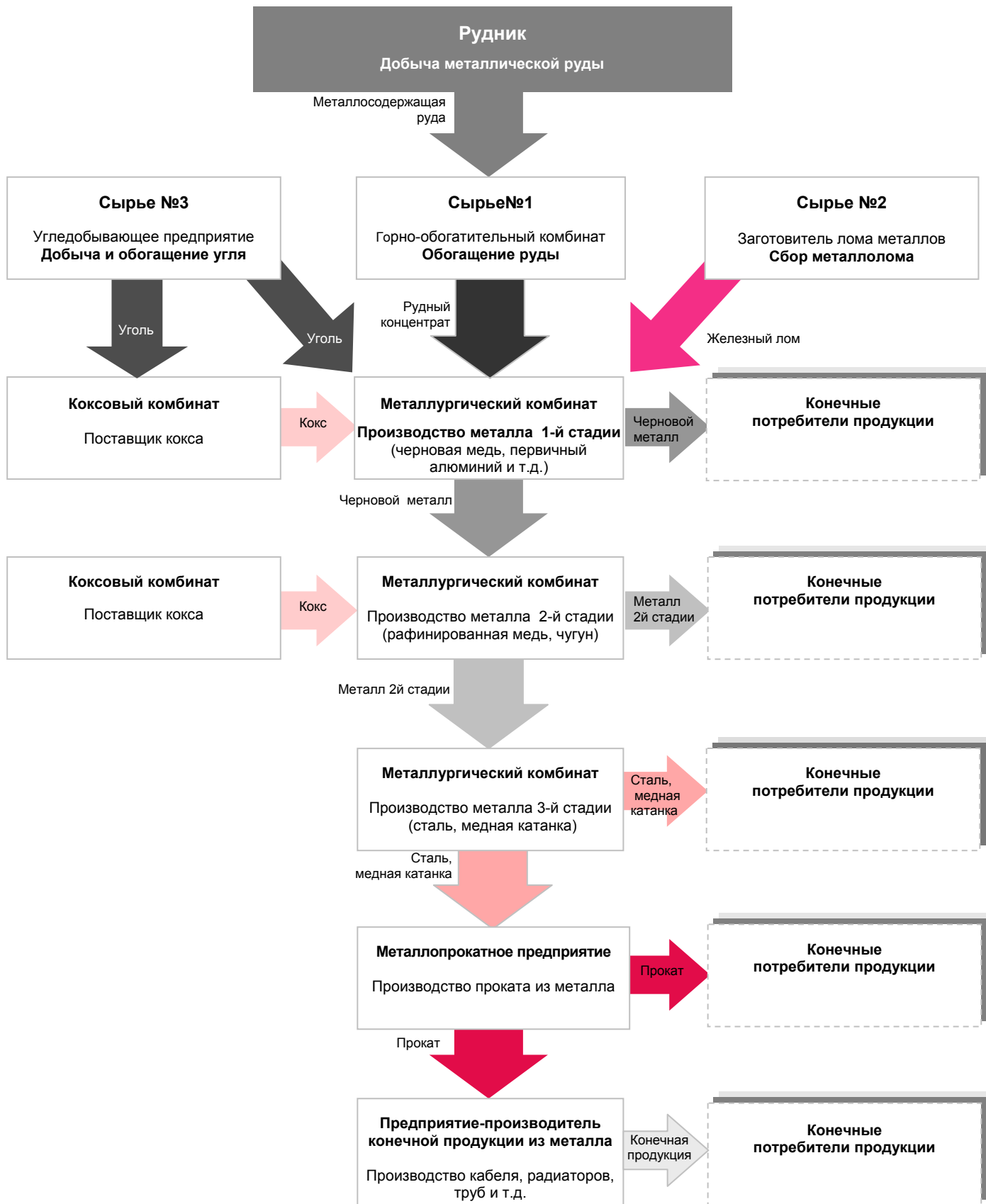
Группа «Рыбинсккабель» — выпускает кабельно-проводниковую продукцию (объем переработки меди — 22.8 тыс. тонн, доля российского рынка — порядка 4%). Выручка Группы в 2006 году составила по оценочным данным \$191 млн.	50
ГРУППА «СЕВКАБЕЛЬ» — входит в тройку лидеров по выпуску кабельно-проводниковой продукции в России (объем производства по весу металла в 2006 году — 40.5 тыс. тонн, около 7% рынка). Выручка Группы в 2006 году — \$288 млн.	52
Группа «Сталепромышленная компания» — является крупнейшим металлотрейдером в России: продажи в 2006 году — 1 млн тонн, доля на вторичном (дистрибьюторском) рынке — около 6%, выручка — \$751 млн.	54
Группа «ДиПОС» — входит в пятерку крупнейших металлотрейдеров в России (объем отгрузки в 2006 году — 830 тыс. тонн, порядка 5% вторичного дистрибьюторского рынка). Выручка за 2006 год составила \$545 млн.	56
Группа «ИНПРОМ» — является одним из крупнейших российских металлотрейдеров: объем отгрузки в 2006 году — 700 тыс. тонн, или 4–6% вторичного (дистрибьюторского) рынка. Выручка в 2006 году — \$447 млн.	58
Группа «Белон» — многопрофильный холдинг, специализирующийся на добыче и обогащении угля (3.1 млн тонн в 2006 году) и продаже металлопроката (280 тыс. тонн). Выручка за 2006 год — \$396 млн.	60
Группа «Металлсервис» занимает 2-е место среди российских металлотрейдеров: продажи в 2006 году составили 931 тыс. тонн, доля на вторичном (дистрибьюторском) рынке — около 5%; выручка, по собственным данным, — \$719 млн.	62
Группа «Хайлэнд Голд» («Highland Gold Mining Ltd») является одной из крупнейших золотодобывающих компаний в России: в 2006 году она занимала 4-е место в стране, произведя 167.5 тыс. унций (5.2 тонн) золота, или более 3% российской добычи. Выручка в 2006 году — \$102 млн (прогноз на 2007 год — \$110 млн).	64
ОАО «Золото Селигдара». Группа «Артель старателей «Селигдар» — золотодобывающая компания (в 2006 и 2007 годах произвела 2 и 2.1 тонны золота соответственно). Выручка за 2006 год — \$40 млн.	66
«Самарский резервуарный завод». Группа «Волгабурмаш» является лидером по выпуску буровых долот в России (около 100 тыс. шт. за 2006 год, более 80% рынка) и входит пятерку мировых производителей с долей около 10%. По данным компании, выручка за 2006 год составила примерно \$270 млн.	68
Группа «Магнезит» является крупнейшим российским производителем огнеупорных материалов (произведено 1.6 млн. тонн за 2006 год, что составляет 40% российского рынка и 36% рынка СНГ). Выручка за 2006 год — \$329 млн.	70

Сравнение финансовых показателей эмитентов металлургического сектора

Черная металлургия (основное сырье: руда).....	72
Цветная металлургия (основное сырье: руда).....	73
Остальные металлургические предприятия (основное сырье: металлолом и заготовки).....	74
Карта эмитентов металлургического сектора.....	78
ВЫВОДЫ	79
История обновлений обзора.....	80

Характеристика металлургической отрасли

Схема деятельности металлургических предприятий



Основные особенности металлургической отрасли

E.Vorobiev@kf.ru

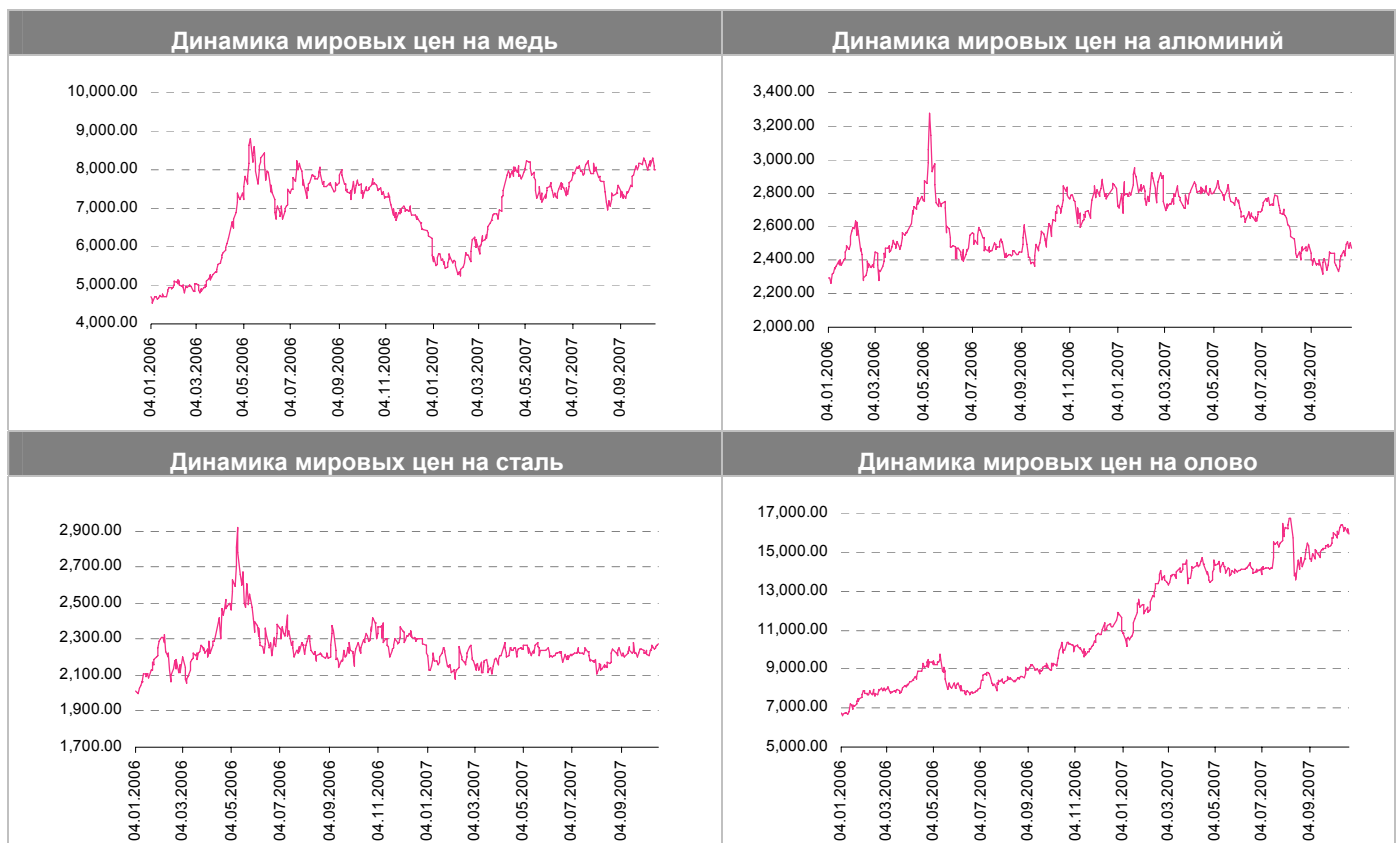
В общем виде бизнес производителей металла выглядит следующим образом (если мы говорим о вертикально-интегрированных холдингах, охватывающих полный цикла переработки металла): на месторождениях добывается металлосодержащая руда (железная, медная, оловянная, цинковая и т.д.), которая затем на горно-обогатительном комбинате перерабатывается в металлосодержащий концентрат. Для сокращения транспортных издержек ГОКи обычно расположены в непосредственной близости от залежей полезных ископаемых, но встречаются и исключения (в этом случае сырье доставляется к месту обогащения, обычно ж/д транспортом).

Далее концентрат поступает на металлургический комбинат, где из него изготавливается «первичный» металл (черновая медь, первичный алюминий). В этом процессе используется металлургический кокс, производимый на коксовых комбинатах из концентрата угля (последний, в свою очередь, отгружается с угледобывающих предприятий, где уголь добывается и обогащается). В качестве еще одного компонента может использоваться металлолом (крупные холдинги обычно имеют в своем составе заготовительные предприятия).

Металл 1-й стадии переработки — уже готовый товар. Он может реализовываться внешним потребителям, однако чаще поступает на следующую стадию передела, где из него делают металл 2-й стадии переработки (рафинированную медь, товарный алюминий). Металл 2-й стадии также является готовым товаром и может направляться сторонним потребителям. Также из него изготавливают изделия с более высокой добавленной стоимостью, например, медную катанку, которая используется для производства уже готовых изделий — кабеля, радиаторов и т.д.

Если рассматривать черную металлургию, то можно выделить три этапа переработки металла: из железосодержащей руды получают чугун, из чугуна выплавляют сталь. Чугун и сталь отгружаются внешним потребителям как товарный металл либо поступают в прокатное производство, выпускающее стальной лист или различные профили. Далее из проката могут изготавливаться товары с высокой добавленной стоимостью (например трубы).

Эффективность бизнеса металлопроизводителей в значительной степени зависит от колебаний мировых цен как на сырье (металлическую руду, металлолом, кокс, уголь), так и на конечный продукт. Динамика стоимости основных металлов отличается высокой волатильностью (см. диаграммы):



Как одну из особенностей металлургического бизнеса можно отметить его высокую доходность — в среднем рентабельность по EBITDA за 2006 год по отрасли составила около 30%. Причем интересен тот факт, что наличие у предприятия собственной сырьевой базы значительно повышает рентабельность деятельности и снижает риски. Наибольшую эффективность демонстрируют вертикально-интегрированные холдинги, контролирующие весь технологический цикл: от добычи руды до выпуска конечного продукта с высокой добавленной стоимостью (их рентабельность может достигать 35–38%).

Наименьшую эффективность показывают заводы, не имеющие собственного рудоплавильного производства — они применяют в качестве сырья только металлолом. Также невысокой рентабельностью отличаются заводы, которые используют как исходный продукт готовый металл (для изготовления продукции более высокой стадии передела либо проката).

Ведущие отечественные металлургические холдинги уже достаточно тесно интегрированы в глобальную экономику и активно сотрудничают с зарубежными потребителями. Так, например, Группа «Мечел» экспортирует половину своей продукции, холдинг ММК — 46% и т.д. Мировой рынок металлов характеризуется острой конкуренцией между странами–производителями.

Необходимо отметить тот факт, что бизнес по производству металлов характеризуется высокой капиталоемкостью и требует значительных инвестиций в поддержание и расширение производственной и сырьевой базы, что уменьшает вероятность появления новых игроков. Например, наиболее прогрессивный метод выплавки стали — в электродуговых печах — сопряжен с огромными затратами электроэнергии; оборудование для добычи, обогащения руды и всех стадий производства металла, как правило, очень дорогое.

Частично по этой причине отрасль отличается сильной степенью концентрации — львиную долю каждого вида металлов выпускают несколько профильных холдингов, каждый из которых отличается определенной специализацией. При этом доминирующее предприятие не обязательно крупное: скажем, размер активов Новосибирского оловянного комбината, выплавляющего 99% олова, едва превышает \$70 млн.

Большинство российских металлургических холдингов были сформированы в 1990-е годы по схожему сценарию: как правило, у истоков стоял какой-либо крупный металлургический завод либо добывающее предприятие, приобретенное в ходе приватизации, которое постепенно «обрастало» дополнительными активами (производственными, сырьевыми, генерирующими), стремясь сформировать наиболее эффективную структуру — от добычи руды до производства конечного продукта.

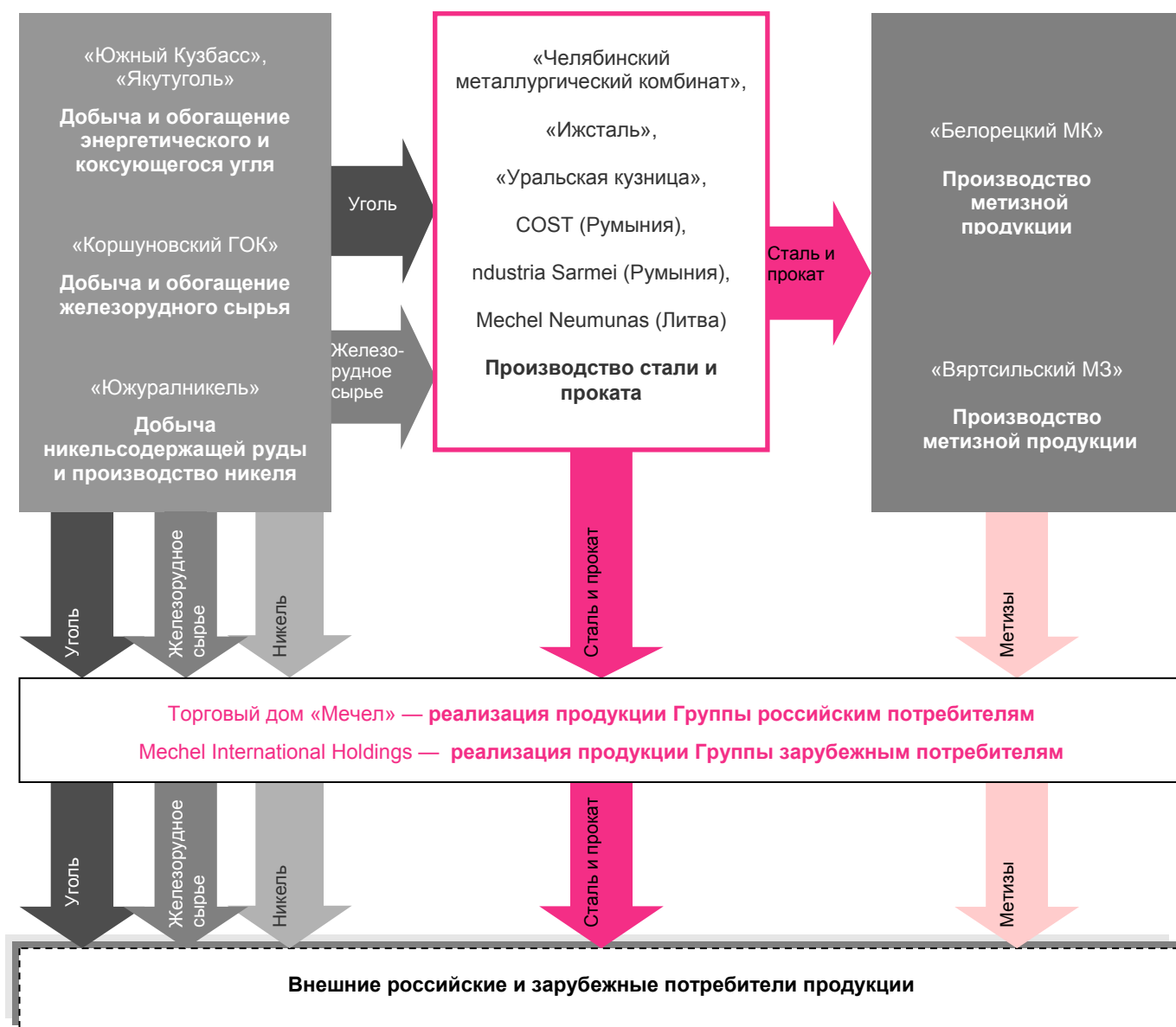
Обзор эмитентов металлургического сектора

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ (основное сырье: руда)

Группа «Мечел» (1-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Добыча угля (2-е место в России), производство стального проката (6-е место в России), железной руды и никеля; выручка за 2006 год — \$4.4 млрд.



Здесь и далее в графиках:



- отмечены внешние поставщики продукции, не входящие в структуру производственных холдингов

- отмечены внешние потребители продукции, не входящие в структуру производственных холдингов

Группа «Мечел» представляет собой вертикально-интегрированную структуру, контролирующую всю технологическую цепочку от добычи руды до выпуска изделий с высокой добавленной стоимостью, что благоприятно сказывается на рентабельности деятельности Группы (рентабельность EBITDA за 2006 год — 25%);

Группа занимает 2-е место в России по объемам добычи угля; 6-е — по объемам выпуска металлургической продукции; около половины производимой продукции (уголь, никель, сталь) реализуется на экспорт.

Группа включает в себя два дивизиона:

- горнорудный — добыча угля (коксуемого и энергетического), железной руды и никеля. Дивизион генерирует 29% выручки и 64% EBITDA Группы, рентабельность EBITDA — 42%. Добывающие активы Группы сконцентрированы в Сибири, Казахстане и на Дальнем Востоке;
- металлургический — производство стального сортового и листового проката; метизов, штамповок и поковок. Дивизион генерирует 70% выручки и 35% EBITDA, рентабельность EBITDA — 9%. Сталелитейные активы Группы находятся в России, Литве и Румынии; крупнейший из них — «Челябинский металлургический комбинат» (80% всех металлургических мощностей).

Группа «Мечел» практически полностью обеспечена собственным сырьем: масштабы добычи позволяют на 100% покрывать потребности металлургического дивизиона в коксуемом угле, на 97% — в железной руде и на 49% — в никеле.

Выручка Группы «Мечел» за 9M07 - \$4.65 млрд, EBITDA - \$1.2 млрд, чистая прибыль – \$0.7 млрд. Показатели по выручке и чистой прибыли уже превысили объемы за 2006 год, считаем такие результаты работы позитивной новостью для Группы.

Группа проводит масштабные инвестиции в расширение сырьевых и перерабатывающих активов: так, в октябре 2007 года она купила за \$2.3 млрд 75% акций «Якутугля» и 68.86% «Эльгаугля». Последняя разрабатывает крупнейшее в России месторождение с запасами в 558 млн т коксуемого и энергетического угля.

Группа предоставляет аудированную отчетность в формате US GAAP.

Акции ОАО «Мечел» включены в листинг Нью-йоркской фондовой биржи.

Риски:

- Группа реализует на экспорт 49% производимой продукции — возможно возникновение политических, таможенных, валютных, транспортных рисков;
- зависимость бизнеса Группы от колебаний мировых цен на сталь, железную руду и уголь.

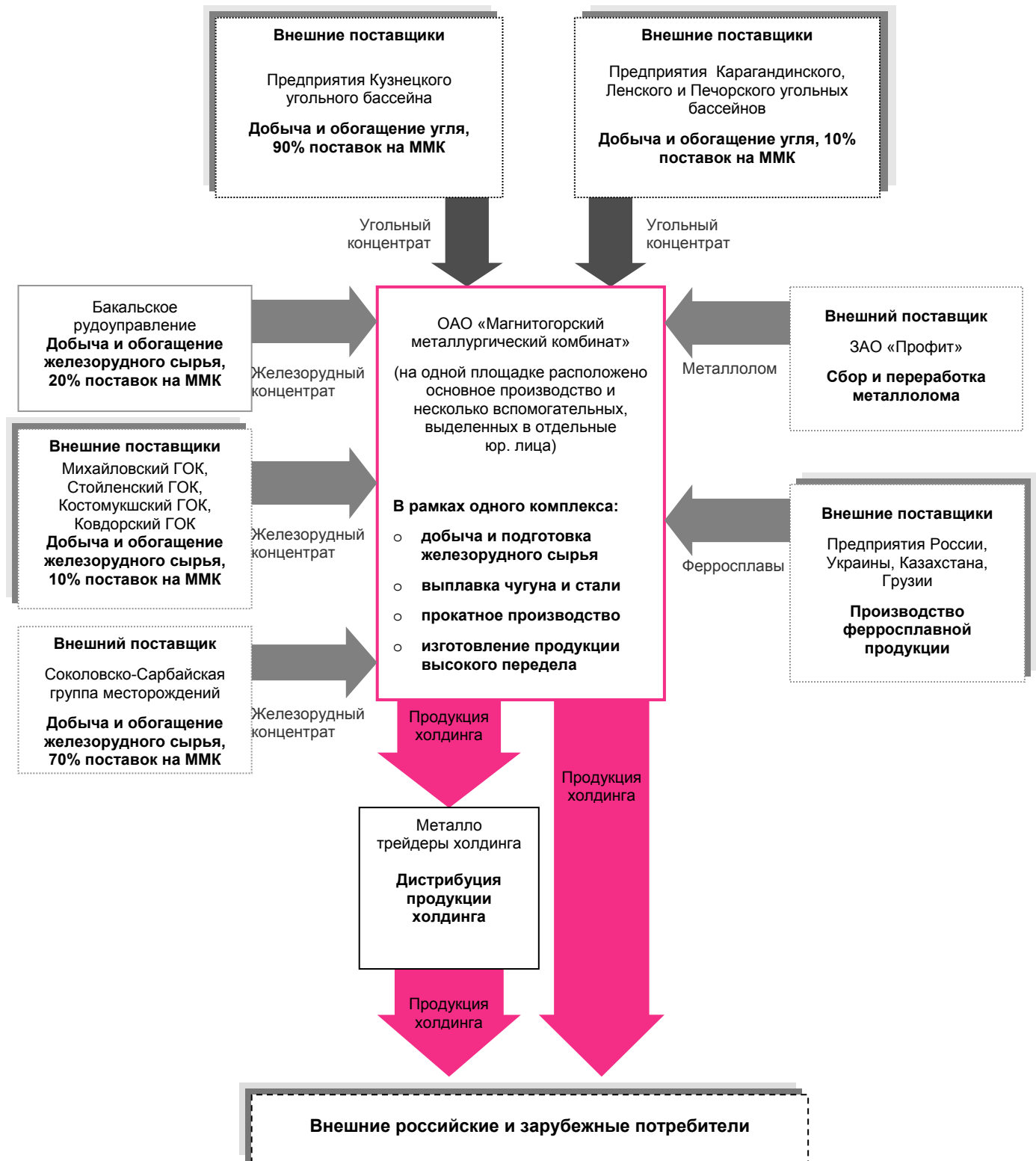
Финансовые показатели Группы «Мечел» по US GAAP, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9M07
Выручка	3 805	4 398	15.6%	2 980	4 647.0
EBITDA	733	1099	49.9%	814	1 205.0
Чистая прибыль	381	603	58.3%	нет данных	706.0
Активы	3 600	4 449	23.6%	нет данных	5 703.0
Финансовый долг	434	489	12.7%	нет данных	1 035.0
Собственный капитал	2 210	2 865	29.6%	нет данных	3 288.0
Финансовый долг/Активы	12.1%	11.0%	-1.1 п.п.	нет данных	18.1%
Финансовый долг/EBITDA	0.6x	0.4x	-0.2x	-	0.6
Рентабельность по EBITDA	19.3%	25.0%	5.7 п.п.	27.3%	25.9%

Группа «Магнитогорский металлургический комбинат» (1-й эшелон)

Рейтинги: S&P: ВВ/Позитивный; Moody's: Вa2/Стабильный; Fitch: ВВ/Стабильный

Входит в двадцатку крупнейших мировых производителей стали, занимает 2-е место в России по объемам выпуска металлопродукции (17% национального рынка); выручка за 2006 год — \$6.4 млрд.



Холдинг «ММК» входит в двадцатку крупнейших мировых производителей стали; занимает 17% российского рынка (с учетом импорта). В 2006 году выпустил 11.3 млн тонн металлопродукции. В холдинге занято более 55 тысяч человек.

Основной производственный актив, ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», генерирует 60% выручки Группы. Технологический цикл комбината включает в себя все стадии передела: добычу и подготовку железорудного сырья; выплавку чугуна и стали; прокатное производство; изготовление конечной продукции.

По результатам I полугодия 2007 года выручка холдинга ММК составила \$4 млрд (+44% к результатам I полугодия 2006 года), EBITDA — \$1.2 млрд (+54%), чистая прибыль — \$866 млн (+47%).

В 2006 году объем инвестиций в развитие производственных мощностей составил \$553 млн, из которых более 80% — собственные средства.

До недавнего времени ММК практически не имел собственных источников сырья. Чтобы исправить ситуацию, холдинг осуществил ряд шагов:

- в 2007 году заключил 10-летний контракт на поставку железной руды с Соколовско-Сарбайской группы месторождений (основной поставщик);
- приобрел 51% акций Бакальского рудоуправления в Челябинской области, увеличив обеспеченность собственной железной рудой до 20%;
- в 2006 году выиграл аукцион на право разработки Приоскольского месторождения в Белгородской области, на котором построит горно-обогатительный комбинат мощностью 25 млн тонн руды в год (стоимость проекта — \$1 млрд);
- в 2007 году купил более 5% акций австралийской Fortescue Metals и планирует наращивать долю;
- в октябре 2007 года приобрел 10.75% акций ОАО «Белон» (добыча коксующегося угля). До сих пор комбинат имел лишь один угольный актив — ЗАО УК «Казанковская», которым владеет на паритетных началах с Группой «ЕвразХолдинг».

Холдинг генерирует 90% необходимой электроэнергии на собственных источниках.

В корпоративной стратегии развития основной акцент сделан на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью (в 2006 году ее доля составила 82% от общего объема товарной продукции ММК).

В апреле 2007 года в ходе IPO на LSE ОАО ММК привлекло \$1 млрд.

Риски:

- слабая собственная ресурсная база холдинга; основной объем сырья (железной руды, угля, ферросплавов) поступает от внешних контрагентов;
- в производстве используются мартеновские печи (устаревший способ выплавки металла); первая электродуговая печь была запущена в эксплуатацию в апреле 2006 года;
- группа в 2006 году реализовала на экспорт 46% выпущенной продукции — возникают политические, таможенные, валютные, транспортные риски.

Финансовые показатели холдинга ММК по US GAAP, \$ млн

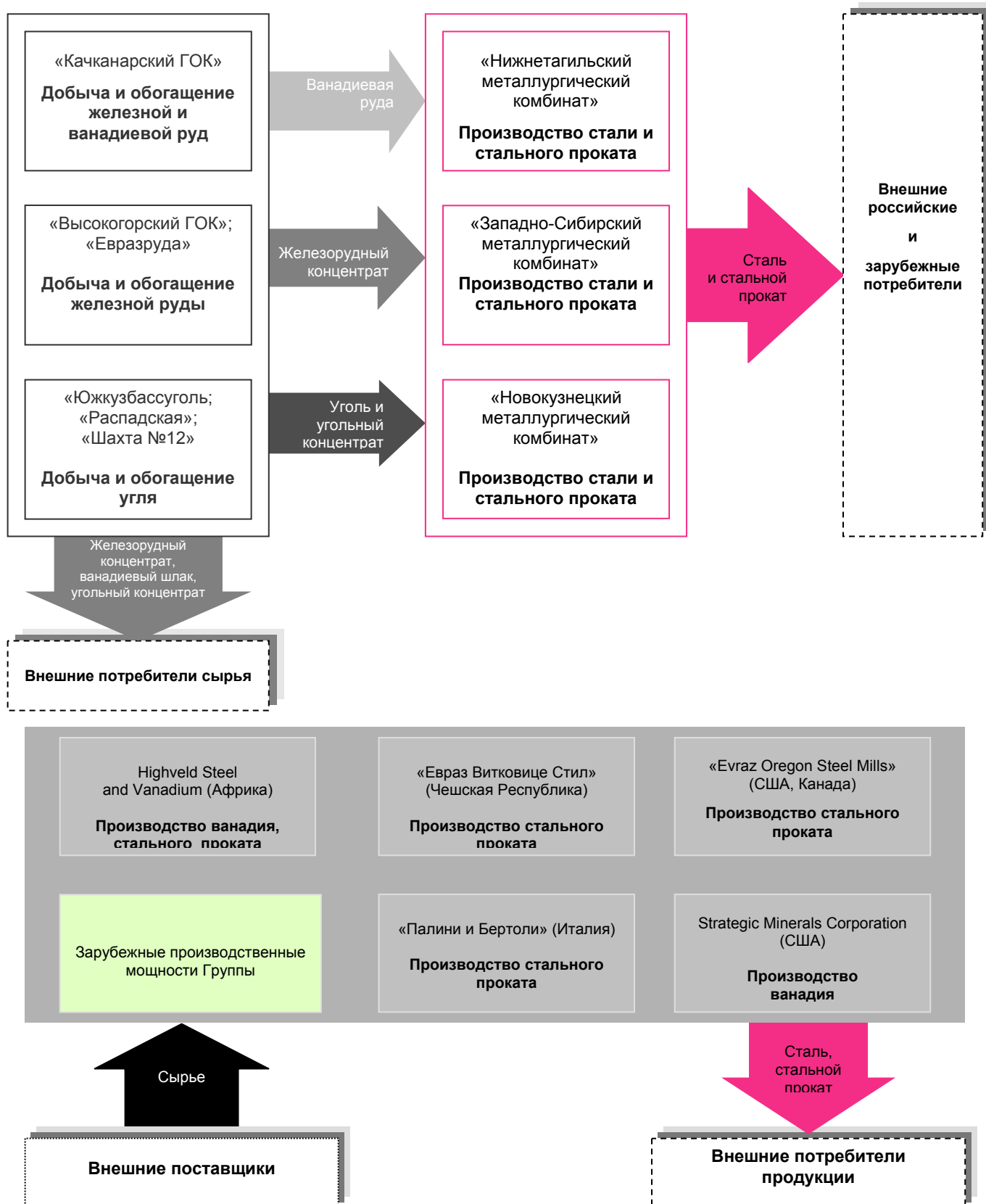
Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9М07
Выручка	5 380	6 424	19.4%	4 000	6 150.0
EBITDA	1 511	2 005	32.7%	1 205	Валовая прибыль: 2 506.0
Чистая прибыль	947	1 426	50.6%	866	1 393.0
Активы	4 854	5 689	17.2%	нет данных	8 444.0
Финансовый долг	639	1 006	57.4%	нет данных	1 198.0
Собственный капитал	3 677	4 027	9.5%	нет данных	6 172.0
Финансовый долг/Активы	13.2%	17.7%	4.5 п.п.	нет данных	14.2%
Финансовый долг/EBITDA	0.4	0.5	0.1x	-	Финансовый долг/Валовая прибыль: 0.4x
Рентабельность EBITDA	28.1%	31.2%	3.1 п.п.	30.1%	Рентабельность по Валовой прибыли: 40.7%

Группа «ЕвразХолдинг» (1-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Рейтинги: S&P: BB-/позитивный, Moody`s: Ba2/позитивный, Fitch: BB/стабильный

Производство стали и стального проката (основной источник выручки), ванадия, добыча железной и ванадиевой руд, угля. Собственная ресурсная база обеспечивает 80% потребности Группы в железорудном сырье и 84% — в угле. Выручка за 2006 год — \$8.3 млрд.



Группа «ЕвразХолдинг» — один из крупнейших российских производителей металлопродукции; занимается добычей железной и ванадиевой руды, угля, выпуском стали и стального проката, ванадия. Мощности Группы расположены в России, Италии, Чешской Республике, США, Канаде и Африке.

В 2006 году Группа произвела 16 млн тонн металлопродукции, на экспорт было реализовано 56%.

По результатам I полугодия 2007 года выручка Группы составила \$6 млрд (+57% к I полугодю 2006 года), EBITDA — \$2 млрд (+87%), чистая прибыль — \$1.16 млрд (+91%); рентабельность деятельности по EBITDA колеблется в пределах 32–34%.

В состав холдинга входят подразделения, обеспечивающие 80% внутренней потребности в железорудном сырье и 84% — в угле.

Группа «ЕвразХолдинг» является единственным производителем ванадийсодержащей железной руды в России.

В 2006 году объем инвестиций в развитие производственных мощностей Группы составил \$626 млн.

Акции холдинга (компания Evraz Group S.A.) включены в листинг Лондонской фондовой биржи.

Риски:

- некоторый рост финансового долга в 1 полугодии 2007 года, что, впрочем, не оказывает негативного влияния на кредитное качество компании;
- высокая доля реализации продукции на экспорт (56%) обуславливает возможность возникновения политических, таможенных, валютных, транспортных рисков.

Финансовые показатели Группы «ЕвразХолдинг» по МСФО за 2005–2006 годы, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1Н2006	1Н2007 год	Изменение
Выручка	6 508	8 292	27.4%	3 825	6 023	57.5%
ЕБИТДА	1 859	2 647	42.4%	1 096	2 050	87.0%
Чистая прибыль	1 053	1 459	38.6%	608	1 162	91.1%
Активы	6 754	8 522	26.0%	8 511	14 446	69.7%
Финансовый долг	2 380	2 638	10.8%	2 649	5 224	97.2%
Собственный капитал	2 887	4 250	47.2%	4 233	5 192	22.7%
Финансовый долг/Активы	35.2%	31.0%	-4.3 п.п.	31.1%	36.2%	5.0 п.п.
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.3x	1.0x	-0.3x	1.2x*	1.27x*	0.07x
Рентабельность по EBITDA	28.6%	31.9%	3.4 п.п.	28.7%	34.0%	5.4 п.п.

* EBITDA приведена к годовому значению

В состав Группы «ЕвразХолдинг» входят:

– стальной дивизион:

- субхолдинг «Нижнетагильский металлургический комбинат» (в 2006 году произвел 7.3 млн тонн стали, в т.ч. 6.6 млн тонн проката);
- субхолдинг «Западно-сибирский металлургический комбинат» (5.6 млн тонн стали, в т.ч. 5 млн тонн проката);
- субхолдинг «Новокузнецкий металлургический комбинат» (1.4 млн тонн стали, 1.8 млн тонн проката);
- «Евраз Витковице Стил» (Чешская Республика) (0.8 млн тонн проката);
- «Палини и Бертоли» (Италия) (0.4 млн тонн проката);
- «Evraz Oregon Steel Mills» (США, Канада) (производитель проката, вошел в Группу в 2007 году).

– ванадиевый дивизион:

- Strategic Minerals Corporation (США) (в 2006 году произвела 1506 тонн ванадия);
- Highveld Steel and Vanadium (Южная Африка) (в 2006 году произведено 80 000 тонн ванадия, 0.8 млн тонн проката).

– добыча и обогащение руды:

- «Качканарский ГОК» (за 2006 год добыто 8.9 млн. железной и ванадиевой руды);
- «Высокогорский ГОК» (2.4 млн тонн железной руды);
- «Евразруда» (5.7 млн тонн железной руды).

– добыча и обогащение угля:

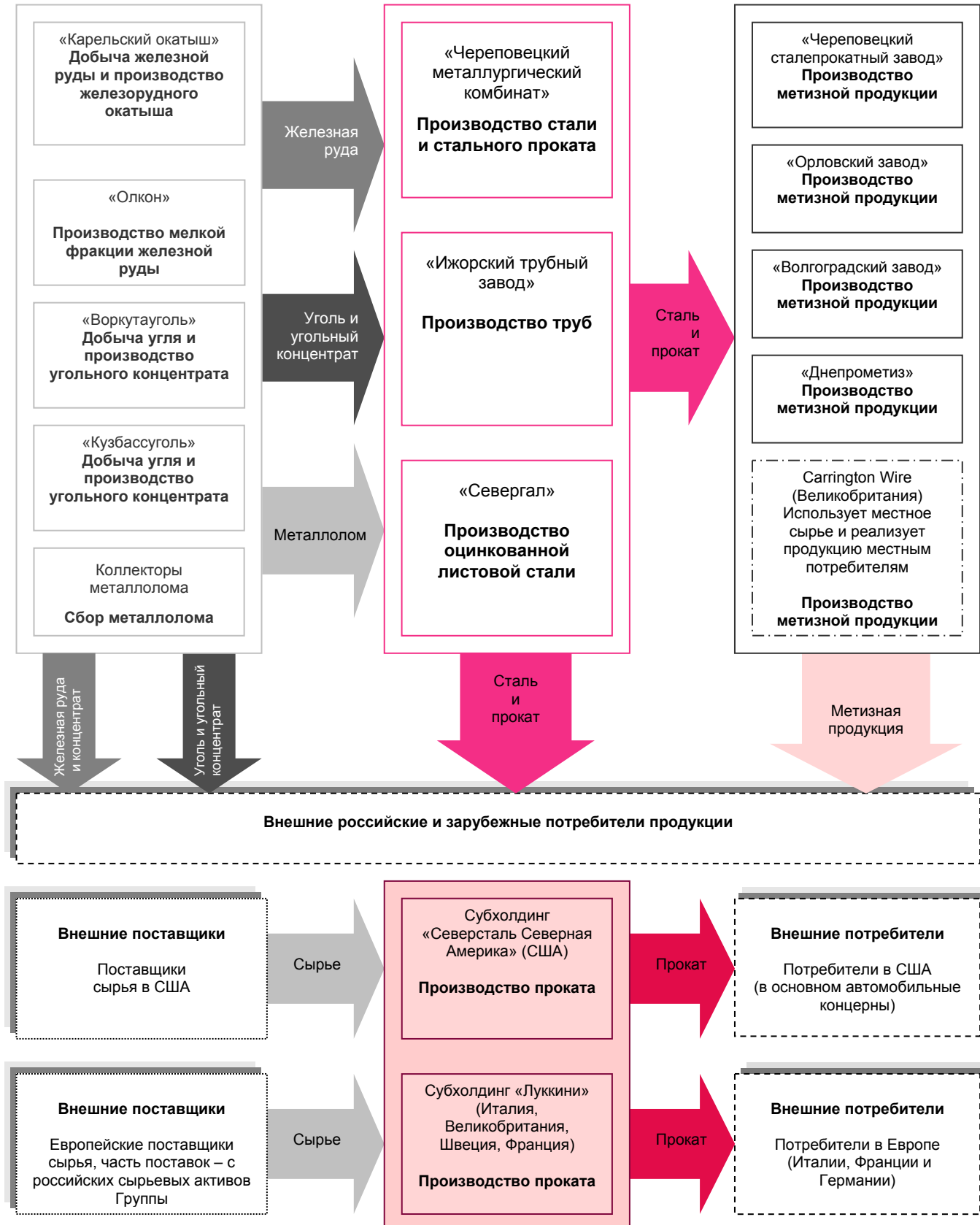
- субхолдинг «Южжубассуголь» (в 2006 году добыл 16.1 млн тонн угля);
- субхолдинг «Распадская» (9.2 млн тонн угля).

Группа «Северсталь» (1-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Рейтинги: S&P: BB/стабильный, Moody's: Ba2/стабильный, Fitch: BB-/позитивный

Производитель стали №1 в России (16% рынка, 13-е место в мире); добыча и обогащение железной руды и угля. Выручка за 2006 год — \$ 12.4 млрд.



Группа «Северсталь» — крупнейший производитель стали и стальной продукции в России (16% рынка), занимает 13-е место в мире. Подразделения Группы расположены в России, США, Италии, Франции, Великобритании и Украине.

Группа является лидером по выпуску и экспорту метизной продукции (30% производства и 52% российского экспорта); горнодобывающий сегмент Группы находится на 2-м месте в России по объемам добычи и производства окатышей и коксующегося угля.

За 2006 год Группа произвела 17.6 млн тонн стали, из которых 40% было поставлено внутренним потребителям, 35% — в Европу, 19% — в США. В холдинге занято более 100 000 человек.

По результатам работы за 9М07 выручка Группы «Северсталь» составила \$10.7 млрд, EBITDA — \$3.32 млрд, чистая прибыль — \$1.4 млрд. Холдинг отличается низкой долговой нагрузкой: отношение «Долг/EBITDA» на 01.10.07 равнялось 0.7х. Показатели по EBITDA и чистой прибыли уже превысили объемы за 2006 год, считаем такие результаты работы позитивной новостью для Группы.

Группа «Северсталь» состоит из пяти дивизионов:

1. «Российская сталь» (дивизион сгенерировал 46% выручки за 2006 год, произвел 11.3 млн тонн стали, 10 млн тонн проката) — включает в себя «Череповецкий металлургический комбинат», «Севергал», «Ижорский трубный завод»;
2. «Луккини» (27% выручки, 3.6 млн тонн проката): Piombino, Ascometal, Sidermeccanica;
3. «Северсталь Северная Америка» (16% выручки, 2.6 млн тонн проката): Dearborn, Double Eagle, Spartan Steel, Delaco Processing, Mountain State, FDS Coke Holdings;
4. «Метизный сегмент» (7% выручки, 1.1. млн тонн металлоизделий): «Череповецкий сталепрокатный завод», «Орловский завод», «Волгоградский завод», «Днепромметиз», Carrington Wire;
5. «Горнодобывающий сегмент» (4% выручки, 14 млн тонн окатышей и железной руды, 9.7 млн тонн угля): «Карельский окатыш», «Олкон», «Воркутауголь», «Кузбассуголь», компании по сбору металлолома.

Объем производства стали за 2007 год сохранился на уровне 2006 года и составил около 17,5 миллиона тонн, угля – уменьшился на 16% до 4,4 млн. тонн, железной руды – увеличился на 16% до 4,3 млн. тонн.

Инвестиции в расширение производственных мощностей Группы за 2006 год исчисляются в \$1.14 млрд; программа на 2007 год — порядка \$ 1.3 млрд.

Стратегия развития бизнеса направлена на увеличение выпуска нишевой продукции с высокой добавленной стоимостью, в том числе высококачественного проката для автомобилестроения и труб большого диаметра:

- в 2006 году Группа ввела в эксплуатацию «Ижорский трубный завод» в г. Колпино (Россия), рассчитанный на выпуск 650 тыс. тонн труб большого диаметра для строительства магистральных газо- и нефтепроводов;
- на заводе «Севергал» запущена линия производства горячеоцинкованного проката мощностью 400 тыс. тонн в год.

В ноябре 2006 года Группа привлекла более \$1 млрд в рамках IPO, разместив свои акции в России и GDR на Лондонской фондовой бирже.

Группа «Северсталь» в начале февраля 2008 сообщила, что договорилась с ArcelorMittal о продаже 97,59% акций «Шахты «Березовская» и 99,35% акций «Шахты «Первомайская», углеобогатительной фабрики «Северная» (часть «Березовской»), угольного участка «Жерновская-3». Кроме того, ArcelorMittal выкупит 100% акций «Шахты «Анжерская». Совокупные резервы на месторождениях, где работают все три шахты, - 140 млн т, производство в 2007 году – 3.14 млн. т угля.

Необходимо отметить, что даже после продажи этих угольных активов «Северсталь» будет обеспечена собственным углем не менее чем на 80%, т.е. указанная сделка не окажет значительного влияния на кредитное качество Группы

Риски:

- в производстве в ряде случаев еще используются мартеновские печи (устаревший способ выплавки металла), что ограничивает рост рентабельности;
- нет полной информации по размеру покрытия потребности Группы в ресурсах за счет собственной сырьевой базы.

Финансовые показатели Группы «Северсталь» по МСФО, \$ млн

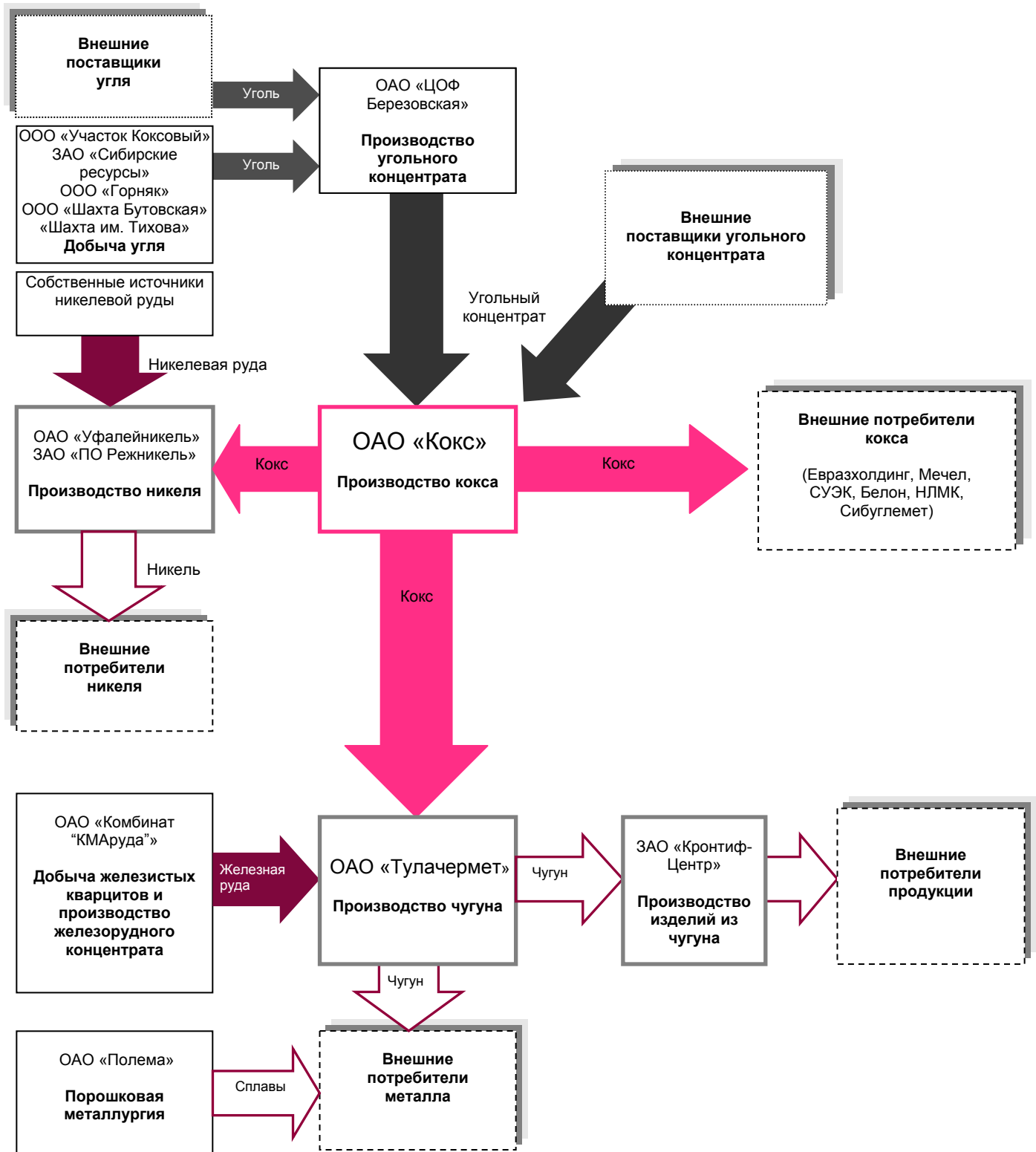
Показатель	2005	2006	Изменение	1П2006	1П2007	Изменение	9М2007
Выручка	10 432	12 423	19.1%	5 883	7 711	31.1%	10 734.0
EBITDA	3 054	2 987	-2.2%	1 670	2 670	59.9%	Валовая прибыль: 3 327.0
Чистая прибыль	1 759	1 231	-30.0%	447	1 039	132.4%	1 367.0
Активы	15 334	18 806	22.6%	14 036	19 685	40.2%	20 614.0
Финансовый долг	2 925	3 002	2.6%	1 915	2 869	49.8%	3 139.0
Собственный капитал	8 397	11 678	39.1%	9 148	12 399	35.5%	12 776.0
Финансовый долг/Активы	19.1%	16.0%	-3.1%	13.6%	14.6%	+1.0 п.п.	15.2%
Финансовый долг/EBITDA	1.0x	1.0x	0.0x	0.6x*	0.5x*	-0.1x	Финансовый долг/Валовая прибыль: 0.7x*
Рентабельность по EBITDA	29.3%	24.0%	-5.3%	28.4%	34.6%	6.2 п.п.	Рентабельность по валовой прибыли: 31.0%

* EBITDA приведена к годовому значению

Группа «Кокс» (2-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Выпуск кокса (3 млн тонн в год); производство товарного чугуна (15% мирового объема). Выручка Группы «Кокс» за 2006 год — \$946 млн.



Бизнес Группы «Кокс» (или «Промышленно-металлургический холдинг») структурирован по трем функциональным дивизионам:

- Угледобыча и коксохимия;
- Черная металлургия;
- Цветная металлургия.

Главный промышленный актив Группы «Кокс» — Кемеровский коксохимический завод (ОАО «Кокс»), ежегодно выпускающий свыше 2 млн тонн кокса. В мае 2007 года ОАО «Кокс» ввело в эксплуатацию новую коксовую батарею, в результате чего мощности завода по выпуску товарного кокса увеличились до 2.9–3.0 млн тонн в год.

ОАО «Кокс» выступает держателем крупных пакетов акций и долей в основных угледобывающих предприятиях «Промышленно-металлургического холдинга», ряде металлургических активов и фактически является базовой компанией всего холдинга. В настоящий момент в подразделениях Группы «Кокс» работает 24 тыс. человек.

Ключевым предприятием Группы «Кокс» в черной металлургии и одним из крупнейших потребителей продукции ОАО «Кокс» является ОАО «Тулачермет» — ведущий российский производитель и экспортер товарного чугуна (15% мирового рынка). Группа «Кокс» управляет ОАО «Тулачермет» и владеет 14% его уставного капитала.

В апреле 2007 года к Группе присоединились словацкие сталелитейные заводы Slovenske industrije jekla (SIJ) общей мощностью 500 тыс. т стали в год. SIJ — семь компаний, важнейшими из которых являются Acroni (производитель плоского стального проката) и Metal Ravne (производитель сортового стального проката).

Согласно проформе МСФО за 2006 год, выручка Группы составила \$946 млн (+22% к 2005 году), EBITDA — \$270 млн (+35%), рентабельность по EBITDA — 28.4%.

Долг Группы увеличился в 2006 году до \$525 млн против \$99.8 млн за 2005 год; отношение «Долг/EBITDA» повысилось до 2.0x.

Бизнесом всей Группы управляет ООО «Управляющая Компания «Промышленно-металлургический холдинг»». Основные владельцы Группы «Кокс» — Зубицкий Е.Б. (35%), Зубицкий А.Б. (30%), Зубицкий Б.Д. (29%).

Группа предоставляет отчетность в формате МСФО (аудитор — PWC).

В начале 2008 года Группа продала весь принадлежавший ей пакет акций в 80,14% (доля в обыкновенных акциях — 90,5%) «Ванадий-Тула» (производитель феррованадия) — структуре новокузнецкой Сибирской горно-металлургической компании. Причиной продажи актива стало отсутствие собственного сырья у «Ванадий-Тулы». Сырьевой базой завода являются шлаки, поставляемые комбинатами Evgaz Group. Считаем, что данная сделка не окажет влияния на кредитное качество Группы, т.к. основная выручка и прибыль генерируется за счет других направлений деятельности.

Риски:

- с учетом ввода новых мощностей Группа обеспечена собственным сырьем для производства кокса (углем) на 30%;
- основной объем реализации кокса (68%) идет через ОАО «Тулачермет», которое пока не полностью интегрировано в Группу;
- сезонность рынка кокса: объем спроса зависит от динамики производства металлов, в т.ч. чугуна.

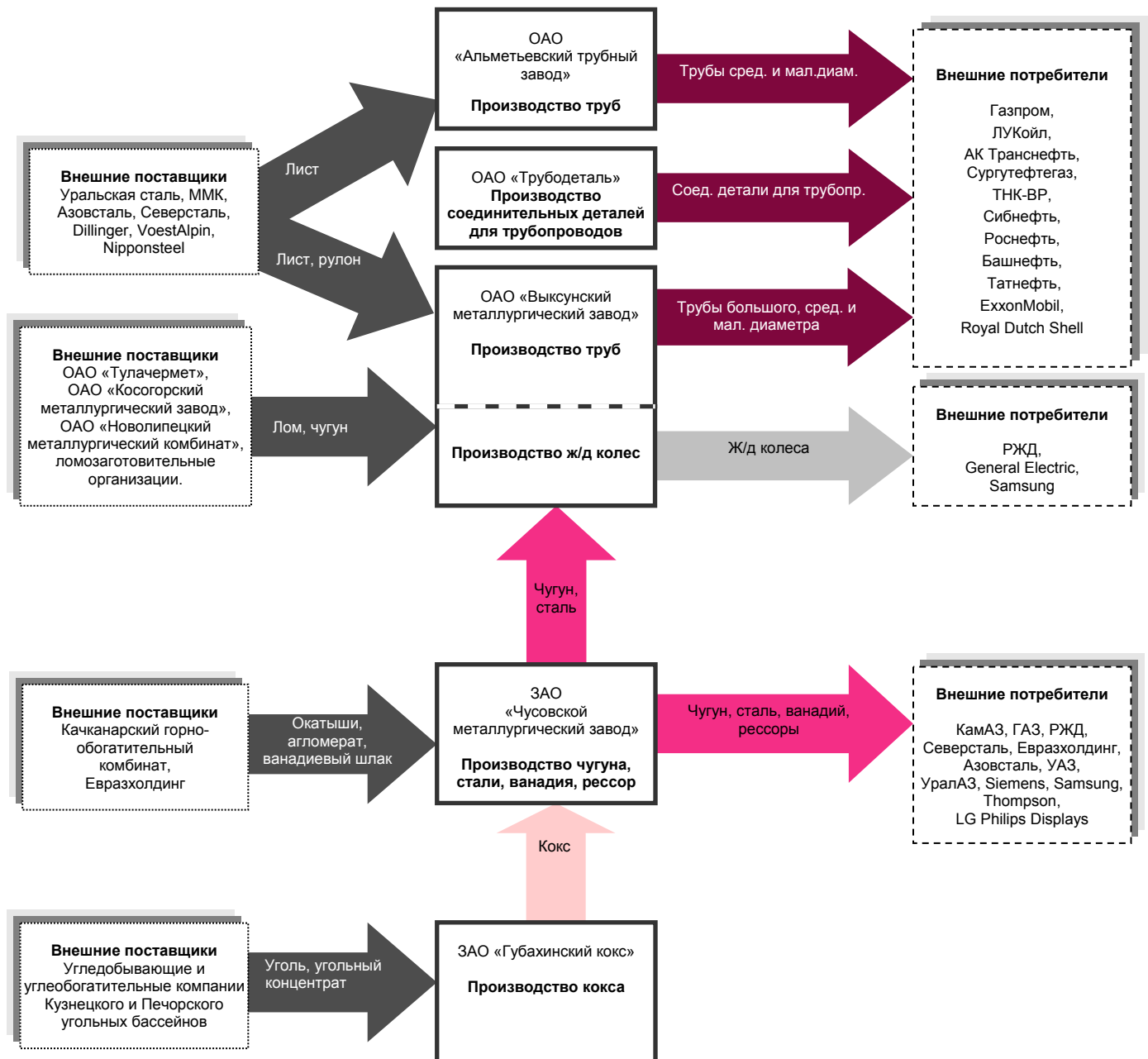
Финансовые показатели Группы «Кокс» за 2005–2006 годы, \$ млн.

Показатель	2005	2006	Изменение
Отчетность	МСФО	МСФО (проформа)*	
Выручка	742.7	945.8	27.3%
EBITDA	190.7	269.0	41.1%
Чистая прибыль	159.9	76.9	-51.9%
Активы	643.8	1388.4	115.7%
Финансовый долг	99.8	525.3	426.4%
Собственный капитал	457.7	611.4	33.6%
Финансовый долг/Активы	15.5%	37.8%	+22.30п.п
Финансовый долг/EBITDA	0.5x	2.0x	1.5x
Рентабельность по EBITDA	25.7%	28.4%	+2.70п.п

*В 2006 году Группа «Кокс» приобрела ОАО «Уфалейникель», ЗАО «ПО Режникель», ОАО «Комбинат «КМАруда»». При этом показатели этих предприятий включаются в отчетность ОАО «Кокс» только с момента получения юридического контроля. В связи с этим менеджмент Группы «Кокс» подготовил проформу консолидированной отчетности с допущением, что приобретенные в 2006 году предприятия включаются в отчетность с начала года.

Группа «Объединенная металлургическая компания» (2-й эшелон)

Лидер в сфере производства ж/д колес (800 тыс. шт., 64% российского рынка), производство труб (2 млн тонн); обладает мощностями для удовлетворения собственной потребности в коксе и колесной стали на 100%, в сырье для производства феррованадия — на 90%. Выручка за 2006 год — \$2.96 млрд.



Группа «Объединенная металлургическая компания» специализируется на производстве труб, железнодорожных колес и другой металлопродукции для энергетических, транспортных и промышленных предприятий. Бизнес Группы разделен на три направления:

- трубный комплекс;
- металлургический комплекс;
- литейно-прокатный комплекс.

Трубный комплекс:

- ОАО «Выксунский металлургический завод» — производитель железнодорожных колес и труб среднего и большого диаметра для сухопутных и подводных нефте- и газопроводов, сетей коммунального хозяйства. Годовая мощность завода — 2 млн тонн труб разного сортамента, 800 тыс. штук железнодорожных колес;
- ОАО «Альметьевский трубный завод» — изготовитель стальных труб с высококачественным наружным и внутренним покрытием;
- ОАО «Трубодеталь» — производитель соединительных деталей для трубопроводов.

Металлургический комплекс:

- ЗАО «Чусовской металлургический завод» — предприятие черной металлургии с полным технологическим циклом (продукция — чугун, сталь, прокат, феррованадий, автомобильные рессоры);
- ЗАО «Губахинский кокс» — производитель кокса;
- ОАО «Щелковский металлургический завод» — производитель холоднокатаной стальной полосы и прецизионной ленты для теневых масок кинескопов (в схеме не отражен).

Литейно-прокатный комплекс (в стадии строительства):

- комплекс «Стан 5000» годовой мощностью 1.2 млн тонн листа (полуфабрикат для производства труб), включающий сталеплавильное производство на ЗАО «Чусовской металлургический завод» и прокатные мощности в г. Выкса, в непосредственной близости от ОАО «Выксунский металлургический завод». Старт проекта — июнь 2005 года; запуск первой очереди — декабрь 2007 года.

По результатам 2006 года Группа характеризуется устойчивым финансовым положением (положительная динамика показателей за 2006 год, низкая долговая нагрузка, хорошая структура баланса, высокая рентабельность).

В области поставок труб у Группы налажено сотрудничество с крупнейшими потребителями: «Газпромом», «Транснефтью», «Сургутефтегазом», «ТНК-ВР», «Сибнефтью».

Часть продукции Группы — эксклюзивная, например, трубы большого диаметра (доля российского рынка за 2006 год — 36%; 1-е место) и железнодорожные колеса (доля российского рынка за 2006 год — 64%; 1-е место).

Общий объем инвестиций Группы в техническую модернизацию в 2006 году составил \$630 млн, в т.ч. в строительство литейно-прокатного комплекса — \$400 млн.

Группа обладает собственными мощностями для удовлетворения потребности в металлургическом коксе — на 100%, в колесной стали — на 100%, в ванадиевом шлаке для производства феррованадия — на 90% (оставшиеся 10% Группа приобретает у «Евразхолдинга»).

Риски:

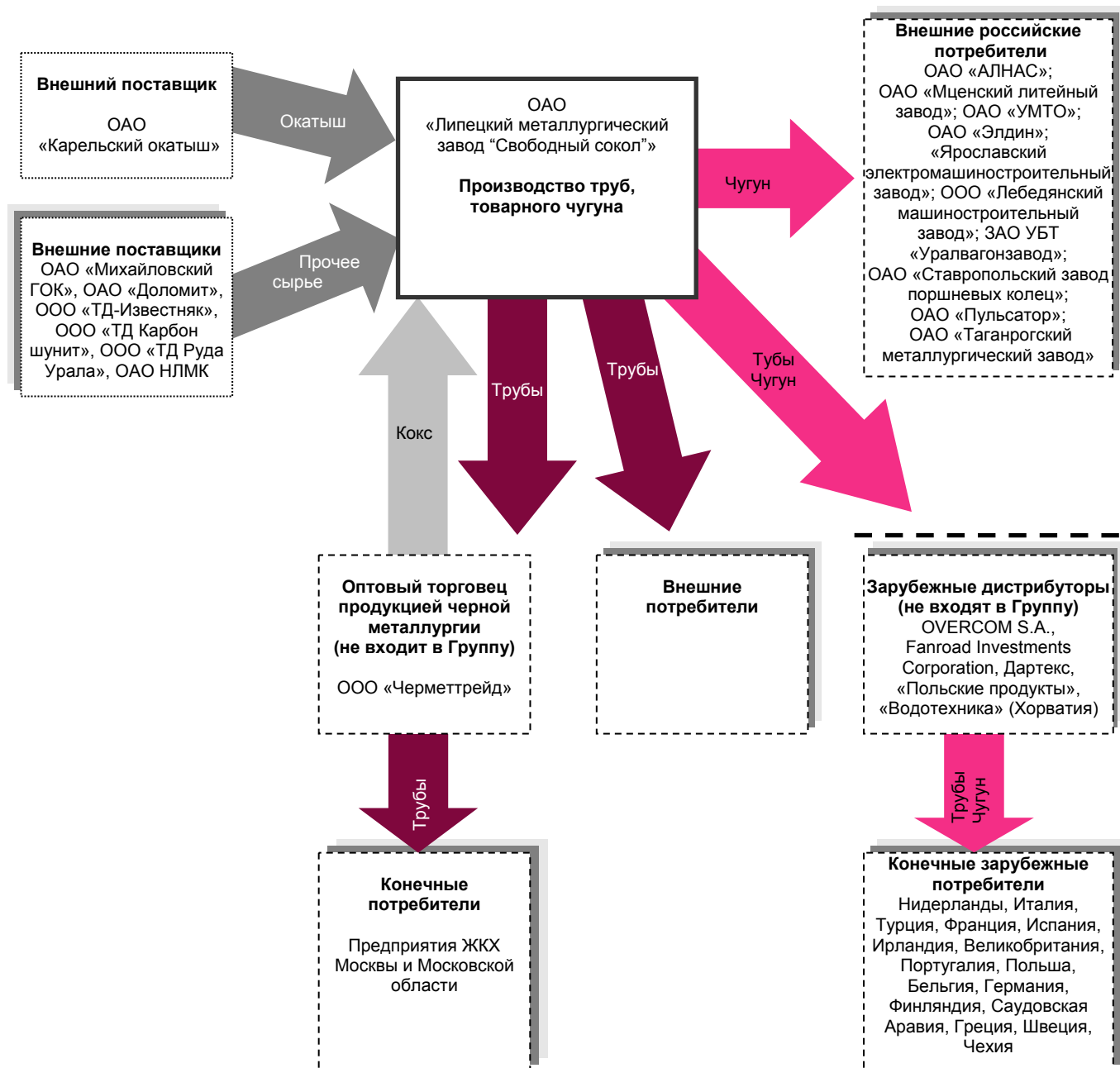
- отсутствие отчетности по МСФО по Группе;
- нет данных по портфелю заказов на 2007 год;
- Группа не имеет собственной сырьевой базы (железная руда и уголь) для производства металлов и кокса.

Финансовые показатели Группы «Объединенная металлургическая компания» за 2005–2006 гг., \$млн

Показатель	2005	2006	Изменение
Отчетность	Консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2005 год	Консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	
Выручка	1 931.8	2 958.3	53.1%
ЕБИТДА	433.7	735.2	69.5%
Чистая прибыль	263.7	457.9	73.6%
Активы	1 700.8	3 879.4	128.1%
Финансовый долг	682.7	1 242.8	82.0%
Собственный капитал	818.1	1 084.4	32.6%
Финансовый долг/Активы	40.1%	32.0%	-8.10п.п.
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.6x	1.7x	+0.1x
Рентабельность по ЕБИТДА	22.4%	24.9%	+2.50п.п.

ОАО «Липецкий металлургический завод “Свободный сокол”» (3-й эшелон)

Производство товарного чугуна (802 тыс. тонн за 2006 год) и труб (80 тыс. тонн труб); доля завода на российском рынке чугуна — 3.7%. Выручка за 2006 год — \$214 млн.



Бизнес ОАО «Липецкий металлургический завод “Свободный сокол”» включает в себя два направления:

- производство товарного чугуна (80% выручки предприятия за 2006 год);
- производство труб (20% выручки).

ОАО «Липецкий металлургический завод “Свободный сокол”» — единственный в России производитель труб определенного диаметра из чугуна с шаровидной структурой графита.

В состав предприятия входят 14 цехов и производств; доменный цех располагает двумя печами объемом 700 кубических метров каждая. Мощность завода — 850 тыс. тонн чугуна и 180 тыс. тонн труб в год. В 2006 году завод изготовил 802 тыс. тонн чугуна и 80 тыс. тонн труб; за рубеж реализовано 679 тыс. тонн чугуна (85% суммарного объема) и 23 тыс. тонн труб (35%); удельный вес компании в общем объеме экспорта чугуна из России в 2006 году составила 12.4%; доля на внутреннем рынке чугуна — 3.7%.

В 2006 году объем вложений в техническое перевооружение ОАО «ЛМЗ “Свободный сокол”» составил \$4млн. Оценочная стоимость инвестиционной программы на 2007–2012 годы исчисляется примерно \$115 млн, при этом пик финансирования придется на 2007–2008 годы, когда предполагается инвестировать около \$57млн. Результатом переоснащения производства в среднесрочной перспективе станет расширение ассортимента выпускаемых труб.

Основные потребители продукции ОАО «ЛМЗ “Свободный сокол”» — предприятия ЖКХ — обеспечивают стабильный спрос в связи с растущей потребностью в реконструкции сетей водоснабжения.

ОАО «ЛМЗ “Свободный сокол”» не входит в какую-либо группу предприятий.

Риски:

- слабая динамика финансовых показателей за 2006 год (рост выручки на 3%, активов — на 12%);
- высокая долговая нагрузка предприятия по результатам 9М07 года (отношение «Финансовый долг/Активы» — 62.5%, «Финансовый долг/ЕБИТДА» — 9.7х);
- низкая диверсификация производимой продукции (80% выручки в 2006 году поступило от продажи товарного чугуна);
- ОАО «ЛМЗ “Свободный сокол”» реализует за рубежом до 80% выпускаемой продукции, то есть имеют место таможенные, валютные, транспортные, политические риски;
- отсутствие собственной сырьевой базы для выплавки чугуна.

Финансовые показатели ОАО «Липецкий металлургический завод “Свободный сокол”» по РСБУ, \$ млн

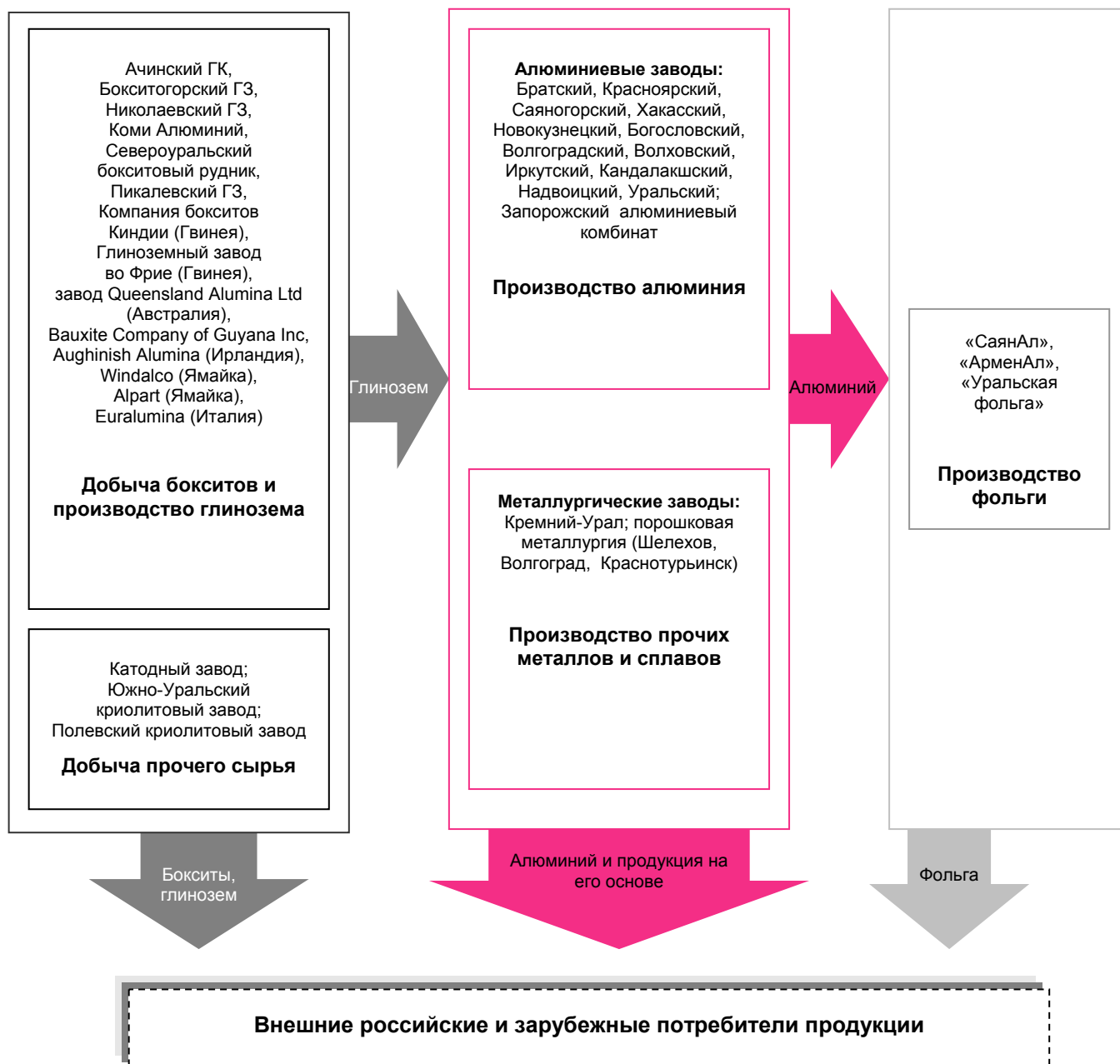
Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9М07
Выручка	199.4	214.4	7.5%	203.0	133.2
ЕБИТДА	12.9	18.9	47.1%	Прибыль от продаж: 18.1	Прибыль от продаж: 11.4
Чистая прибыль	0.1	2.0	-	4.2	3.0
Активы	159.1	185.9	16.9%	263.4	236.2
Финансовый долг	84.4	97.8	15.9%	167.0	147.6
Собственный капитал	57.4	64.4	12.2%	71.8	71.4
Финансовый долг/Активы	53.0%	52.6%	-0.4п.п.	63.4%	62.5%
Финансовый долг/ЕБИТДА	6.6х	5.2х	-1.4х	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.6х	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 9.7х
Рентабельность по ЕБИТДА	6.4%	8.8%	2.4п.п	Рентабельность по Прибыли от продаж: 8.9%	Рентабельность по Прибыли от продаж: 8.6%

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ (основное сырье: руда)

Группа «Русал» (1-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Производитель алюминия и глинозема №1 в мире (12% и 15% мирового рынка соответственно), производит более 4 млн тонн алюминия и 11 млн тонн глинозема в год. Выручка за 2006 год — \$13 млрд.



Объединенная компания «Российский алюминий» (далее — «Русал») — крупнейший в мире производитель алюминия (12% глобального рынка) и глинозема (15%). Группа создана в начале 2007 года путем слияния активов компаний «Русал», «Суал» и Glencore. В новой структуре 66% уставного капитала получили собственники «Русала», 22% — акционеры «Суала», 12% — Glencore.

Группа «Русал» состоит из четырех основных дивизионов:

- **Алюминиевый** — занимается производством алюминия и сплавов (14 алюминиевых заводов, расположенных в России, Украине и Швеции); является основным генератором выручки Группы;
- **Глиноземный** — добывает бокситы и производит глинозем (10 заводов по производству глинозема, 7 предприятий по добыче бокситов в России, Гвинее, Австралии, Ирландии, Италии и на Ямайке);
- **Сырьевой** — добывает прочие компоненты для производства алюминия («Катодный завод» (Китай), «Южно-Уральский криолитовый завод», «Полевский криолитовый завод»);
- **Упаковочный** — производство фольги и упаковочных материалов (фольгопрокатные заводы «СаянАл», «АрменАл» и «Уральская фольга»).

Объем производства алюминия Группы в 2007 году составил 4,2 млн. тонн, литейной продукции – 2.1 млн. тонн, глинозема - 11.3 млн тонн.

Общий объем инвестиций компании в 2007 году составил \$2.9 млрд., а чистый финансовый долг на конец 2007 года – \$8.8 млрд.

Группа «Русал» реализует обширную инвестиционную программу:

1. совместный с ГидроОГК проект по созданию Богучанского энергометаллургического объединения — Богучанской ГЭС (3 ГВт) и алюминиевого завода (600 тыс. тонн); суммарный объем вложений — \$6 млрд;
2. строительство энергометаллургического комплекса на территории Саратовской области (вторая очередь Балаковской АЭС (2 ГВт) и крупнейший в мире алюминиевый завод на 1 млн тонн);
3. строительство крупнейшего в отрасли боксито-глиноземного комплекса «Коми Алюминий»; объем инвестиций — \$1.5 млрд;
4. возведение «Тайшетского алюминиевого завода» в Иркутской области (750 тыс. тонн); объем инвестиций — \$2 млрд;
5. достройка и модернизация алюминиевого завода Alscop в Нигерии (193 тыс. тонн); объем инвестиций — \$150 млн;
6. увеличение мощности боксито-глиноземного комплекса Friguia (Республика Гвинея) до 1 млн глинозема в год.

Группа является ведущим производителем металлургического кремния и отечественным монополистом по выпуску рафинированного кремния.

Риски:

- нет данных о финансовом состоянии Группы за 2007 год;
- нет данных о степени покрытия потребности Группы в ресурсах за счет собственной ресурсной базы;
- низкая информационная прозрачность.

Финансовые показатели

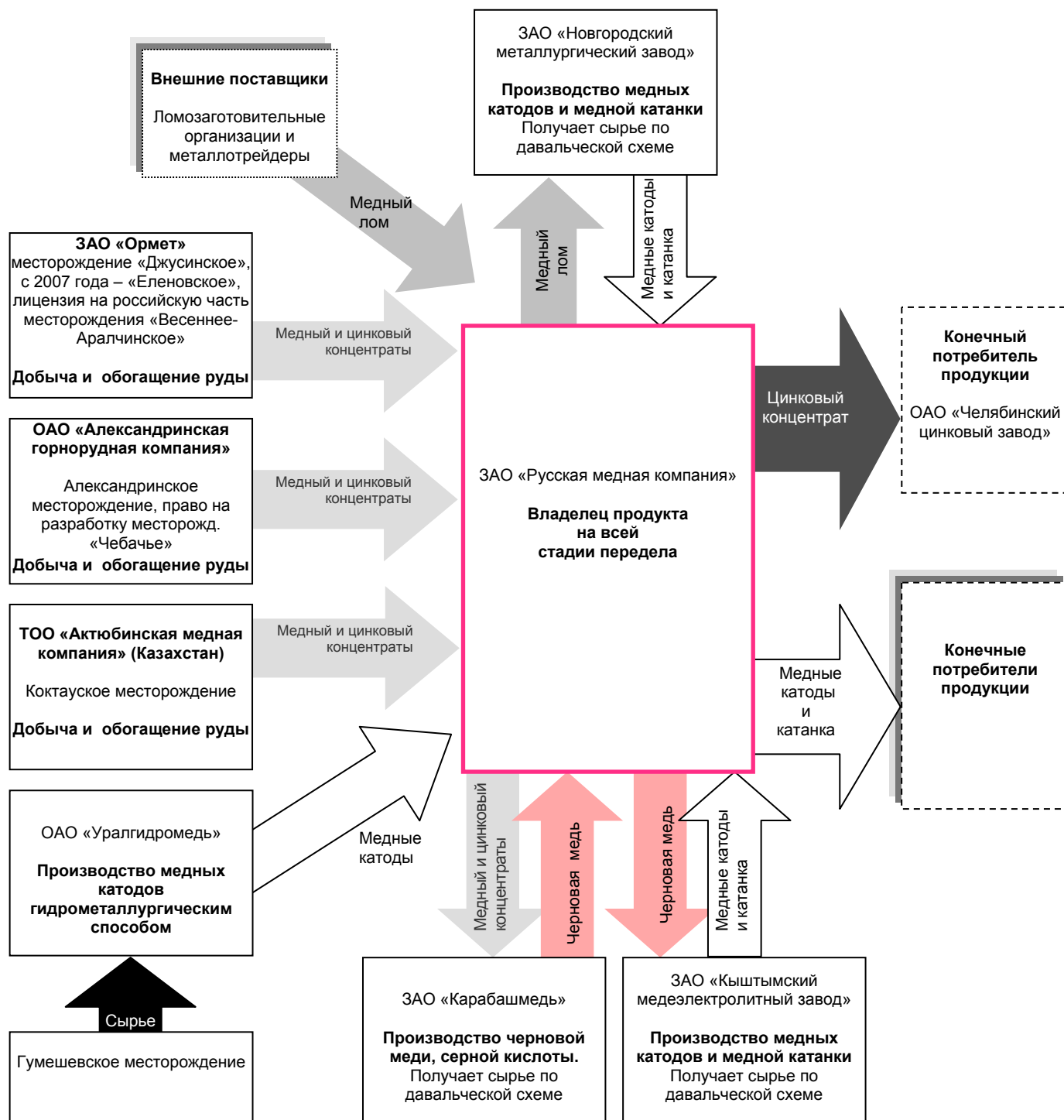
«Русал» принципиально не размещает в свободном доступе финансовую отчетность. В июле 2007 года менеджеры Группы впервые провели презентацию результатов работы и раскрыли финансовые показатели компании за 2006 год: неаудированная выручка (проформа) составила \$13 млрд, EBITDA — \$5 млрд. Чистый финансовый долг Группы на 1 июля 2007 года составил \$7.7 млрд.

По предварительным данным, опубликованным компанией, Выручка Группы «Русал» в 2007 году составила \$14.3 млрд., в т.ч. выручка от реализации продукции за пределами России - \$10.5 млрд., от реализации на российском рынке – \$3.8 млрд. Таким образом, рост выручки за 2007 год составил 10%, считаем это позитивной новостью для компании.

Группа «Русская медная компания» (2-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Производитель меди №3 в России (164 тыс. тонн катодной меди, 18% российского рынка, 1% мирового рынка); производство цинкового концентрата, драгоценных металлов. Выручка за 2006 год — более \$ 1 млрд.



Основные направления бизнеса Группы «Русская медная компания»:

- производство медных катодов и медной катанки (80% выручки за 2006 год);
- производство цинкового концентрата, драгоценных металлов, изделий из меди (20% выручки за 2006 год).

Группа «Русская медная компания» занимает третье место среди крупнейших российских производителей меди после ОАО «ГМК «Норильский Никель» и ЗАО «Уральская горно-металлургическая компания». В Группу входят 12 основных предприятий, формирующих полный вертикально-интегрированный технологический цикл: от закупок лома и добычи руды, производства медного концентрата и черновой меди до выпуска медных катодов, катанки и готовой продукции из меди и ее сплавов.

Подразделения Группы расположены в четырех областях России и на территории Казахстана и обеспечивают работой около 12 тыс. человек. Группа обладает правами недропользования на 14 медных, медно-цинковых месторождений с общими запасами около 280 миллионов тонн руды.

По итогам 2006 года предприятия Группы произвели 164 тыс. тонн катодной меди, или на 41 тыс. тонн (33%) больше, чем в 2005 году. Доля экспортных поставок в совокупных объемах продаж Группы в стоимостном выражении превышает 60%; основные потребители — Европа и Юго-Восточная Азия.

Рыночная доля Группы в 2006 году по объему выпуска катодной меди — 18% в России и 1% в мире.

Объем инвестиций в активы Группы «Русская медная компания» за 2005–2006 годы превзошел \$300 млн.

Группа демонстрирует положительную динамику финансовых показателей (выручки, EBITDA, чистой прибыли, активов, собственного капитала) за 2006 год и высокую рентабельность деятельности.

Группа готовит отчетность по МСФО (аудитор — Ernst&Young).

Все финансовые потоки сосредоточены на ключевом предприятии Группы — ЗАО «Русская медная компания».

Риски:

- долговая нагрузка несколько выше, нежели у сопоставимых предприятий отрасли (доля заемных средств в активах Группы на конец 2006 года – 58%; соотношение «Финансовый долг/EBITDA» — 2.1x);
- группа реализует на экспорт до 60% производимой продукции, то есть присутствуют таможенные, валютные, транспортные, политические риски.

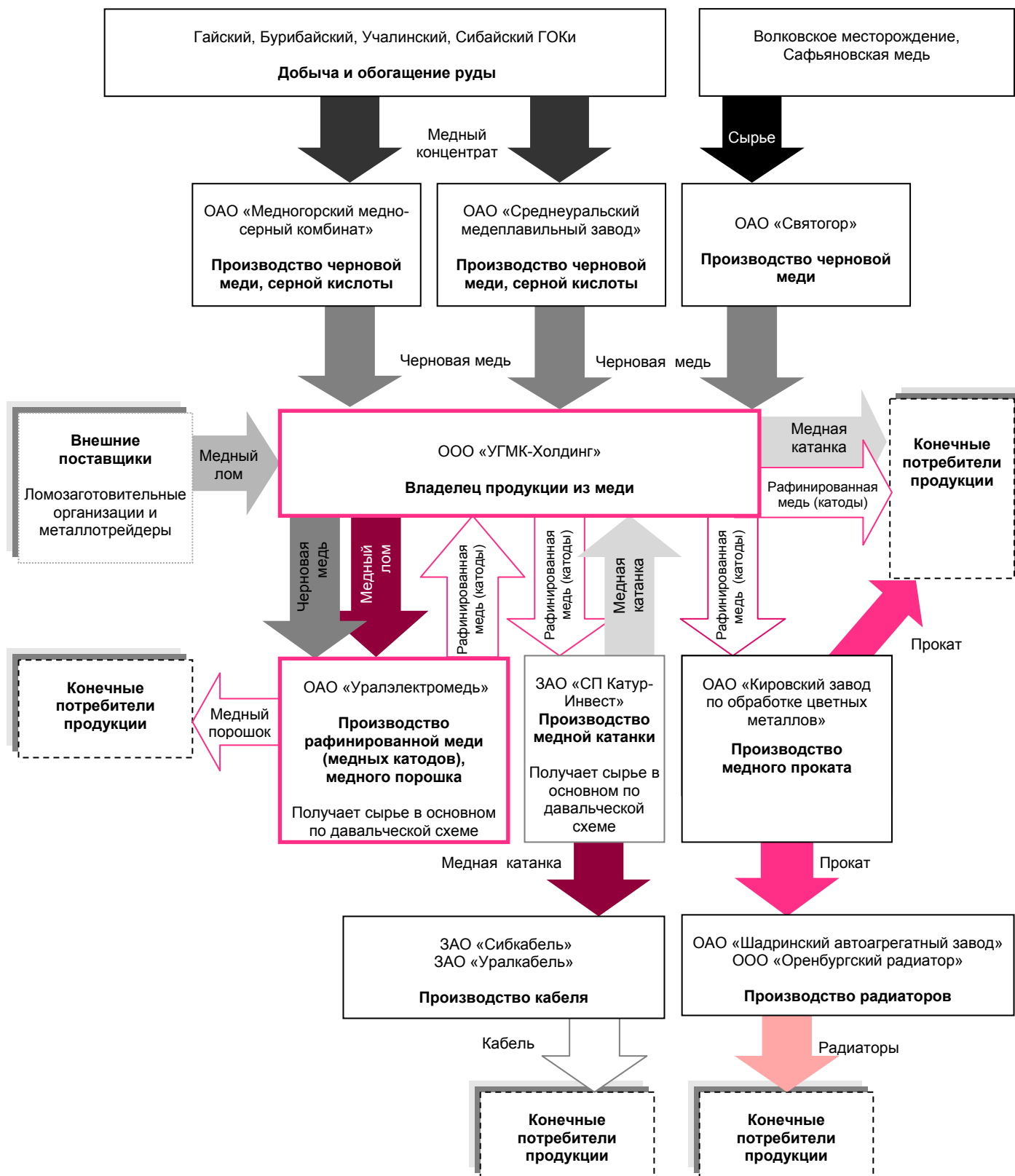
Финансовые показатели Группы «Русская медная компания» за 2005–2006 годы, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение
Отчетность	МСФО	Прогнозная консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	
Выручка	571	1034	81.1%
EBITDA	108	309	186.1%
Чистая прибыль	32	142	343.8%
Активы	833	1122	34.7%
Финансовый долг	497	655	31.8%
Собственный капитал	185	328	77.3%
Финансовый долг/Активы	59.7%	58.4%	-1.3 п.п.
Финансовый долг/EBITDA	4.6x	2.1x	-2.50x
Рентабельность по EBITDA	18.9%	29.9%	+11 п.п.

ОАО «Уралэлектромедь» (2-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Производитель меди №2 в России (352 тыс. тонн катодной меди, 37% внутреннего рынка), входит в состав Группы «Уральская горно-металлургическая компания». Выручка ОАО «Уралэлектромедь» за 2006 год — \$651 млн, выручка Группы УГМК за 2006 год — \$4.17 млрд



ОАО «Уралэлектромедь» — второй по величине производитель рафинированной меди в России, уступает только Группе «Норильский Никель». ОАО «Уралэлектромедь» входит в Группу «Уральская горно-металлургическая компания» (УГМК) и является основным предприятием Группы по производству меди. Собственная сырьевая база Группы УГМК содержит запасы медной руды на 50 лет деятельности.

Основные виды продукции ОАО «Уралэлектромедь»:

- медные катоды и медный порошок;
- черновая медь;
- прочая продукция (медный купорос, никель, золото и серебро в слитках, платина и палладий).

Производственные мощности ОАО «Уралэлектромедь» — 364 тыс. тонн рафинированной меди (в виде катодов); 89 тыс. тонн черновой меди; 32 тыс. тонн медного купороса. За 2006 год компания произвела 352 тыс. тонн меди. Наибольшая доля продаж ОАО «Уралэлектромедь» (70%) приходится на внутренний рынок.

ОАО «Уралэлектромедь» интегрировано в Группу УГМК, являясь одновременно и потребителем сырья (концентрат, лом, черновая медь), и его производителем (рафинированная медь для дальнейшей переработки). Более 90% исходных компонентов на завод поступает с предприятий Группы и около 70% продукции отправляется в адрес смежных подразделений. Операционный и финансовый контроль ОАО «Уралэлектромедь» осуществляет управляющая организация ООО «УГМК-Холдинг».

Группа УГМК объединяет более 40 предприятий черной и цветной металлургии, расположенных в 10-ти регионах России. По итогам 2006 года холдинг занял 2-е место в России по выпуску меди (доля — 37% против 45% у «Норильского Никеля» и 18% у «Русской медной компании»); 1-е место — по производству свинца (46% рынка). Кроме того, на его долю пришлось 41% выплавки цинка.

В 2006 году ОАО «Уралэлектромедь» продемонстрировало положительную динамику финансовых показателей (выручки, EBITDA, чистой прибыли, активов, собственного капитала) и высокую рентабельность деятельности.

ОАО «Уралэлектромедь» характеризуется низкой долговой нагрузкой (соотношение «Долг/Активы» на конец 9M07 равнялось 24%, «Долг/EBITDA» — 0.8x).

Общий объем инвестиций ОАО «Уралэлектромедь» в переоснащение мощностей в 2007 году превысит \$88 млн. В 2006 году введены в эксплуатацию Северный медно-цинковый рудник и Рубцовский горно-обогатительный комбинат; проводится реконструкция оборудования на всех заводах Группы УГМК, выпускающих черновую медь.

Риски:

- ОАО «Уралэлектромедь» не занимается производством медной катанки (продукция с более высокой добавленной стоимостью, чем медный катод);
- отсутствие отчетности по МСФО как по ОАО «Уралэлектромедь», так и по Группе УГМК в целом.

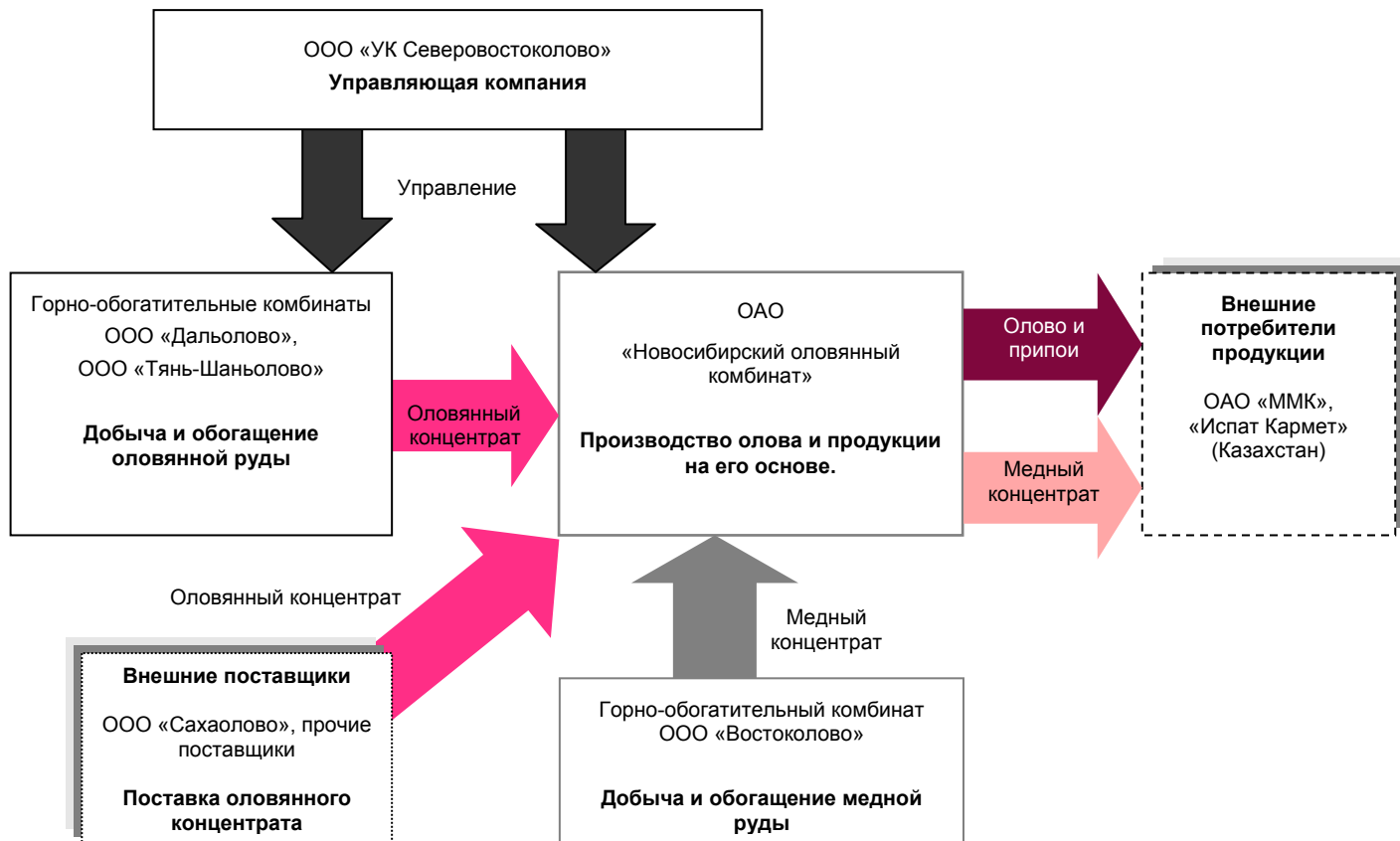
Финансовые показатели ОАО «Уралэлектромедь» и Группы УГМК, \$ млн

Показатель	РСБУ2005	РСБУ2006	Изменение	РСБУ ОАО «Уралэлектромедь» 1P07	РСБУ ОАО «Уралэлектромедь» 9M07	Консолидированная неаудированная отчетность по Группе УГМК за 2005 год	Прогнозная консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	Изменение
Выручка	400	634.2	58.6%	310.6	485.9	2297	4173	81.7%
EBITDA	102	194.9	91.1%	Прибыль от продаж: 75.6	Прибыль от продаж: 116.0	446	906	103.1%
Чистая прибыль	47	125.9	167.9%	41.2	66.1	147	нет данных	-
Активы	285	417.9	46.6%	495.2	518.1	2318	нет данных	-
Финансовый долг	120	106.4	-11.3%	129.6	124.4	929	1168	25.7%
Собственный капитал	137	270.8	97.7%	323.1	350.1	880	нет данных	-
Финансовый долг/Активы	42.1%	25.5%	-16.60 п.п.	26.2%	24.0%	40.1%	нет данных	-
Финансовый долг/EBITDA	1.2x	0.6x	0.60x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 0.9x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 0.8x	2.1x	1.3x	-0.8x
Рентабельность по EBITDA	25.5%	30.7%	5.20 п.п.	Рентабельность по прибыли от продаж: 24.3%	Рентабельность по прибыли от продаж: 23.9%	19.6%	21.7%	+2.10 п.п.

Группа «Новосибирский оловянный комбинат» (3-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Производство олова (2800 тонн, 99% российского рынка) и припоев (1900 тонн, 35% российского рынка). Выручка за 2006 год — \$39.5 млн.



Основные виды продукции Группы «Новосибирский оловянный комбинат»:

- олово (за 2006 год реализовано 2800 тонн товарного олова, 68% выручки);
- припой на оловянной основе (реализовано 1900 тонн припоев, 32% выручки).

За 2006 год Группа произвела 3900 тонн олова. Всего в холдинге занято 1700 человек.

Главный актив Группы — ОАО «Новосибирский оловянный комбинат» (НОК), являющееся отечественным монополистом по производству олова (99% общероссийского объема) и контролирующей 35% рынка припоев. Компания занимает 2.2% мирового рынка олова (5-е место).

Группа НОК имеет собственную сырьевую базу в виде горно-обогатительных комбинатов ООО «Дальолово», ООО «Тянь-Шаньолово» и ООО «Востоколово», обеспечивающих около 25% потребностей предприятия в концентрате. Около 50% сырья закупается комбинатом у ООО «Сахаолово», до середины 2007 года входившего в Группу.

Основные российские потребители продукции Комбината (65% поставок за 2006 год) — ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (г. Магнитогорск) и «Испат Кармет» (Казахстан).

Развитию предприятия способствует благоприятная конъюнктура рынка: на протяжении 2003–2006 годов спрос на олово в мире устойчиво рос; средняя цена металла в 2006 году достигла \$8800 за тонну (+19% к 2005 году), а в I квартале 2007 года — \$12 700 за тонну.

Риски:

- относительно небольшой размер бизнеса Группы НОК (активы — \$72.8 млн, выручка за 2006 год — \$39.5 млн);
- у Группы уменьшается доля поставок сырья для производства олова из собственных источников:
 - в июле 2007 года из состава холдинга вышел крупнейший сырьевой актив, ООО «Сахаолово» (в 2006 году поставил более половины всего объема концентрата); договорные отношения с этим контрагентом сохранились;
 - ООО «Востоколово» в 2006 году было перепрофилировано на добычу медной руды.
- отсутствие консолидированной отчетности по Группе;
- на двух основных потребителей приходится 65% всей отгрузки продукции комбината;
- бизнес Группы зависит от колебаний курсов валют (цены на конечную продукцию и сырье устанавливаются в долларах США).

Финансовые показатели ОАО «Новосибирский оловянный комбинат» по РСБУ, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9М07
Выручка	35.8	39.5	10.3%	23.1	35.2
Прибыль от продаж	0.4	4.2	891.2%	2.8	4.6
Чистая прибыль	0.5	1.6	220.5%	0.5	1.6
Активы	57.0	72.8	27.7%	83.3	81.2
Финансовый долг	26.2	40.3	53.6%	44.5	45.1
Собственный капитал	24.4	27.2	11.1%	28.8	29.3
Финансовый долг/Активы	46.0%	55.4%	9.4 п.п.	53.4%	55.6%
Финансовый долг/Прибыль от продаж	61.9	9.6	-52.3x	7.9	7.4
Рентабельность по Прибыли от продаж	1.2%	10.6%	9.5п.п.	12.1%	13.1%

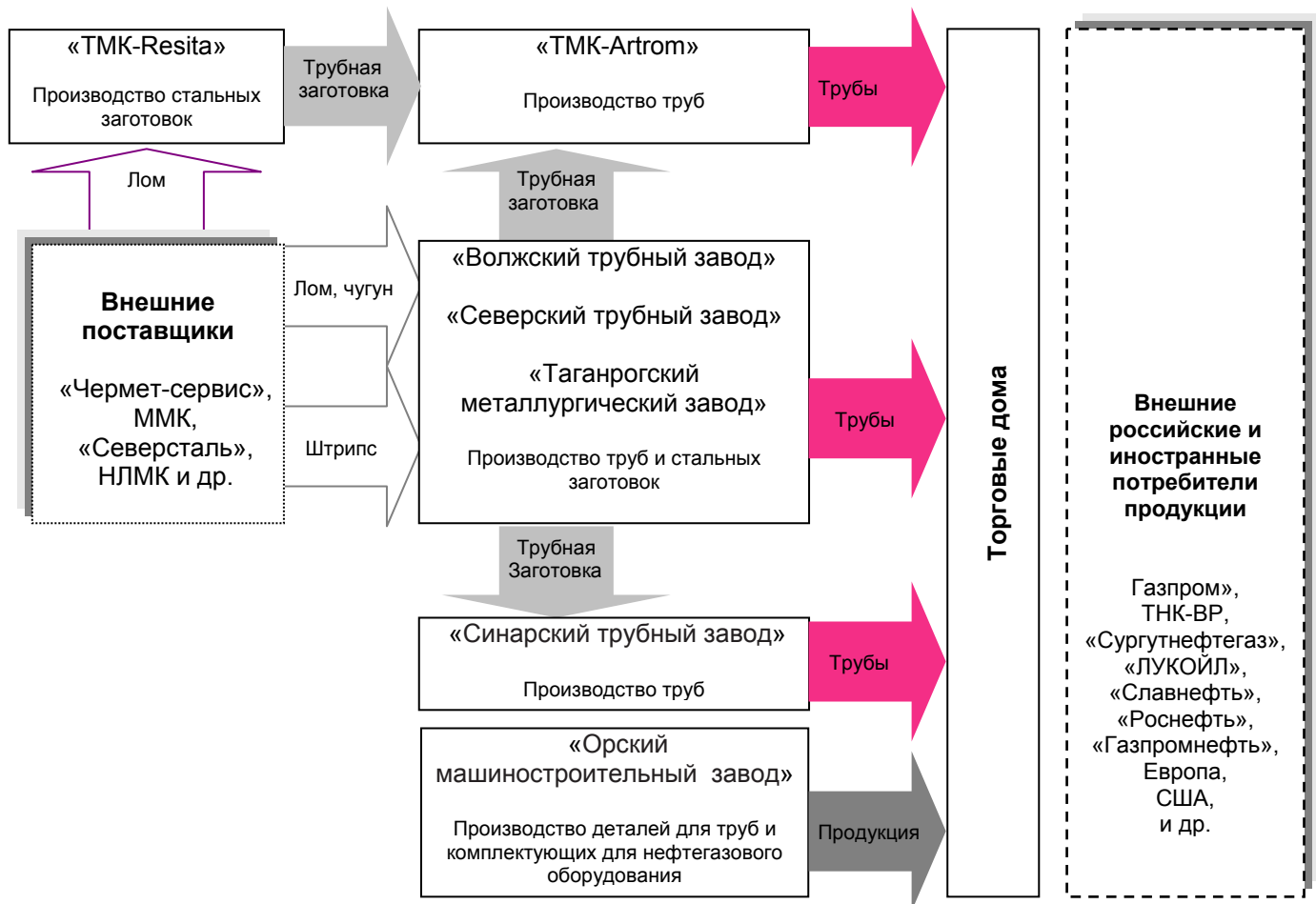
ОСТАЛЬНЫЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ (основное сырье: металлолом и заготовки)

«Трубная металлургическая компания» (ТМК) (1-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Рейтинги: S&P: BB-/Стабильный, Moody's: Ba3/Стабильный.

ТМК лидирует в России (3 млн тонн, 27% рынка) и занимает 3-е место в мире по производству стальных труб. Выручка в 2006 году — \$3.4 млрд.



Контрольный пакет акций ТМК через ряд оффшорных компаний принадлежит Дмитрию Пумпянскому.

Основным направлением деятельности Группы является производство и сбыт бесшовных труб (1.9 млн тонн, 49% из которых — высокодоходные трубы нефтегазового сортамента OCTG) и сварных труб (1.1 млн тонн, 31% выручки). Бесшовные трубы принесли 61% выручки в 2006 году, сварные — 31%. Оставшаяся часть доходов поступает от реализации стальной заготовки. Около 30% продукции (32% выручки) экспортируется в Европу (более половины зарубежных поставок), Средний Восток, Центральную Азию и другие регионы. Производственные мощности расположены в Свердловской области, Поволжье, на юге России и в Румынии.

Структура ТМК состоит из следующих подразделений:

- Производство — трубы, стальная трубная заготовка, детали для труб и комплектующие для нефтегазового оборудования (7 заводов в России и Румынии, а также 2 совместных предприятия с Hydril Company LP (США, труботехники) и Corinth Pipeworks (Греция, трубы) на базе заводов ТМК). Производственные мощности Группы составляют около 3.9 млн тонн труб (в т.ч. 2.1 млн тонн бесшовных труб). Мощности по выплавке стали — 2.1 млн тонн. В сентябре этого года стало известно о приобретении ТМК крупнейшего производителя изоляционных покрытий для нефтегазовых труб — ООО «Предприятие «Трубопласт»».

- Торговля — закупка сырья, материалов и реализация продукции Группы в России и за ее пределами (торговые офисы открыты в России, СНГ, Европе, США, Китае и ОАЭ).
- Научно-технический центр и логистика — включает «Российский научно-исследовательский институт трубной промышленности» (РосНИТИ) (в составе с марта 2007 года) и Департамент логистики.

ТМК занимает ведущие позиции в России в высокотехнологичном секторе бесшовных труб (43% объема продаж на российском рынке и 7% мирового производства), а в наиболее привлекательном с точки зрения рентабельности его сегменте, OCTG, по объемам продаж контролирует 67% российского и 11% мирового рынков. Производство труб OCTG занимает 1/3 от общего выпуска Группы и приближается к 1 млн тонн. В секторе сварных труб (менее доходном) ТМК также является одним из лидеров, а в наиболее привлекательном его сегменте (трубы большого диаметра) ей принадлежат 21% российского и 3% мирового рынков. После неудачи в переговорах с украинской группой «Интерпайп» руководство ТМК продолжает заявлять о стремлении укрепить свои позиции и о готовности к слиянию с рядом публичных трубных компаний.

Основные рынки сбыта — нефтегазовая отрасль (59% продаж в 2006 году), промышленность и строительство. Около 36% объема поставок за 9 месяцев 2007 года пришлось на 10 нефтегазовых компаний: «Газпром» и ТНК-ВР (более 20% всех поставок), «Сургутнефтегаз», «ЛУКОЙЛ», «Славнефть», «Роснефть», «Газпром нефть» и др.

Потребности в трубных заготовках, необходимых для изготовления бесшовных труб, на 80% (с планами доведения до 100%) обеспечиваются собственными силами. Вторичное сырье (лом) для производства трубных заготовок, а также штрипс и стальной лист для производства сварных труб закупаются на стороне. Для ослабления сырьевой зависимости Группа намеревается приобрести крупное ломоперерабатывающее предприятие.

ТМК демонстрирует хорошую динамику финансовых показателей: за 6 месяцев 2007 года выручка увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 28%, EBITDA — на 27%, активы — на 45%. Рентабельность по EBITDA составила 24.6%, что выше, чем ближайших конкурентов, Группы «ЧТПЗ» (16%) и Выксунского трубного завода (19%), а также близко к среднему уровню российского металлургического сектора. Долговая нагрузка ТМК находится на низком уровне; и по заявлениям руководства, в ближайшие годы финансирование капзатрат в основном будет осуществляться за счет операционных потоков; отношение чистого долга к EBITDA не превысит 1.5x.

Стратегическая инвестиционная программа на 2004–2010 годы (\$1.4 млрд) направлена на расширение линий по выпуску бесшовных труб (37% объема программы), ТБД (12%), увеличение мощностей по термо- и финишной обработке (18%) и модернизацию сталеплавильного оборудования (29%). Как результат, в течение следующих трех лет ТМК готовится увеличить мощности по выпуску бесшовных труб на 65% (на 1.3 млн тонн) и ТБД — на 150% (на 650 тыс. тонн). Таким образом, мощности ТМК по выпуску труб приблизятся к 6 млн тонн. Капзатраты в 2006 году составили \$336 млн, в 2007 году предполагается потратить еще около \$700 млн.

Группа предоставляет консолидированную отчетность по стандартам МСФО.

Акции и GDR ТМК включены в листинг РТС и Лондонской фондовой биржи.

Риски:

- сильная зависимость от рыночной конъюнктуры в нефтегазовом секторе, который является основным потребителем продукции;
- отсутствие сырьевой базы для производства сварных труб и возможное увеличение себестоимости производства в связи с повышением цен на лом и штрипс;
- введение новых ограничений на экспорт со стороны стран-импортеров;
- острая конкуренция со стороны китайских и украинских трубных предприятий.

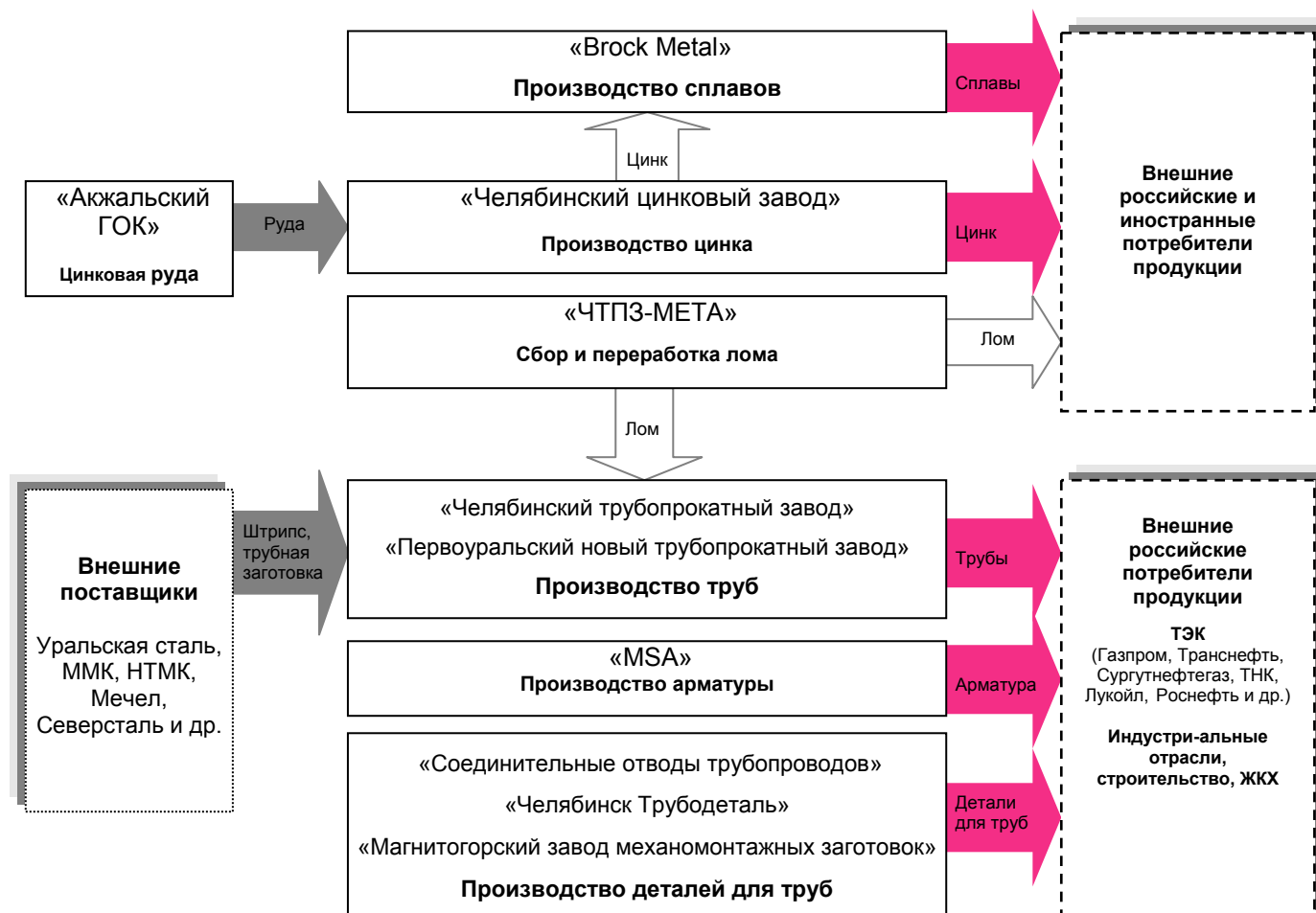
Финансовые показатели ТМК по МСФО за 2005 г., 2006 г., 1П2006 и 1П2007, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П2006	1П2007	Изменение
Выручка	2938	3384	15%	1584	2030	28%
EBITDA	532	794	49%	394	499	27%
Чистая прибыль	254	461	81%	230	289	26%
Активы	2453	3548	45%	2793	4039	45%
Финансовый долг	592	1026	73%	688	1201	75%
Собственный капитал	1253	1771	41%	1517	1956	29%
Финансовый долг/Активы	0.2x	0.3x	0.05x	0.2x	0.3x	0.1x
Финансовый долг/EBITDA*	1.1x	1.3x	0.2x	0.9x	1.2x	0.3x
Рентабельность по EBITDA*	18.1%	23.5%	5.4 п.п.	24.9%	24.6%	-0.3 п.п.

*величина EBITDA приведена к годовому значению

Группа «Челябинский трубопрокатный завод» (Группа ЧТПЗ) (2-й эшелон)

Занимает 2-е место в России по объемам выпуска труб (1723 тыс. тонн, 22% рынка) и входит в первую десятку мировых производителей; основная доля потребляемого сырья (штрипс и трубная заготовка) закупается у сторонних предприятий. Выручка за 2006 год — \$2.2 млрд (\$2.7 млрд с учетом цинкового дивизиона).



Основной собственник Группы ЧТПЗ — кипрская компания «Mountrise Ltd» (76% акций), конечные бенефициары которой — член Совета Федерации Андрей Комаров и председатель совета директоров Александр Федоров. Активами Группы управляет люксембургская компания Arkley Capital.

Группа ЧТПЗ специализируется на изготовлении труб, деталей для труб, арматуры, добыче и выплавке цинка. Производство цинка приносит около 20% общей выручки Группы.

89% трубной продукции реализуется в России, 5% — в СНГ, 6% — в дальнем зарубежье. Основные производственные мощности сконцентрированы в Челябинской и Свердловской областях, есть также заводы в Чехии, Великобритании и горно-обогатительный комбинат (ГОК) в Казахстане.

Стратегическая цель менеджмента — создание вертикально-интегрированной универсальной компании, присутствующей во всех сегментах трубного рынка и оказывающей сопутствующие сервисные услуги. Одним из приоритетных направлений деятельности является увеличение доли изделий с высокой добавленной стоимостью (бесшовные трубы, трубодетали, арматура и пр.)

Основные дивизионы Группы:

Производство труб

- ОАО «Челябинский трубопрокатный завод» — специализируется на выпуске труб большого диаметра (более 50% суммарного объема), бесшовных, обсадных и прочих видов труб. Общее производство в 2006 году составило 950 тыс. тонн (мощность предприятия — около 1.5 млн тонн в год).

- ОАО «Первоуральский новотрубный завод» (доля Группы ЧТПЗ — 61.5%) — основу производства составляют бесшовные (более 50% выпуска) и насосно-компрессорные трубы (15%). Совокупный выпуск в 2006 году — 773 тыс. тонн (мощности предприятия позволяют выпускать свыше 1 млн тонн в год).
- ЗАО «ЧТПЗ-Мета» — занимается преимущественно заготовкой, переработкой и реализацией металлолома. Часть лома перерабатывается в трубные заготовки, используемые другими подразделениями Группы.

Главный рынок сбыта — нефтегазовый сектор («Транснефть», «Газпром», «Сургутнефтегаз», «Роснефть», «ЛУКОЙЛ»), промышленные, строительные и коммунальные предприятия. Рост спроса на продукцию в ближайшие годы будет обеспечен реализацией проектов по строительству нефте- и газопроводов (нефтепровод «Восточная Сибирь – Тихий океан», газопровод Nord Stream).

Производство деталей для труб и арматуры

Дивизион ориентируется на обслуживание потребностей топливно-энергетического комплекса и изготавливает детали и комплектующие для трубопроводов.

Производство цинка и цинковых сплавов

- «Акжальский ГОК» (Казахстан) — осуществляет добычу и обогащение свинцово-цинковых руд месторождения Акжал и является поставщиком сырья для Челябинского цинкового завода. Среднегодовой объем производства — 38 тыс. тонн цинка в концентрате.
- ОАО «Челябинский цинковый завод» — крупнейший производитель цинка в России (более 60% рынка) и СНГ. Общий объем выпуска цинка составляет 148 тыс. тонн;
- Brock Metal (Великобритания) — ведущий британский производитель сплавов для литья под давлением. Был куплен в июне 2007 года с целью увеличения выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью и выхода на европейский рынок.

Большая часть материалов для изготовления труб закупается на стороне (причем на трех контрагентов — «Уральская сталь», ММК и «Азовсталь» — в 2006 году приходилось более 50% поставок). Для снижения сырьевой зависимости активно расширяется направление по сбору и переработке лома (около 1 млн тонн в 2006 году, планируется увеличение до 3 млн тонн к 2009 году).

На текущий момент трубный дивизион обеспечен собственным сырьем примерно на 10% (177 тыс. тонн), однако с открытием сталеплавильного цеха мощностью около 1 млн тонн металла в год (конец 2008 года) сможет покрыть около половины потребностей в заготовках. Кроме того, инвестиционная программа Группы будет направлена на обновление производственных мощностей трубных предприятий: строительство нового цеха по производству труб большого диаметра (2009 год) и создание дополнительных мощностей для производства трубок и арматуры (центр нарезки и термообработки труб (2008 года), модернизация завода «СОТ», строительство арматурного завода). Суммарная величина капиталовложений на 2007–2011 гг. оценивается не менее чем в \$1.5 млрд.

К 2011 году Группа намеревается довести выпуск трубной продукции до 2.5 млн тонн (против 1.7 млн тонн в 2006 году), среднегодовой прирост должен составить около 8% в год (в 2006 году — порядка 13%). С учетом озвученного объема инвестиционной программы считаем, что большую ее часть Группа сможет покрыть, не прибегая к значительным заимствованиям.

В 2006 году Группа продемонстрировала хорошую динамику основных финансовых показателей: выручка выросла на 49%, EBITDA — на 77%, рентабельность по EBITDA увеличилась на 2.6 п.п. к уровню 2005 года до 16.3%. На этом фоне финансовый долг Группы даже несколько уменьшился, что позволило снизить коэффициент «Долг/EBITDA» с 2.2x до 1.1x.

Риски:

- сильная зависимость от спроса компаний нефтегазового сектора;
- низкая обеспеченность собственным сырьем ставит Группу в зависимость от поставщиков и негативно сказывается на эффективности деятельности;
- недостаточная информационная прозрачность Группы;
- вступление в ВТО сможет усилить конкуренцию в отрасли.

Финансовые показатели Группы ЧТПЗ по МСФО, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение
Выручка	1476	2196	49%
ЕБИТДА	202	358	77%
Чистая прибыль	73	198	173%
Активы	945	1252	33%
Финансовый долг	452	402	-11%
Собственный капитал	321	533	66%
Финансовый долг/Активы	0.5x	0.3x	-0.2x
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.2x	1.1x	-1.1x
Рентабельность по EBITDA	13.7%	16.3%	2.6 п.п.

ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина» (3-й эшелон)

Производство стальных труб (185 тыс. тонн) и проката (177 тыс. тонн). Завод входит в Группу «ЭСТАР», которая в 2006 году произвела 993 тыс. тонн продукции и получила выручку в размере \$676 млн.



Основные виды продукции ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина»:

- листовой прокат;
- заготовки для производства труб (штрипс);
- стальные трубы;
- гнутый профиль, полоса, лента.

Львиная доля выручки завода (более 90%) формируется за счет реализации стальных труб и проката. В 2006 году ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина» изготовил 185 тыс. тонн труб и 177 тыс. тонн товарного проката.

ОАО «НМЗ им. Кузьмина» в первую очередь ориентируется на внутренних российских потребителей.

Завод входит в Группу «ЭСТАР». Основной владелец Группы – Вадим Варшавский, который также владеет долей в компании «Русский Уголь». По информации эмитента, бизнесы Группы «ЭСТАР» и «Русский уголь» не пересекаются между собой.

В 2006 году объем производства Группы «ЭСТАР» составил 993 тыс. тонн продукции, выручка — \$676 млн.

Группа «ЭСТАР» включает в себя три дивизиона:

- производство труб: «Волгоградский завод труб малого диаметра», «Энгельсский трубный завод», «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина», «Завод “Стальной профиль”»;
- производство спецсталей: «Нытвенский металлургический завод», «Златоустовский металлургический завод»;
- выпуск проката: «Ростовский электрометаллургический завод» (строится в г. Шахты).

Риски:

- отсутствие у ОАО «НМЗ им. Кузьмина» собственного рудоплавильного подразделения;
- низкий коэффициент использования мощностей завода (в планах загрузка оборудования только на 50% к концу 2007 года);
- сложная структура собственности и деятельности Группы «ЭСТАР»;
- отсутствие у Группы «ЭСТАР» собственных месторождений с металлосодержащей рудой и рудоплавильных мощностей.

Финансовые показатели Группы «ЭСТАР» за 2006 год, \$млн

Показатель	2006
Отчетность	Управленческая консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год
Выручка	676
ЕБИТДА	87
Чистая прибыль	31
Активы	828
Финансовый долг	270
Собственный капитал	346
Финансовый долг/Активы	32.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.1x
Рентабельность по ЕБИТДА	12.9%

Группа «Амурметалл» (3-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Переработка лома черных металлов в сталь (807 тыс. тонн) и стальной прокат (417 тыс. тонн).
Выручка за 2006 год — \$343млн.



ОАО «Амурметалл» — электрометаллургическое предприятие по переработке лома черных металлов в сортовой и листовой прокат.

Направления бизнеса ОАО «Амурметалл»:

- выплавка стали в виде сортовой и слябовой заготовки (35% выручки за 2006 год, произведено 807 тыс. тонн стали);
- выпуск листового и сортового проката (65% выручки за 2006 год, изготовлено 417 тыс. тонн проката).

Около половины продукции (в основном стальные заготовки) завод реализует в Корею, Тайвань, Вьетнам, на Филиппины.

Производственные мощности ОАО «Амурметалл» (в год):

- цех подготовки лома — 1200 тыс. тонн лома, 96 тыс. тонн шлака;
- электросталеплавильный цех №1 — 200 тыс. тонн стали;
- электросталеплавильный цех №2 — 900 тыс. тонн стали;
- листопрокатный цех — 800 тыс. тонн проката, в т.ч. 228 тыс. тонн гнутых профилей и 10 тыс. тонн труб;
- сортопрокатный цех — 500 тыс. тонн проката.

В 2006 году после модернизации электросталеплавильного цеха его мощность увеличилась с 750 до 900 тыс. тонн стали в год.

Справочно: металлургический холдинг «Эстар» владеет опционом на покупку 100% акций ОАО «Амурметалл»; по информации холдинга, опцион может быть реализован в 2008 году.

Риски:

- рост долга в течение 2007 года; за 9М07 «финансовый долг/активы» – 53,6% «финансовый долг/ЕБИТДА» - 4.2x;
- зависимость от поставщиков: 85% сырья на завод отгружается двумя контрагентами, причем 47% приходится на внешнего поставщика;
- отсутствие собственного рудоплавильного подразделения и сырьевой базы;
- низкая информационная прозрачность бизнеса:
 - нет консолидированной отчетности по Группе за 2005–2006 годы;
 - сложная и запутанная структура собственности и управления Группы «Амурметалл».
- в 2006 году 56% продукции было экспортировано, что влечет за собой транспортные, валютные, таможенные, политические риски.

Финансовые показатели ОАО «Амурметалл» по РСБУ за 2005–2006 годы, \$ млн

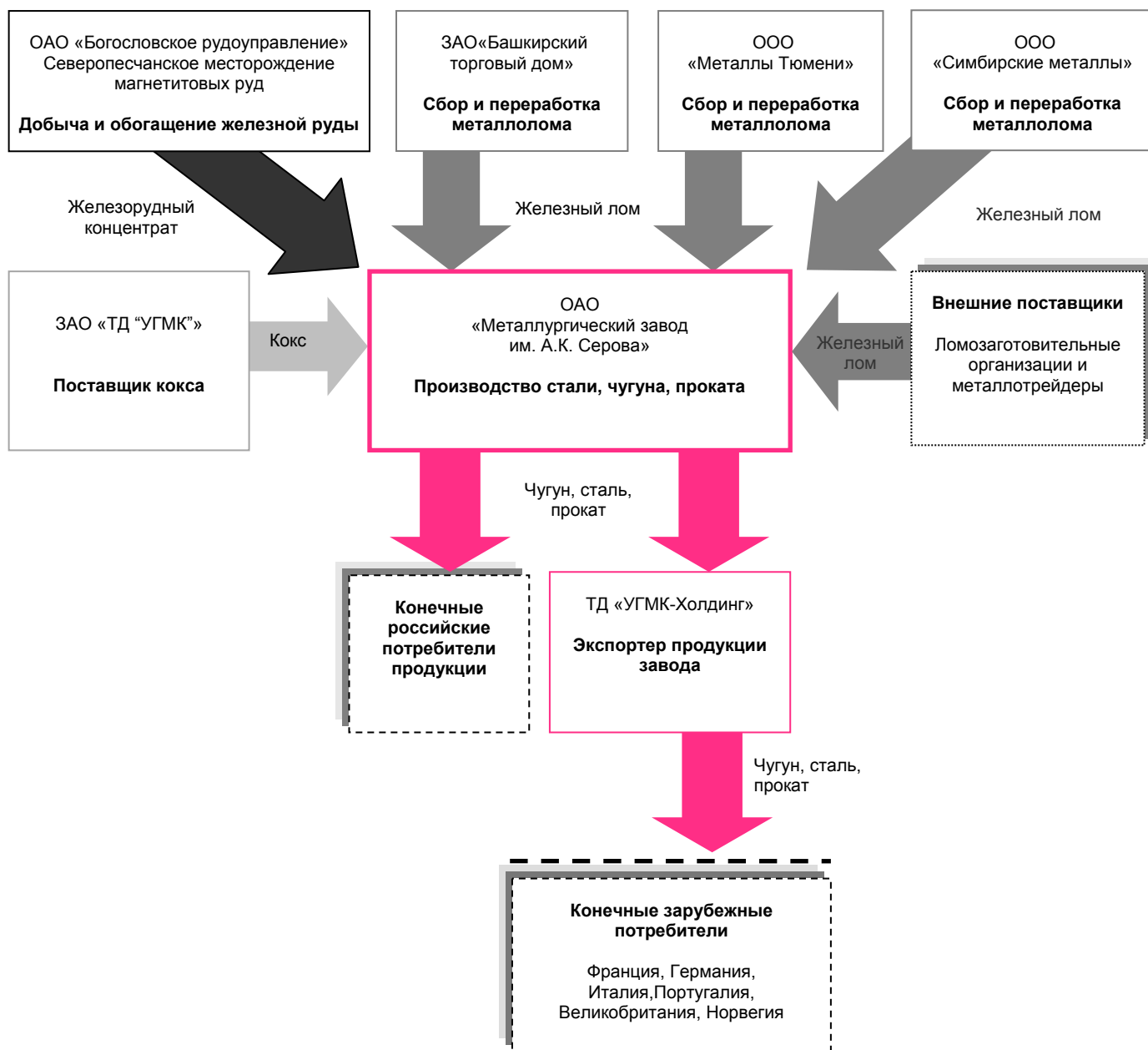
Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9М07
Выручка	277.8	342.6	23.3%	244.1	390.6
ЕБИТДА	18.6	49.8	167.7%	Прибыль от продаж: 40.4	Прибыль от продаж: 64.4
Чистая прибыль	2.1	-11.9	-	12.4	23.8
Активы	266.4	370.9	39.2%	602.5	675.4
Финансовый долг	78.1	178.2	128.2%	330.7	362.1
Собственный капитал	167.8	161.8	-3.6%	221.4	234.4
Финансовый долг/Активы	29.3%	48.1%	+18.80 п.п.	54.9%	53.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	4.2x	3.6x	-0.60x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.1x*	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.2x*
Рентабельность по ЕБИТДА	6.7%	14.5%	+7.80 п.п.	Рентабельность по прибыли от продаж: 16.5%	Рентабельность по прибыли от продаж: 16.5%

*величина Прибыли от продаж для корректного расчета показателя приведена к годовому значению

ОАО «Металлургический завод им. Серова» (3-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Производство стального проката (490 тыс. тонн) в составе Группы «Уральская горно-металлургическая компания». Выручка за 2006 год — \$292.8 млн.



Основные виды продукции ОАО «Металлургический завод им. А.К. Серова»:

- чугун (мощность — 600 тыс. тонн в год; доля в выручке — 1%);
- сталь (мощность — 720 тыс. тонн в год; доля в выручке — 7%);
- стальной прокат (мощность — 1100 тыс. тонн в год; доля в выручке — 92%).

Порядка 92% суммарной выручки генерирует продажа стального проката. В 2006 году завод изготовил 490 тыс. тонн проката. На внутренний рынок поставляется 84% выпускаемой продукции, в дальнейшем зарубежье — 12%.

С мая 2000 года ОАО «Металлургический завод им. А.К. Серова» входит в состав Группы «Уральская горно-металлургическая компания».

Группа УГМК объединяет более 40 предприятий черной и цветной металлургии, расположенных в 10 субъектах Федерации. Доля Группы в российском производстве меди по итогам 2006 года — 37%; по производству свинца «УГМК» является лидером в России, контролируя 46% рынка; доля рынка по производству цинка — 41%. При этом цветная металлургия формирует 76% выручки холдинга, черная металлургия — 13%.

ООО «УГМК-Сталь» управляет предприятиями субхолдинга «черная металлургия» Группы УГМК, координируя движения товарно-денежных потоков, контроль и планирование производственно-финансовой деятельности. ОАО «Металлургический завод им. А.К. Серова» является главной производственной единицей субхолдинга «черная металлургия».

Риски:

- слабая динамика финансовых показателей за 9М07;
- существенная долговая нагрузка предприятия по результатам 9М07 (соотношение «Финансовый долг/Активы» составило 53%, «Финансовый долг/ЕБИТДА» — 3.5x);
- устаревшее оборудование по производству основного вида продукции (чугуна и стали) находится в эксплуатации уже 20–30 лет;
- направление «черная металлургия» не является для Группы УГМК приоритетным — основная выручка генерируется дивизионом «цветная металлургия».

Финансовые показатели ОАО «Металлургический завод им. Серова» по РСБУ, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9М07
Выручка	260.9	292.8	12.2%	183.2	298.9
ЕБИТДА	39.6	38.0	-4.0%	Прибыль от продаж: 23.0	Прибыль от продаж: 44.0
Чистая прибыль	21.8	14.6	-33.0%	6.6	16.8
Активы	220.8	337.2	52.7%	366.8	384.1
Финансовый долг	96.0	178.7	86.1%	200.0	203.0
Собственный капитал	72.5	90.3	24.6%	99.6	110.5
Финансовый долг/Активы	43.5%	53.0%	+9.50 п.п.	54.5%	52.9%
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.4x	4.7x	+2.30x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.3	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 3.5
Рентабельность по ЕБИТДА	15.2%	13.0%	-2.20 п.п.	Рентабельность по прибыли от продаж: 12.6%	Рентабельность по прибыли от продаж: 14.7%

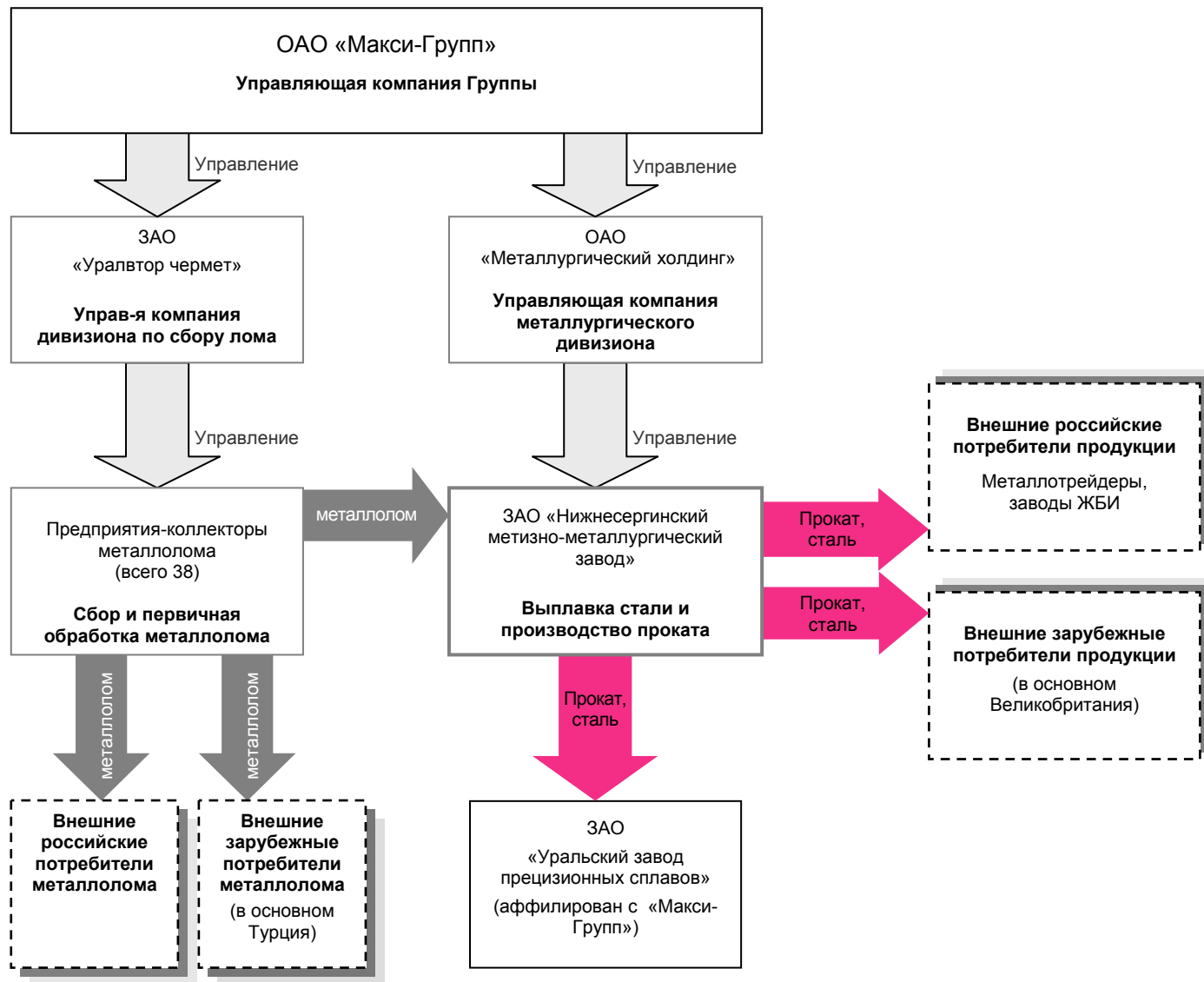
Финансовые показатели Группы «Уральская горно-металлургическая компания», \$ млн

Показатель	Группа «Уральская горно-металлургическая компания»		Изменение
	Консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2005 год	Прогнозная Консолидированная Неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	
Отчетность			
Выручка	2 297	4 173	81.7%
ЕБИТДА	446	906	103.1%
Чистая прибыль	147	нет данных	-
Активы	2 318	нет данных	-
Финансовый долг	929	1 168	25.7%
Собственный капитал	880	нет данных	-
Финансовый долг/Активы	40.1%	нет данных	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.1x	1.3x	-0.8x
Рентабельность по ЕБИТДА	19.6%	21.7%	+2.10 п.п.

Холдинг «Макси-Групп» (3-й эшелон)

E.Vorobiev@kf.ru

Переработка лома черных металлов в сталь (2 млн тонн) и производство стального проката (1 млн тонн); занимает 3-е место (7% рынка) по объемам переработки лома черных металлов в России. Выручка за 2006 год — \$474 млн.



Холдинг «Макси-Групп» — электросталеплавильная компания, занимающаяся выпуском сортового проката из лома черных металлов и оптовой торговлей металлоломом.

Направления бизнеса «Макси-Групп»:

- реализация собранного металлолома сторонним потребителям;
- производство стального сортового проката;
- выплавка стали в виде товарной катанки и товарной заготовки.

В холдинге занято около 10 тыс. человек.

Холдинг «Макси-Групп» состоит из двух дивизионов:

Металлургический дивизион:

- ОАО «Металлургический холдинг» (управляющая компания дивизиона);
- ЗАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод» (НСММЗ) — производство стали (расположено в г. Ревда, мощность — 2 млн тонн в год) и стального проката (расположено в г. Н.Серги; мощность — 1 млн тонн в год);
- ООО «Интехремонт» — производство машиностроительной продукции для металлургии.

Дивизион по сбору лома черных металлов (мощность — 4.5 млн тонн в год):

- ЗАО «Уралвторчермет» (управляющая компания дивизиона);
- коллекторы металлолома (38 компаний).

Холдинг «Макси-Групп» входит в тройку лидеров по масштабам переработки лома черных металлов в России, занимая 7% внутреннего рынка.

В настоящее время холдинг реализует программу по строительству двух сталеплавильных заводов: ОАО «Калужский научно-производственный электрометаллургический завод» в Боровском районе Калужской области; ОАО «Тольяттинский электрометаллургический завод» в г. Тольятти, а также инвестиционный проект на промышленной площадке в г. Березовский.

Справочно:

1. в 2004 году холдинг определил своим приоритетом производство горячекатаного проката и передал в аренду родственному ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов» цеха по выпуску гвоздей, проволоки и шурупов в г. Ревда;
2. ЗАО НСММЗ приобрело незадействованные площади ЗАО УЗПС в г. Березовский и приступило к строительству металлургического производства (электросталеплавильный и прокатный цеха с объектами инфраструктуры);
3. ОАО «Макси-Групп» выкупило в рамках оферты в сентябре 2007 года по единственному обращающемуся займу Холдинга облигаций на \$92 млн (объем выпуска — \$110 млн).

Для погашения обязательств по долгам в декабре 2007 года 50 процентов и одна акция «Макси-Групп» была продана Группе «НЛМК». Одним из условий сделки была договоренность, что акционеры вложат в пострадавшую компанию \$1,2 миллиарда в первом квартале 2008 года пропорционально своим долям. Считаем присутствие такого сильного акционера в составе собственников Холдинга позитивной новостью для компании; однако окончательные выводы о кредитном качестве Холдинга целесообразно сделать по результатам деятельности за 1Q08, когда можно будет оценить эффект от действий нового акционера по выводу компании из кризиса.

Риски:

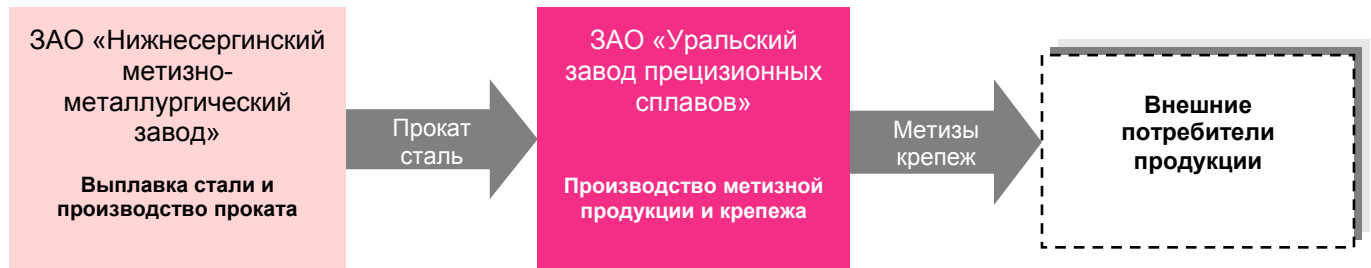
- отсутствие консолидированной отчетности по холдингу;
- высокий уровень долговой нагрузки ЗАО НСММЗ по результатам 9M07;
- сложная схема собственности и управления холдингом;
- низкая информационная прозрачность бизнеса;
- наличие в СМИ негативных сведений о холдинге:
 - применялись рейдерские действия при формировании холдинга «Макси-Групп»;
 - в сентябре 2007 года в офисах холдинга были проведены обыски, санкционированные окружными аппаратами Генпрокуратуры и МВД РФ.
- не весь собираемый лом перерабатывается на сталеплавильных мощностях холдинга: часть его перепродается на сторону, что отрицательно сказывается на рентабельности;
- отсутствие у Группы собственного рудоплавильного подразделения.

Финансовые показатели ЗАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод» (основной производственный актив «Макси-Групп») по РСБУ за 2005–2006 годы, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9M07
Выручка	268.4	473.9	76.6%	499.7	781.3
Прибыль от продаж	39.7	120.1	202.3%	108.9	181.8
Чистая прибыль	39.1	105.4	169.6%	84.7	146.4
Активы	678.7	1336.0	96.9%	1 766.3	1 847.0
Финансовый долг	449.7	854.1	89.9%	1 178.1	1 184.0
Собственный капитал	177.2	290.3	63.8%	386.8	450.9
Финансовый долг/Активы	66.3%	63.9%	-2.4 п.п.	66.7%	64.1%
Финансовый долг/ Прибыль от продаж	11.3x	7.1x	-4.2x	5.4	4.9
Рентабельность по Прибыли от продаж	14.8%	25.3%	10.5 п.п.	21.8%	23.3%

ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов» (3-й эшелон) E.Vorobiev@kf.ru

Выпускает метизную продукцию и крепежные изделия в составе холдинга «Макси-Групп»; занимает 10% российского рынка метизной продукции. Выручка за 2006 год — \$136.5 млн.



Основное направление деятельности ЗАО УЗПС — выпуск метизной продукции (оцинкованной проволоки, сетки «рабица») и различных видов крепежа. Свою долю на рынке метизной продукции ЗАО УЗПС оценивает в 10%.

По информации ЗАО УЗПС, завод с 1999 года входит в состав холдинга «Макси-Групп».

В настоящий момент предприятие имеет в своем распоряжении две производственные площадки:

- производственная площадка в г. Березовский: выпуск метизов и различных марок сталей и сплавов (имеет в своем составе электросталеплавильный цех, цех микроленты и проволоки, энергоцех, ремонтно-инструментальный цех, сталепроволочный цех, цех крепежных изделий);
- производственная площадка в г. Ревда, с 2005 года арендуется у ЗАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод» (входит в «Макси-Групп»): производство крепежа (гвоздей, проволоки и шурупов).

Отдельные виды продукции завода являются уникальными для российской металлургии.

Риски:

- устойчивый рост финансового долга в течение последних 2- лет, высокая долговая нагрузка по результатам 9M07;
- Наличие негативных сведений в СМИ как самом ЗАО УЗПС, так и аффилированном холдинге «Макси-Групп»;
- нет ясности в роли ЗАО УЗПС в холдинге «Макси-Групп»; последний в своем меморандуме не называет ЗАО УЗПС своей частью;
- отсутствие консолидированной отчетности холдинга с включенными показателями ЗАО УЗПС;
- отсутствие у ЗАО УЗПС собственной сырьевой базы;
- часть технологического оборудования (площадка в г. Ревда) получена в аренду, отсутствует право собственности.

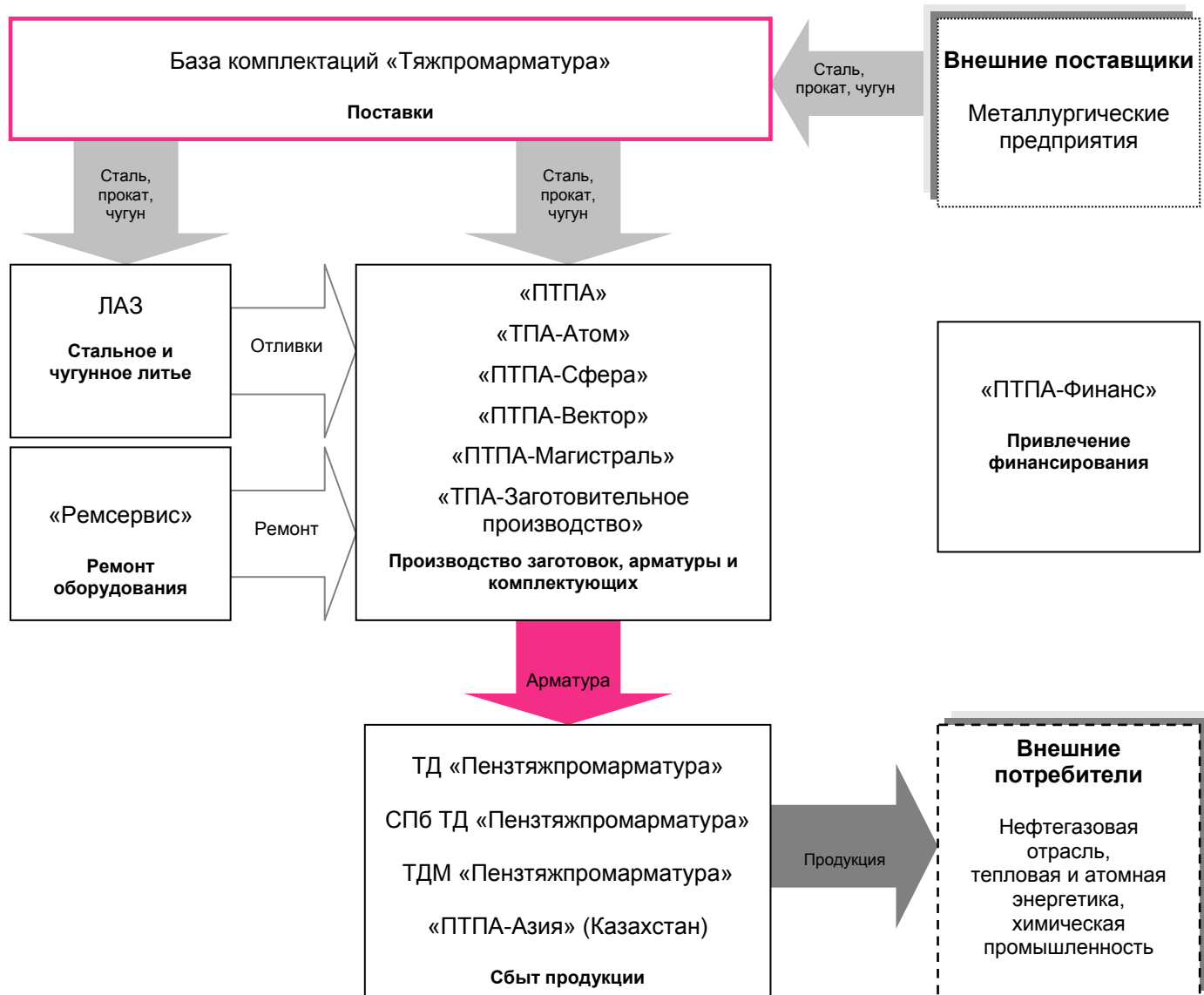
Финансовые показатели ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов» по РСБУ, \$млн

Показатель	2005	2006	Изменение	1П07	9M07
Выручка	117.8	136.5	15.9%	96.8	153.2
Валовая прибыль	5.4	9.6	76.2%	12.7	20.5
Чистая прибыль	3.8	1.4	-62.0%	1.9	2.4
Активы	93.0	216.3	132.6%	280.2	300.1
Финансовый долг	34.9	146.3	319.4%	205.8	219.6
Собственный капитал	15.5	17.6	13.6%	18.6	19.9
Финансовый долг/Активы	37.5%	67.7%	+30.1п.п.	73.5%	73.2%
Финансовый долг/ Валовая прибыль	6.4x	15.3x	+8.9x	8.1	8.0
Рентабельность по валовой прибыли	4.6%	7.0%	+2.4п.п.	13.1%	13.4%

Группа «Пензтяжпромарматура» (ПТПА) (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Пензтяжпромарматура» является одним из крупнейших производителей промышленной трубопроводной арматуры в России (около 20 тыс. шт.). Выручка за 2006 год — \$76 млн.



Большая часть Группы «ПТПА» находится в собственности менеджмента.

Группа изготавливает промышленную трубопроводную арматуру и комплектующие. Более 50% выпуска приходится на стальные задвижки и стальную арматуру. Производственные подразделения расположены в г. Пенза (Поволжье). Мощности Группы по производству арматуры на конец 2005 года составляли 35 тыс. шт. с планируемой загрузкой в 2007 году до 70%.

В настоящий момент 5 предприятий Группы изготавливают около 500 различных наименований арматуры и комплектующих. ОАО «ПТПА» (головная компания Группы) является основным балансодержателем активов и генерирует 80% выручки. Отливки для арматуры поступают с «Литейно-арматурного завода» (ЛАЗ), сырье и материалы для производства закупаются через дочернюю структуру — «База комплектаций «Тяжпромарматура»». Сбыт продукции осуществляется через торговые дома (Москва, Санкт-Петербург и Казахстан), а также напрямую конечным потребителям.

На закупки стали приходится более 50% затрат, при этом ни один из поставщиков не имеет доли более 10%.

Рынок сбыта — нефтегазовая отрасль, атомная и тепловая энергетика, химическая промышленность и др. Клиентская база достаточно хорошо диверсифицирована (на крупнейшего клиента, «Газпром», приходится 9% выручки). В 2006 году экспорт в СНГ, Китай, Иран, Индию принес 16% выручки.

В своей маркетинговой стратегии компания стремится стать «супермаркетом» трубопроводной арматуры, осуществляя поставку изделий как собственных, так и сторонних производителей. Специализация на высокомаржинальной продукции позволяет демонстрировать неплохую рентабельность.

Развитие бизнеса Группы связано с реализуемыми в России и за рубежом масштабными проектами в области строительства газо- и нефтепроводов, а также в атомной и тепловой энергетике.

В настоящий момент выполняется программа по техперевооружению производства на 2005–2008 годы. В 2005–2006 годах по лизингу было закуплено оборудование на сумму \$17 млн, в 2007 году запланировано потратить на переоснащение цехов \$17.5 млн.

Финансовые показатели Группы «ПТПА» по неаудированной консолидированной отчетности по РСБУ за 2005 г., 2006 г., 6М2006 и 6М2007, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	6м2006	6м2007	Изменение
Выручка	67	76	13%	36	43	21%
ЕБИТДА	24	18	-26%	16	9	-45%
Чистая прибыль	18	12	-33%	10	4	-55%
Активы	59	91	54%	75	114	52%
Финансовый долг	7	23	235%	9	35	317%
Собственный капитал	32	46	41%	42	52	23%
Финансовый долг/Активы	0.1x	0.2x	0.1x	0.1x	0.3x	0.2x
Финансовый долг/ЕБИТДА	0.3x	1.3x	1.0x	0.3x*	2.0x*	1.7x
Рентабельность по ЕБИТДА	36.4%	23.6%	-12.8 п.п.	45.4%	20.7%	-24.7 п.п.

* величина ЕБИТДА приведена к годовому значению

Выручка Группы за 2006 год, по данным неаудированной консолидированной отчетности, составила \$76 млн, за I полугодие 2007 года — \$43 млн, ЕБИТДА — соответственно \$18 и 9 млн. Значительное влияние на размер выручки оказывает сильная волатильность рынка арматуры: по сообщениям СМИ, в III квартале цены упали более чем на 30%. Менеджмент Группы ожидает, что выручка за 2007 год должна вырасти на 25%.

Одним из преимуществ Группы является достаточно высокая эффективность производства: показатель рентабельности по ЕБИТДА за 2006 год составил 23.6%, на конец I полугодия 2007 года он снизился до 20.7%. Как положительный факт отметим умеренную долговую нагрузку: отношение финансового долга к ЕБИТДА по итогам 2006 года составило 1.3x, и хотя обязательства Группы продолжили расти в 2007 году (за I полугодие — более чем на 50% до \$35 млн), но остаются приемлемыми.

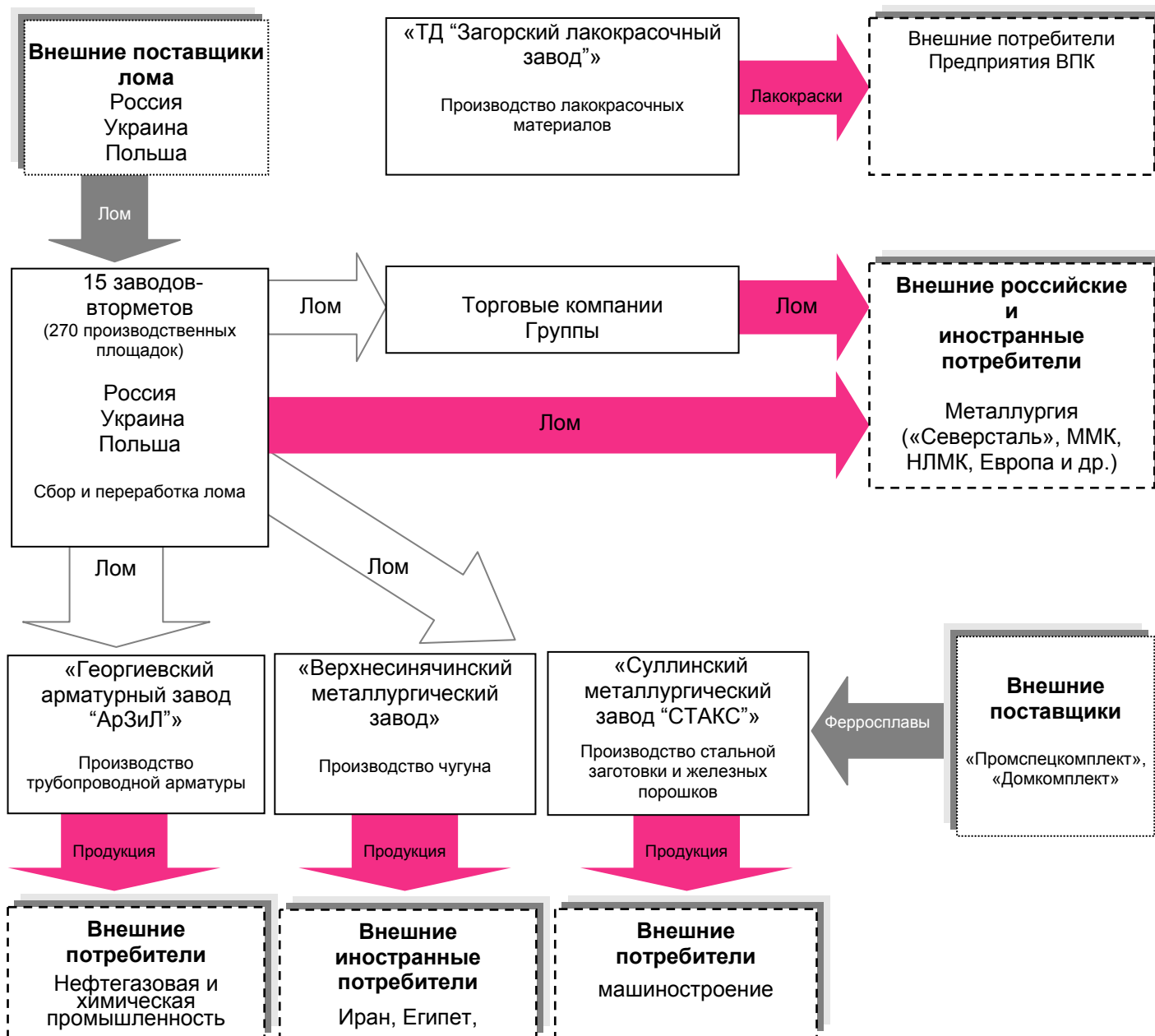
Риски

- конкуренция со стороны импортеров (Китай, Украина);
- зависимость от волатильных цен как на сырье (прежде всего сталь), так и на реализуемую продукцию;
- недостаточная, на наш взгляд, информационная прозрачность Группы (управленческая неаудированная консолидация).

Промышленная группа «МАИР» (ПГ «МАИР») (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

ПГ «МАИР» — крупнейшая в России компания, занимающаяся сбором, переработкой и реализацией лома черных металлов. По объемам поставок (2.3 млн тонн лома) занимает 1-е место в России (около 8% рынка) и 2-е место на Украине (около 4.5% рынка), контролирует около 4% мирового рынка. Общая выручка Группы в 2006 году — \$660 млн.



ПГ «МАИР» занимает лидирующие позиции на российском рынке лома черных металлов (около 8% рынка в целом, в том числе 20–30% профессионального сегмента). Сильной стороной компании является наличие крупной сети по сбору и переработке лома. Скорее всего, масштаб бизнеса будет увеличиваться в рамках общего процесса консолидации отрасли.

Основной владелец Группы — Виктор Макушин.

В рамках ПГ «МАИР» сбором и переработкой лома (62% выручки в 2006 году) занимаются 15 компаний-вторметов с 270 производственными площадками (215 — в собственности Группы), из которых 200 располагаются в России, 66 — на Украине, 4 — в Польше. 95% лома реализуется через собственную сбытовую сеть. На экспорт идет около 70% лома, основные покупатели — Турция (29% общего оборота Группы), Украина (11%), Египет (8%) и др.

Смежным направлением является выпуск чугуна, стальной заготовки, железных порошков (24% выручки) и трубопроводной арматуры.

- ОАО «Верхнесинячинский металлургический завод» — производство чугуна (более 150 тыс. тонн в 2006 году, около 11% российского рынка);
- ЗАО «Сулинский металлургический завод «СТАКС»» — изготовление стальной заготовки (108 тыс. тонн в 2006 году) и железных порошков (более 5 тыс. тонн, 75% российского рынка, в том числе свыше 90% рынка восстановленных порошков);
- ОАО «Георгиевский арматурный завод «АрЗил»» — производство трубопроводной арматуры.

Непрофильный бизнес — выпуск лакокрасочной продукции (11% выручки). ОАО «ТД «Загорский лакокрасочный завод»», ведущий производитель лакокрасочной продукции специального назначения в России (43 тыс. тонн в 2006 году).

Основные потребители лома — металлургические предприятия (40% продаж на внутреннем рынке приходится на «Северсталь», ММК и НЛМК). При этом необходимо отметить тенденцию роста спроса на металлолом в последнее время (порядка 19% в год) на фоне сокращения его сбора, что приводит к снижению разницы между внутренними и мировыми ценами. Ожидается, что к 2011–2012 годам возникнет дефицит лома на российском рынке, и экспорт будет практически свернут.

Сокращение объемов сбора лома подталкивает ПГ «МАИР» к созданию вертикально-интегрированного металлургического холдинга, в котором выпуск более доходной продукции (чугуна и стали) будет обеспечиваться собственной сырьевой базой. Для реализации данной стратегии планируется вложить \$100 млн в 2007 году и еще \$50–100 млн до 2011 года. Около 50% инвестиционной программы предполагается профинансировать за счет заимствований. Средства будут направлены на реконструкцию сталеплавильных мощностей и установку прокатного стана, что, по планам Группы, позволит к 2009 году увеличить производственные мощности до 2 млн тонн стали в год и повысить выручку данного направления до \$1.1 млрд.

В целом мы позитивно оцениваем вектор развития Группы, однако подчеркнем, что для выполнения планов может потребоваться большой объем ресурсов, что повлечет за собой необходимость наращивать долговую нагрузку.

Финансовые показатели ПГ «МАИР» по неаудированной консолидированной отчетности по РСБУ за 2005–2006 годы, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение
Выручка	685	660	-4%
ЕБИТДА	35.8	35.9	0%
Чистая прибыль	7.2	8.3	15%
Активы*	298	322	8%
Финансовый долг	134	148	10%
Собственный капитал*	118	127	8%
Финансовый долг/Активы	0.45x	0.46x	0.01x
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.7x	4.1x	0.4x
Рентабельность по ЕБИТДА	5.2%	5.4%	0.2 п.п.

*По управленческой отчетности рыночная стоимость активов выше приведенной в 3 раза, собственного капитала — в 6 раз.

В 2006 году наблюдалось снижение выручки Группы на 4% по сравнению с предыдущим годом, что объясняют продажей непрофильных активов и сокращением экспортных поставок. Показатель ЕБИТДА практически не изменился, чистая прибыль выросла на 15%. Рентабельность компании (согласно отчетности) остается на крайне низком уровне (по ЕБИТДА — 5.4%).

Соотношение «Долг/ЕБИТДА» Группы находится на уровне порядка 4x, и в соответствии с достаточно оптимистичными планами менеджмента, в 2008–2009 годах его значение должно сократиться до 2x.

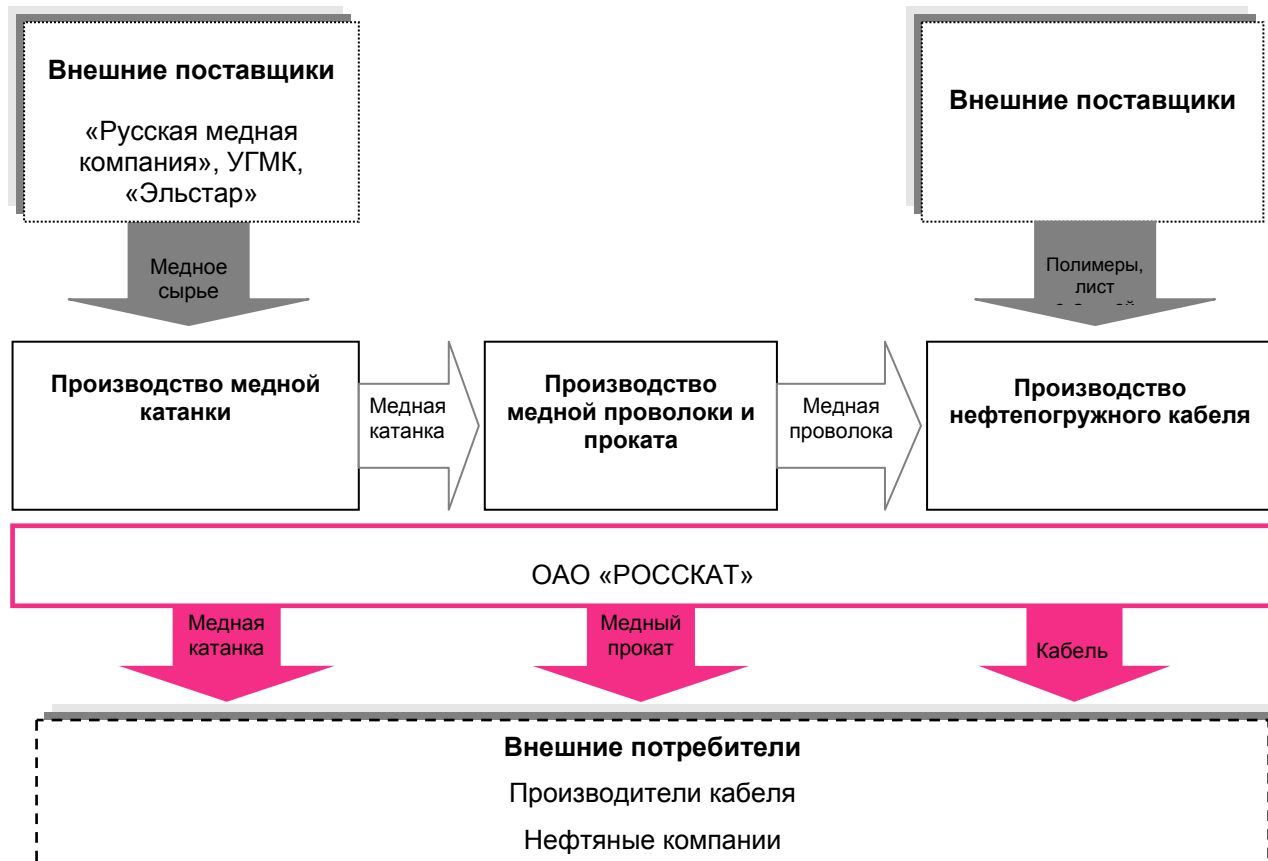
Риски

- довольно низкий уровень информационной прозрачности (отсутствует отчетность по МСФО, представленная консолидированная отчетность не до конца раскрывает финансовые показатели Группы);
- относительно высокий уровень долговой нагрузки, который, по нашему мнению, вряд ли значительно уменьшится в ближайшей перспективе;
- недостаточный уровень рентабельности ограничивает реализацию инвестиционной программы за счет собственных средств;
- риски, связанные с осуществлением внешних поставок (политика установления экспортных пошлин, изменение транспортных тарифов, колебания курсов валют).

ОАО «РОССКАТ» (РОССКАТ) (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

ОАО «РОССКАТ» является одним из крупнейших производителей медной катанки (36 тыс. тонн, 14% российского рынка) и лидером в производстве нефтепогружного кабеля (10 тыс. тонн, 28% рынка). Выручка в 2006 году — \$272 млн.



Владельцами компании являются 6 физических лиц (в том числе, по данным на июль 2007 года, президент и Председатель совета директоров Автовазбанка).

Деятельность «РОССКАТа» связана с производством и сбытом медной катанки (72% выручки), кабеля (19%), медного проката и оказанием услуг по переработке медного сырья по давальческой схеме. Почти вся продукция реализуется внутри страны. Завод расположен в городе Нефтегорске Самарской области.

ООО «РОССКАТ-Капитал» является головной структурой, владеющей 100% акций ОАО «РОССКАТ», и занимается привлечением финансирования. ОАО «РОССКАТ» выступает центром прибыли и балансодержателем основных средств.

Производственный цикл состоит из трех основных звеньев, составляющих последовательную технологическую цепочку: медная катанка – медный прокат – кабель. На различных стадиях продукция частично реализуется, частично используется для выпуска изделий следующего передела (медный прокат и кабель). Производственные мощности позволяют ежегодно выпускать 78 тыс. тонн медной катанки, 14 тыс. тонн кабеля для установок погружных электронасосов (УПЭН) и 6 тыс. тонн медной проволоки.

Рынок медной катанки характеризуется сильной концентрацией (более 90% контролируют 5 предприятий), низкой маржой и почти 100-процентной загруженностью оборудования (мощности «РОССКАТа» задействованы на 70%). В 2006 году рост рынка составил около 11%, в 2007 году ожидается на уровне 7.6%.

«РОССКАТ» удерживает сильные позиции на рынке медной катанки и лидирует в сегменте кабельной продукции для УПЭН. Стратегической целью компании является увеличение в 2009 году доли высокомаржинальной продукции (медный прокат и кабель) и услуг до 86%.

Основными покупателями медной катанки выступают производители кабельной продукции, кабелей для УПЭН — нефтяные компании. Крупнейшие контрагенты — «Саранскабель», «Промсервис» и «Роснефть» (36% выручки). 65% продаж приходится на 4 региона (около 1/4 — на Пермскую область), что свидетельствует о средней диверсификации сбытовой сети.

Рафинированная медь (медные катоды) составляет около 75% затрат на сырье. Риски изменения цен на медь целиком переносятся на конечных потребителей продукции посредством ежемесячного перезаключения контрактов. Компания достаточно сильно зависит от поставщиков сырья (более 80% закупается у «Русской медной компании», УГМК и «Эльстара»).

Финансовые показатели ОАО «РОССКАТ» по отчетности РСБУ за 2005 г., 2006 г., 3М2007, \$ млн

Показатель, \$ млн	2005	2006	Изменение	3м2007	Изменение
Выручка	108	272	152%	33	-
ЕБИТДА	10	24	142%	6	-
Чистая прибыль	5	14	192%	4	-
Активы	46	92	102%	111	20%
Финансовый долг	33	51	53%	55	6%
Собственный капитал	5	17	283%	23	30%
Финансовый долг/Активы	0.7	0.6	-0.2	0.5	-0.1
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.4	2.1	-1.2	2.1	0.0
Рентабельность по ЕБИТДА	9.2%	8.8%	-0.4%	19.7%	10.9%

* величина ЕБИТДА приведена к годовому значению

Выручка ОАО «РОССКАТ» за 2006 год составила \$272 млн, увеличившись более чем в 2.5 раза по сравнению с 2005 годом, ЕБИТДА — \$24 млн (более чем в 2 раза), собственный капитал вырос в 3 с лишним раза.

Невысокое значение выручки в I квартале 2007 года компания объясняет исполнением большого заказа по переработке давальческого сырья (было задействовано 1/4 мощностей), которое отражается в виде полученной комиссии, и, несмотря на низкие абсолютные значения выручки, имеет очень высокую рентабельность (19.7%). Тем не менее, по итогам 2007 года компания прогнозирует сохранение рентабельности на уровне прошлого года (8.9%).

Долговая нагрузка находится на приемлемом уровне. С учетом привлеченного в этом году облигационного займа к концу 2007 года отношение «Финансовый долг/ЕБИТДА», по планам компании, не должно превысить 3х.

На период 2007–2009 годов инвестиции в развитие производства составят около \$60 млн, причем в 2008–2009 годах финансирование предполагается осуществлять за счет собственных средств. В планах компании довести к 2010 году выручку до \$343 млн, ЕБИТДА — до \$46 млн, рентабельность по ЕБИТДА — до 13%.

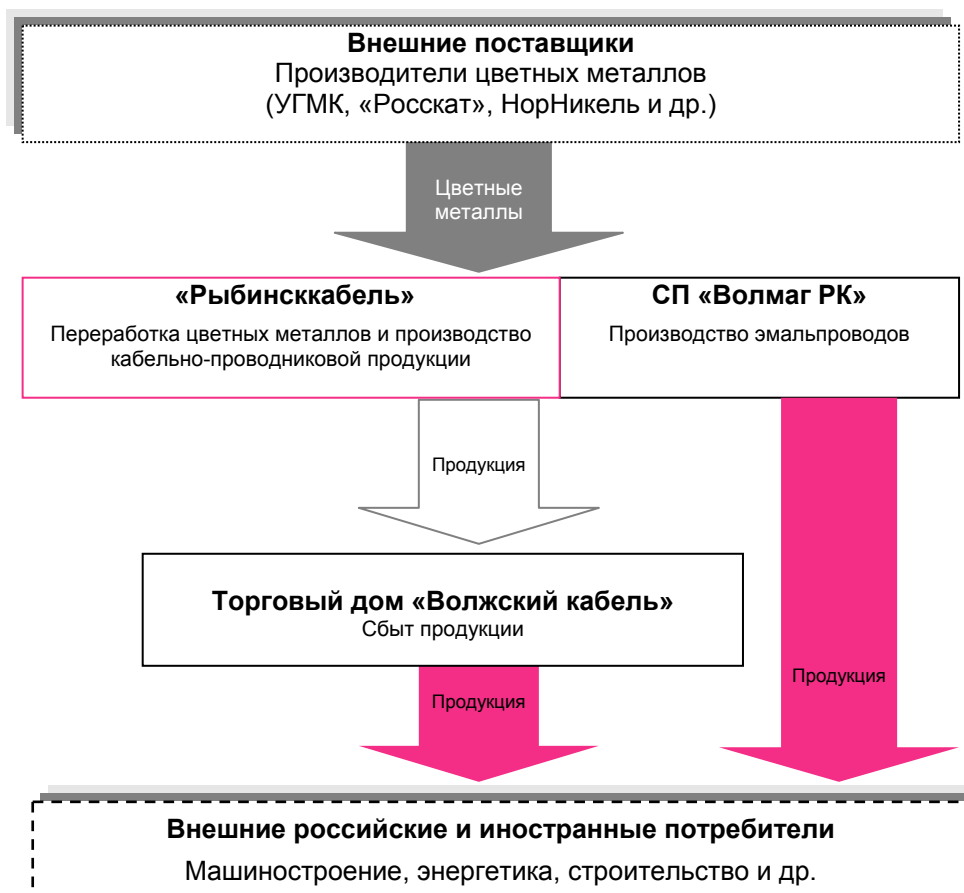
Риски:

- зависимость от спроса со стороны производителей кабеля и нефтяных компаний;
- изменение таможенного законодательства, что ослабит конкурентоспособность российских производителей;
- ограниченный круг поставщиков сырья;
- риск снижения маржи в случае повышения транспортных расходов;
- отсутствие отчетности по международным стандартам.

Группа «Рыбинсккабель» (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Рыбинсккабель» выпускает кабельно-проводниковую продукцию (объем переработки меди — 22.8 тыс. тонн, доля российского рынка — порядка 4%). Выручка Группы в 2006 году составила по оценочным данным \$191 млн.



Конечным бенефициаром Группы «Рыбинсккабель», согласно представленной в меморандуме к облигационному займу информации, является Сергей Прохоров.

Группа специализируется исключительно на производстве кабельно-проводниковой продукции (силовые кабели — 40% выпуска, эмалированные провода — 27%, силовые провода для электрических установок — 16%). Порядка 14% продукции экспортируется (в основном в страны бывшего СССР).

Российский рынок кабельно-проводниковой продукции характеризуется относительно сильной концентрацией изготовителей (на 10 предприятий приходится порядка 2/3 всего объема). Рост отрасли связан с развитием промышленности (основной потребитель — машиностроительные заводы и предприятия сегмента электроэнергетики), и, по прогнозам, в обозримой перспективе будет достигать 8–10% в год. Основная угроза — конкуренция со стороны западных компаний: на текущий момент импорт сдерживается высокими пошлинами и занимает около 17–19% рынка.

Основные активы Группы:

- **«Рыбинский кабельный завод»** — производит кабельную продукцию (за исключением эмалированных проводов), генерирует около 70% выручки Группы;
- **СП «Волмаг РК»** — совместное предприятие (66% принадлежит Группе) с австрийской фирмой «МАГ АГ» (крупный производитель оборудования для кабельной промышленности); выпускает эмалированные провода;
- **Торговый дом «Волжский кабель»** — осуществляет поставку материалов и реализацию продукции холдинга.

Группа «Рыбинсккабель» занимает лидирующие позиции в России по следующим позициям: силовые кабели для нестационарной прокладки (22%), эмалированного провода (21%), силовые провода для электрических установок (10.6%), судовые кабели (18%) и кабели управления (33%).

Основное сырье для производства — медная катанка (80–85% себестоимости) — закупается преимущественно у УГМК (порядка трети), а также еще у пяти контрагентов. Взлет мировых цен на медь вынуждает предприятие переходить на использование более дешевого алюминия, но доля последнего в суммарной переработке металлов хотя и увеличилась в 2006 году, однако не превысила 1%, и в ближайшей перспективе сильная зависимость Группы от производителей меди вряд ли изменится.

За 2006 год рост объема выпуска продукции (в натуральном выражении) составил 24%. В то же время мощности компании пока загружены только на 70%, что оставляет резерв для дальнейшего расширения бизнеса.

В соответствии с представленной консолидированной управленческой отчетностью, выручка Группы по итогам I полугодия составила \$114 млн, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на 87%. Вместе с тем необходимо отметить, что, несмотря на увеличение долга Группы, он остается пока на приемлемом уровне. Так, соотношение «Долг/ЕБИТДА» за 2006 год составило 1.6х, показатель «Долг/валовая прибыль» за I полугодие 2007 года — 1.7х.

Группа выполняет инвестиционную программу, имеющую своей целью наращивание выпуска кабельно-проводниковой продукции энергетического назначения, занимающей почти 2/3 рынка по объемам перерабатываемого металла и демонстрирующей самые высокие темпы роста в отрасли. В июне 2006 года завершился 1-й этап программы стоимостью порядка 10 млн евро, в 2007–2009 годах предусмотрены капитальные вложения порядка \$50–60 млн.

Хотя Группа и повысила рентабельность по ЕБИТДА в 2006 году до 14.5% против 9.5% в 2005 году, по этому показателю она заметно уступает металлургическим предприятиям с более длинной технологической цепочкой.

Финансовые показатели Группы «Рыбинсккабель» по консолидированной управленческой отчетности РСБУ за 2005 г., 2006 г., 1П2006 и 1П2007, \$ млн

Показатель, \$ млн.	2005	2006	Изменение	1П2006	1П2007	Изменение
Выручка	104	191*	84%	61	114	87%
ЕБИТДА	10	28*	179%	9	23**	-
Чистая прибыль	4	11*	193%	3	8	152%
Активы	39.5	148	275%	75	214	186%
Финансовый долг	16.5	45	173%	8	80	861%
Собственный капитал	19	90	369%	37	100	169%
Финансовый долг/Активы	0.4х	0.3х	-0.1х	0.1х	0.4х	0.3х
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.7х	1.6х	-0.1х	0.5х***	1.7х***	-
Рентабельность по ЕБИТДА	9.5%	14.5%	4.9 п.п.	14.1%	-	-

*Оценочные данные

**Валовая прибыль вместо ЕБИТДА

***Значения ЕБИТДА (1П2006) и валовой прибыли (1П2007) приведены к годовым

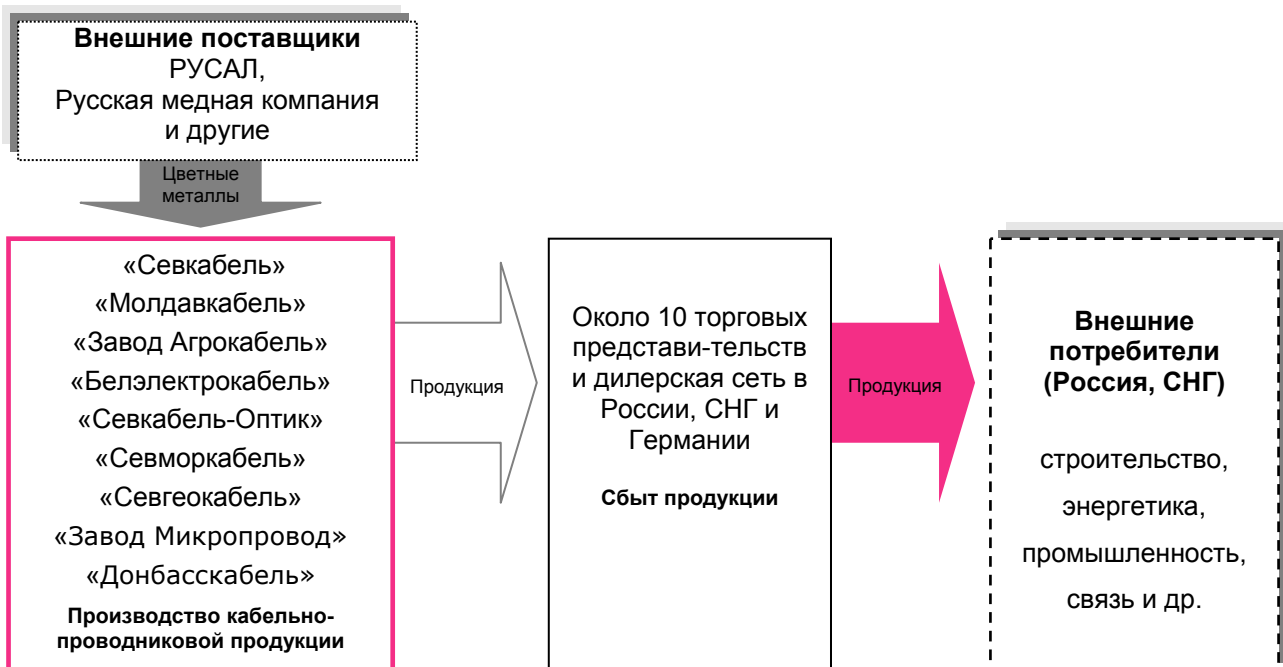
Риски:

- усиление конкуренции с российскими и иностранными производителями;
- зависимость от небольшого числа поставщиков сырья;
- удорожание используемого сырья (прежде всего меди);
- недостаточная информационная прозрачность (управленческая неаудированная консолидация).

ГРУППА «СЕВКАБЕЛЬ» (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Севкабель» входит в тройку лидеров по выпуску кабельно-проводниковой продукции в России (объем производства по весу металла в 2006 году — 40.5 тыс. тонн, около 7% рынка). Выручка Группы в 2006 году — \$288 млн.



Объемы производства предприятий кабельной промышленности году по весу металла, тонн

№№	Предприятия	2006	2005	Изменение	Уд. вес в 2006 г.
1	Камкабель	79 465	68 417	16.2%	13.3%
2	Ункомтех	71 617	77 690	-7.8%	12.0%
3	Севкабель - Холдинг	40 544	25 306	60.2%	6.8%
4	Электрокабель	36 508	34 836	4.8%	6.1%
5	Саранскабель	34 430	27 093	27.1%	5.8%
6	Москабель (Москабельмет)	31 214	29 159	7.1%	5.2%
7	Южкабель	23 866	21 861	9.2%	4.0%
8	Рыбинскабель	22 397	18 012	24.3%	3.8%
9	Сибкабель	18 227	18 316	-0.5%	3.1%
10	Кавказкабель	15 684	13 042	20.3%	2.6%
	Остальные	223 389	204 878	9.0%	37.4%
	Итого	597 341	538 610	10.9%	100%

Источник: Ассоциация «Электрокабель»

Владельцы Группы «Севкабель» — Геннадий Макаров и его семья.

Группа выпускает кабельно-проводниковую продукцию; в структуре продаж наибольшую долю занимают силовые кабели, самонесущие изолированные провода (СИП) и оптические кабели. Хотя продукция в основном реализуется в России и странах СНГ, Группа стремится к расширению географии продаж: в середине 2006 года было открыто торговое представительство в Германии, ведутся переговоры о поставках в страны Азии, Латинской Америки и Африки.

Производственные мощности Группы представлены 9 заводами в Северо-западном и Центральном округах России, Молдове и Украине. ОАО «Севкабель» является крупнейшим предприятием Группы: на его долю приходится около 50% выручки и активов.

Сбыт продукции осуществляет посредством порядка 10 торговых представительств в российских промышленных центрах, Украине, Беларуси, Азербайджане, Кыргызстане, а также Германии (около 40% продаж), и через дилерскую сеть (порядка 20% сбыта).

В структуре Группы также присутствуют Научно-исследовательский институт НИИ – ОАО «Севкабель», логистическое подразделение «Севкабель-Логистик» (склад, транспортировка).

Группа «Севкабель» по итогам 2006 года лидировала в России по следующим направлениям: кабели силовыми напряжением до 1 кВ (15% рынка), СИП (28%), соединительные провода и шнуры (11%). Стоит отметить, что первые две позиции отличаются наилучшей динамикой потребления (+15% и +121% соответственно) в самом перспективном секторе кабельно-проводниковой продукции энергетического назначения. Кроме того, Группа контролирует заметную долю в производстве силовых кабелей напряжением 1 кВ и выше, радиочастотных кабелей, проводов для электротехнических установок.

Основными потребителями продукции Группы являются строительные, энергетические, промышленные, телекоммуникационные и судостроительные компании.

Медь и алюминий - основное сырье, используемое в производстве ОАО «Севкабель» — на него приходится около 60% потребляемого сырья. Более 50% медной катанки закупается у «Русской медной компании», подавляющая часть алюминия — у Группы «Русал».

Ежегодные инвестиции Группы на протяжении последних трех лет составляли в среднем \$20 млн; планируется, что в 2007 году они вырастут до \$40–45 млн. В марте текущего года Группа приобрела предприятие «Донбасскабель» (Украина), выручка которого в 2006 году составила около \$29 млн. С учетом ввода новых мощностей эта покупка должна довести выручку Группы в 2007 году до \$525 млн, чистую прибыль — до \$12 млн.

Выручка Группы за 9 месяцев 2007 года выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года в 1.7 раза, валовая прибыль — почти в 2 раза. Однако масштабные инвестиции, ставшие главным источником такого роста, значительной степени были оплачены заемными средствами: финансовый долг Группы увеличился в 1.7 раза. Отношение финансового долга к валовой прибыли находится на уровне 5.9x, а его удельный вес в активах — порядка 80%, что свидетельствует о достаточно высокой долговой нагрузке Группы.

Рентабельность Группы по валовой прибыли за 2006 год составила 12.1%, по итогам трех кварталов 2007 года — 13.3%, что в целом соответствует уровню прибыльности компании, сосредоточенной исключительно на выпуске продукции последнего передела.

Финансовые показатели Группы «Севкабель» по консолидированной управленческой отчетности РСБУ за 2005 г., 2006 г., 9М2006 и 9М2007 годов, \$ млн

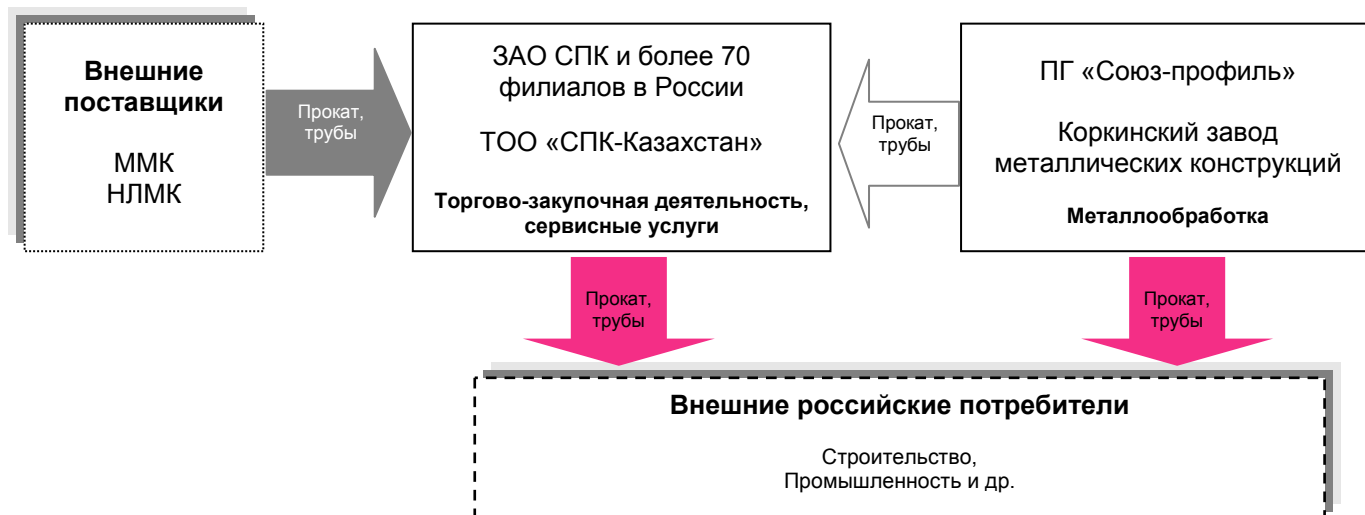
Показатель	2005	2006	Изменение	9М2006	9М2007	Изменение
Выручка	149	288	93%	164	284	73%
Валовая прибыль	20	35	74%	20	38	88%
Чистая прибыль	3	5	76%	3	9	160%
Активы	205	275	34%	220	378	72%
Финансовый долг	129	213	65%	154	296	92%
Собственный капитал	41.5	48	16%	45	59	32%
Финансовый долг/Активы	0.6x	0.8x	0.1x	0.7x	0.8x	0.1x
Финансовый долг/Валовая прибыль	6.5x	6.1x	-0.3x	5.8x	5.9x	0.1x
Рентабельность по валовой прибыли	13.4%	12.1%	-1.3 п.п.	12.2%	13.3%	1.1 п.п.

Риски:

- высокая долговая нагрузка Группы;
- отсутствие собственной сырьевой базы, что приводит к появлению зависимости от нескольких поставщиков;
- сильная ценовая волатильность на рынке металлов;
- обострение конкуренции с российскими и иностранными производителями;
- недостаточная информационная прозрачность (управленческая неаудированная консолидация).

Группа «Сталепромышленная компания» (Группа «СПК») (3-й эшелон)

Группа «Сталепромышленная компания» является крупнейшим металлотрейдером в России: продажи в 2006 году — 1 млн тонн, доля на вторичном (дистрибьюторском) рынке — около 6%, выручка — \$751 млн.



Владельцы Группы не раскрываются.

Деятельность Группы «СПК» включает: металлоторговлю (96% выручки), собственное производство (3%) и услуги по обработке металла и его транспортировке (1%). Филиальная сеть насчитывает более 70 отделений (15 открыто в 2006 году, в 2007 году должны добавиться еще 23) в России и Казахстане, причем на Россию приходится 96% объема отгрузки. Производственные мощности — 105 тыс. тонн продукции в год. Перевозки продукции осуществляются собственным автопарком и арендованным авто- и железнодорожным транспортом.

Наиболее перспективным для металлотрейдеров является развитие металлообработки, которая отличается высокой рентабельностью и востребованностью. Группа планирует в течение 5 лет ввести в эксплуатацию 11 сервисных металлоцентров (СМЦ), вложив в проект \$180 млн (из них \$78 млн — в 2007 году). В 2008 году предстоит запустить 3 СМЦ мощностью до 175 тыс. тонн продукции.

На текущий момент собственное производство развито слабо (загрузка мощностей в 2006 году составляла около 40-50%, в 2007 году доля данного бизнеса в выручке ожидается на уровне 5%).

Свыше 50% продаж Группы приходится на Уральский федеральный округ, количество клиентов превышает 30 тысяч. Крупнейшие потребители — строительство (45% реализации) и промышленность (29%).

Основные поставщики — ведущие российские меткомбинаты. Главные из них — ММК (20% поставок) и НЛМК (12%). Удельный вес импорта в общем объеме закупок незначителен.

Финансовые показатели Группы «Сталепромышленная компания» по неаудированной консолидированной отчетности по РСБУ за 2005 г., 2006 г. и 6М2007, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	6М2007	Изменение с начала года
Выручка	529	751	42%	448	-
ЕБИТДА	10*	30		0	-
Чистая прибыль	4	18	387%	13	-
Активы	105	151	44%	256	70%
Финансовый долг	37	67	81%	154	129%
Собственный капитал	24	41	72%	54	32%
Финансовый долг/Активы	0.4	0.4	0,1	0.6	0.2
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.7*	2.2	-	-	-
Рентабельность по ЕБИТДА	1.9%*	4.0%	-	-	-

*Вместо ЕБИТДА приведена ЕБИТ

В соответствии с данными управленческой консолидированной отчетности, выручка Группы за 2006 год составила \$751 млн, увеличившись на 42% по сравнению с 2005 годом, EBITDA — \$30 млн, чистая прибыль — \$18 млн.

Активы Группы по итогам 2006 года составляли \$151 млн, на конец I полугодия 2007 года они выросли до \$256 млн в значительной степени за счет увеличения финансового долга, достигшего \$154 млн (\$67 млн в 2006 году). При этом стоит отметить, что в обязательствах преобладают краткосрочные займы (75%). За последние годы долговое бремя Группы значительно усилилось и начинает негативно влиять на ее кредитоспособность.

Рентабельность деятельности Группы по EBITDA в 2006 году равнялась всего 4%, что невелико даже на фоне других металлотрейдеров.

По прогнозам компании, объем отгрузки в 2007 году составит 1.3 млн тонн (+30% к прошлому году); выручка достигнет \$1 млрд, чистая прибыль — \$40 млн, чему, однако, может помешать наблюдающееся с августа этого года ухудшение ценовой конъюнктуры.

В среднесрочной перспективе Группа не исключает выхода на IPO.

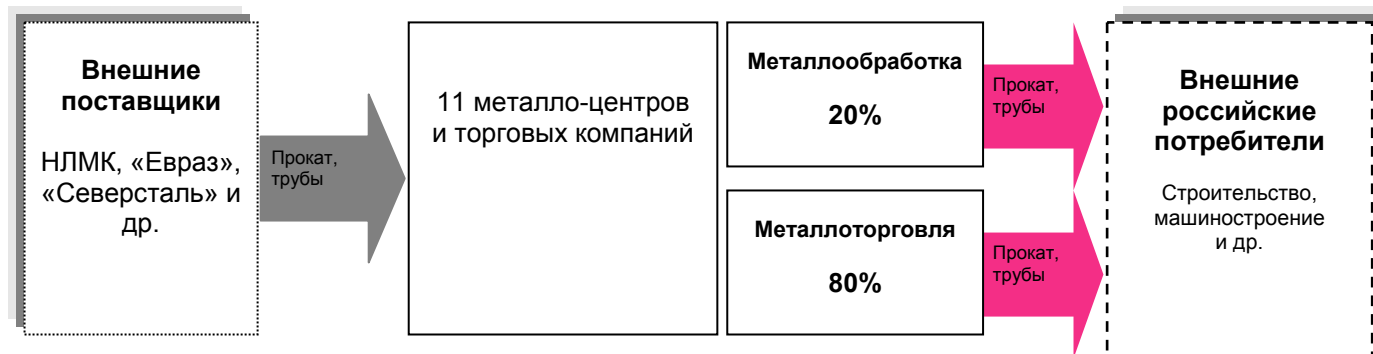
Риски:

- низкая эффективность деятельности;
- риск усиления конкуренции со стороны российских меткомбинатов и импортеров (Китай, Украина);
- зависимость от конъюнктуры строительной отрасли;
- концентрация продаж в Уральском федеральном округе;
- невысокая информационная прозрачность (нет аудированной консолидации, не ведется отчетность по международным стандартам, неизвестны владельцы Группы)

Группа «ДиПОС» (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «ДиПОС» входит в пятерку крупнейших металлотрейдеров в России (объем отгрузки в 2006 году — 830 тыс. тонн, порядка 5% вторичного дистрибьюторского рынка). Выручка за 2006 год составила \$545 млн.



Владельцами Группы являются 9 человек, доля каждого не превышает 20%.

Основным видом деятельности компании является продажа металлопроката, в том числе листового (28% выручки), арматуры (34%), сортового проката, труб и пр. Собственное производство составляет 14% объемов отгрузки (120 тыс. тонн) с планами довести его долю к 2008 году до 30–35%. Металлоцентры и дилерская сеть охватывают Южный, Северо-Западный, Центральный, Приволжский и Сибирский федеральные округа.

Ключевыми поставщиками проката являются НЛМК, «Северсталь», «Евраз» — на них приходится более 50%, причем все материалы закупаются исключительно внутри страны. Половина продукции поставляется напрямую от поставщиков в региональные центры, половина — на 2 логистические базы в Московской области, через которые идет перевалка грузов для последующей доставки с использованием собственного автопарка либо арендованным авто- и железнодорожным транспортом.

Рынок сбыта — строительство, автомобилестроение, ТЭК и др. Клиентская база диверсифицирована (более 10 тыс. компаний). Большая часть бизнеса сосредоточена в промышленно развитой европейской части России.

Долгосрочной стратегией компании является создание сети специализированных сервисных металлоцентров, оказывающих услуги по металлообработке. В 2007–2008 годах на развитие мощностей запланировано потратить около \$50 млн. В 2009–2010 годах \$25 млн будет инвестировано в строительство производственно-складского комплекса под Санкт-Петербургом.

Финансовые показатели Группы «ДиПОС» по управленческой отчетности за 2006 год и ПФК «ДиПОС» по РСБУ за 2005 г., 2006 г., 9М2006 и 9М2007, \$ млн

Показатель	Группа		ПФК ДиПОС				
	2006	2005	2006	Изменение	9м2006	9м2007	Изменение
Выручка	545	343	499	46%	353	548	55%
ЕБИТДА	39*	11	27	149%	-	-	51%
Чистая прибыль	25	4	15	240%	11	7	-33%
Активы	170	96	127	33%	-	212	66%**
Финансовый долг	82	48	65	36%	-	128	97%**
Собственный капитал	78	36	53	46%	-	63	19%**
Финансовый долг/Активы	0.5x	0.5x	0.5x	0x	-	0.6x	0.1x**
Финансовый долг/ ЕБИТДА	2.1x*	4.5x	2.4x	-2.0x	-	-	-
Рентабельность по ЕБИТДА	7.1%*	3.1%	5.3%	2.2 п.п.	-	-	-

* Вместо ЕБИТДА дана прибыль от продаж

** Изменение к началу 2006 года

Производственно-коммерческая фирма «ДиПОС» (ПФК «ДиПОС») является головной компанией Группы и обеспечивает порядка 98% прибыли от продаж металлопродукции. Консолидированная отчетность формируется только с 2006 года, поэтому для оценки динамики считаем возможным ориентироваться именно на показатели ПФК «ДиПОС».

Выручка Группы по итогам 2006 года, согласно консолидированной отчетности, составила \$545 млн, активы — \$170 млн, при весьма умеренной величине долга — \$82 млн. Задолженность невелика и по отношению к денежному потоку: коэффициент «Долг/Операционная прибыль» равнялся 2.1x (2.4x — по ПФК «ДиПОС»).

Рентабельность металлотрейдеров остается очень невысокой: по операционной прибыли — порядка 7.1% по консолидированной отчетности, 5.3% — по ПФК «ДиПОС» (по EBITDA); по чистой прибыли — 4.6% и 3% соответственно.

Ожидания Группы на 2007 год (выручка на уровне \$800 млн, чистая прибыль — \$20 млн), представляются несколько завышенными в свете снижения цен на металлопрокат в III квартале и прогнозами сохранения этой тенденции до конца года (в связи с переизбытком продукции на складах и усилившейся конкуренцией со стороны иностранных конкурентов).

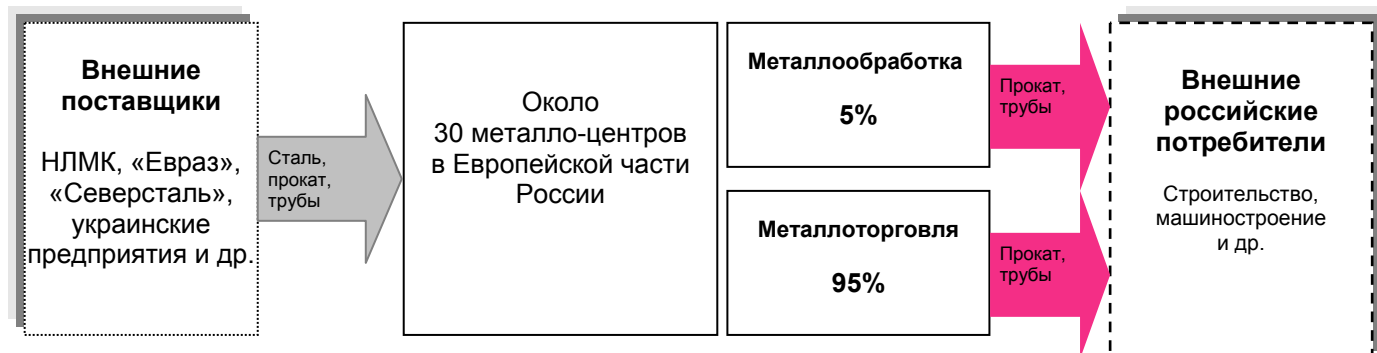
Риски:

- обострение конкуренции со стороны российских меткомбинатов и импортеров (Китай, Украина);
- рост долговой нагрузки;
- зависимость от нескольких поставщиков;
- зависимость от конъюнктуры строительной отрасли;
- невысокая информационная прозрачность (нет консолидированной отчетности за 2005 год и ранее, не ведется отчетность по международным стандартам).

Группа «ИНПРОМ» (3-й эшелон)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «ИНПРОМ» является одним из крупнейших российских металлотрейдеров: объем отгрузки в 2006 году — 700 тыс. тонн, или 4–6% вторичного (дистрибьюторского) рынка. Выручка в 2006 году — \$447 млн.



Владелец Группы — Игорь Коновалов.

Основная деятельность Группы «ИНПРОМ» связана с розничной и мелкооптовой торговлей стальным прокатом и трубной продукцией, а также оказанием услуг по металлообработке через сеть собственных сервисных металлоцентров (около 30), расположенных в европейской части России. Производственно-складские площади Группы — 1.1 млн кв. м. Поставка продукции авто- и железнодорожным транспортом идет через несколько компаний-перевозчиков, в которых Группа владеет небольшой долей капитала.

Российский рынок металлопроката делится на первичный (меткомбинаты) и вторичный (независимые трейдеры) сектора, при этом на последнем отсутствуют игроки, занимающие действительно доминирующее положение.

За последние два года Группа «ИНПРОМ» увеличила количество филиалов на 40% (с 20 до 28), к 2012 году планирует расширить сеть до 42 центров и довести продажи металлопродукции до 1.67 млн тонн.

Стратегическим направлением развития компании является расширение спектра услуг по металлообработке, что позволит увеличить маржу от продаж продукции. Инвестиции в основные фонды на 2007–2011 годы запланированы в размере \$160 млн, при этом ожидается, что к 2011 году реализация металлопроката собственного производства должна приносить порядка 1/3 выручки.

Рынок сбыта Группы сконцентрирован в европейской части России (90% выручки) ввиду высокого спроса на металлопродукцию в крупных промышленных центрах; также намечается активно распространять географию деятельности на Урал и в Сибирь.

Основные поставщики металла для Группы — НЛМК, «Евраз» и «Северсталь» (около 60% всех закупок); еще порядка трети поставок осуществляется из Украины и Китая.

Финансовые показатели Группы «ИНПРОМ» по МСФО за 2005–2006 годы (аудированные) и 6М2007 года (неаудированные), \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	6м2007	Изменение с начала года
Выручка	279	447	60%	309	-
ЕБИТДА	12	26	117%	17	-
Чистая прибыль	-1.2	1.2	-	2.7	-
Активы	204	290	42%	377	30%
Финансовый долг	122	205	68%	234*	14%
Собственный капитал	40	55	38%	53	-4%
Финансовый долг/Активы	0.6x	0.7x	0.1x	0.6x	-0.1x
Финансовый долг/ЕБИТДА	10.2x	7.9x	-2.3x	6.9x**	-1x
Рентабельность по ЕБИТДА	4.3%	5.8%	1.5 п.п.	5.5%	-0.3 п.п.

* По состоянию на 1.12.2007

** величина ЕБИТДА приведена к годовому значению

Группа «Инпром» публикует отчетность в формате МСФО.

Выручка Группы за 2006 год составила \$447 млн, увеличившись по сравнению с 2005 годом на 60%, в то время как EBITDA выросла более чем вдвое до \$26 млн. Вместе с тем рентабельность по EBITDA остается на крайне низком уровне (5.8%) при чистой прибыли за 2006 год в размере \$1.2 млн.

Группа по-прежнему характеризуется довольно высокой долговой нагрузкой: на конец 2006 года финансовый долг превосходил EBITDA в 7.9 раза, а его доля в активах превышала 70%. Изменить ситуацию должно было привлечение \$60–90 млн через IPO, однако неблагоприятная ситуация на внешних рынках заставила перенести сроки размещения акций. По последней информации, IPO назначено на весну 2008 года.

Планы компании на 2007 год предусматривают увеличение объемов отгрузки до 900 тыс. тонн, выручки — до \$600 млн, EBITDA — до \$36 млн.

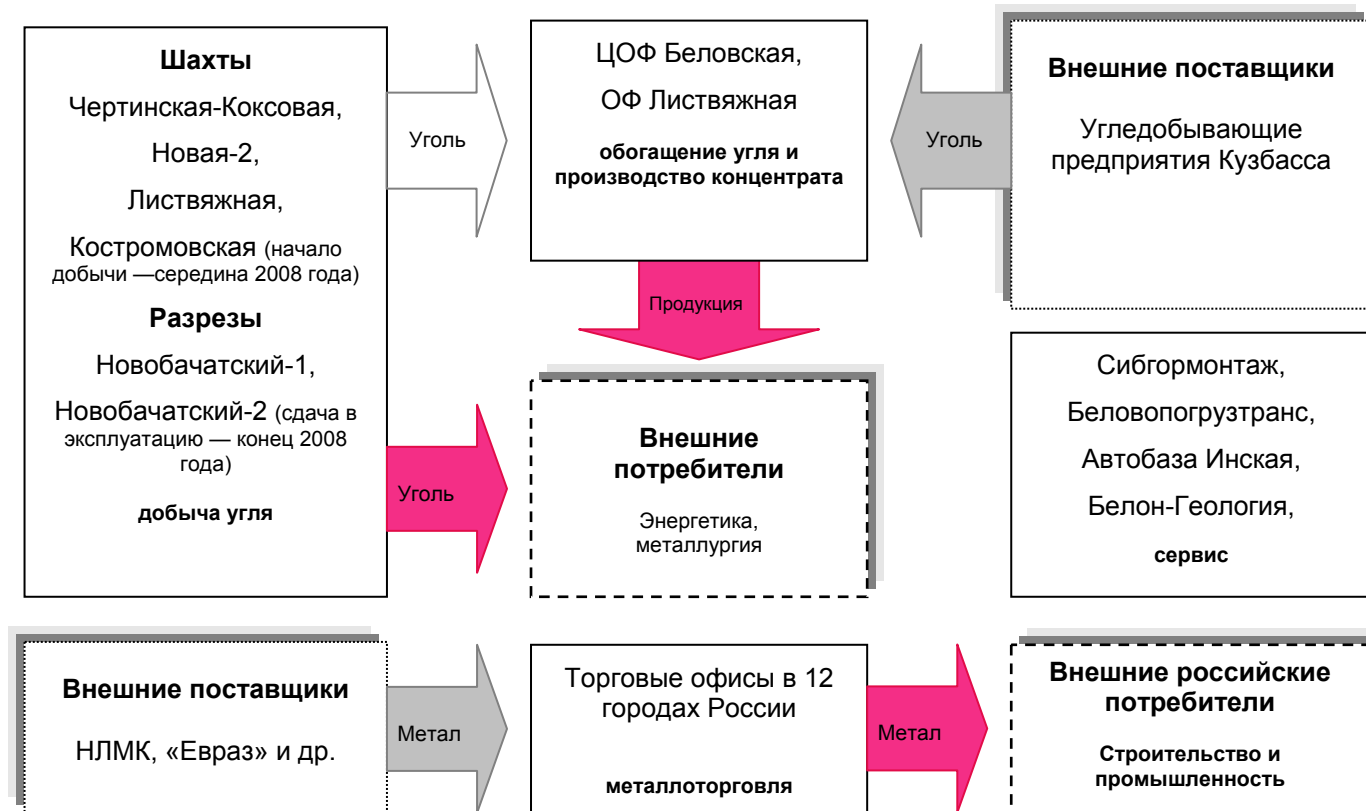
Риски:

- высокая долговая нагрузка;
- низкая эффективность деятельности;
- зависимость деятельности от нескольких поставщиков;
- ужесточение регулирования импорта заставит полностью перейти на менее рентабельные внутренние операции;
- риск усиления конкуренции со стороны российских меткомбинатов и импортеров (Китай, Украина).

Группа «Белон»

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Белон» — многопрофильный холдинг, специализирующийся на добыче и обогащении угля (3.1 млн тонн в 2006 году) и продаже металлопроката (280 тыс. тонн). Выручка за 2006 год — \$396 млн.



Основной владелец холдинговой компании Группы ОАО «Белон» — Андрей Добров (82% акций).

Деятельность Группы включает 4 направления: добычу угля (52.6% выручки за 2006 год), продажу металлопроката (45.3%), выпуск стройматериалов и инновационных продуктов.

Добыча угля и производство концентрата являются ключевым видом бизнеса Группы. Предприятия компании вплетены в общую технологическую цепочку — от добычи и обогащения угля до его реализации. В составе Группы насчитывается 4 шахты и 2 разреза (суммарные запасы — около 400 млн тонн). В 2006 году на фабрике «Беловская» было переработано 4.3 млн тонн сырья и отгружено 3 млн тонн концентрата (проектная мощность — более 7 млн тонн сырья). В августе 2007 года было завершено строительство фабрики по обогащению энергетических углей (Листвяжная) с проектной мощностью 6 млн тонн сырья и 5.1 млн тонн готовой продукции. Сервисное подразделение представлено четырьмя предприятиями, осуществляющими доставку сырья и готовой продукции, монтаж и ремонт горно-шахтного оборудования, геологоразведку.

Российский рынок угля характеризуется сильной концентрацией игроков из-за барьеров для входа (большая капиталоемкость, лицензирование и пр.). Порядка 75–80% добычи приходится на 3 компании. «Белон» относится к крепким «среднякам» (входит в первую десятку производителей коксующегося угля).

Коксующиеся угли используются в качестве сырья для металлургии, энергетические — для выработки электричества и тепла. Поэтому развитие угольного производства тесно связано с перспективами смежных отраслей. Металлургия показывает стабильные темпы роста потребления: по данным Международного института чугуна и стали (IISI), в 2006 году оно увеличилось на 16%, прогноз на 2007–2008 годы — более 10%. Текущая ситуация в энергетике также благоприятна: высокие цены на нефть и газ заставляют стимулировать переход на другие виды топлива (в том числе уголь).

Рынки сбыта энергетических углей Группы — ТЭК и металлургия (администрации Новосибирской и Кемеровской областей, «Кузбассэнерго» и др.). Около 1/3 продаж составляет экспорт в Европу и Украину. Более 90% производимого Группой концентрата коксующихся углей закупают три партнера — НЛМК, ММК и «Уральская сталь». Приоритетом для Группы является развитие поставок энергетических углей в Западную Европу и Азиатско-Тихоокеанский регион.

Направление «продажа металлопроката» Группы представляет собой первичную металлообработку и сбыт металлопродукции. Всего функционируют 16 складских комплексов в 12-ти городах России. В перспективе планируется развивать металлосервисные услуги и открывать новые отделения в регионах с высоким спросом. Также в 2 городах работают пункты приема и переработки лома. Закупки производятся у крупнейших российских меткомбинатов, при этом около 40% общего объема поставляют «Евразхолдинг» и НЛМК. Основные потребители — строительные и промышленные предприятия. Клиентская база достаточно хорошо диверсифицирована и насчитывает около 5 000 контрагентов.

Инвестиционная программа Группы «Белон» направлена на развитие главного направления — добычи угля и производства концентрата. В 2007 году капитальные вложения в добычу составили около \$230 млн, в 2008 году планируется потратить на эти цели около \$175 млн. В ближайшие 3 года совокупный объем инвестиций достигнет порядка \$300 млн, что должно позволить Группе полностью обеспечивать себя собственным сырьем (в настоящий момент примерно половину коксующегося и энергетического угля она приобретает на стороне).

Финансовые показатели Группы: после снижения прибыли в 2006 году из-за ведения строительных работ, неблагоприятной ценовой конъюнктуры и падения объемов давальческого сырья в I полугодии 2007 года отмечен существенный рост выручки (+47% к аналогичному периоду прошлого года) и EBITDA (в 2.7 раза). Рентабельность по EBITDA (15.2%) остается чуть ниже средней по отрасли (для сравнения: Группа «Мечел» — 25%, Группа «Кокс» — 28%), что связано с зависимостью от внешних поставщиков сырья и существенной долей в выручке менее рентабельного сегмента — металлотрейдинга.

Долговая нагрузка Группы за последние годы выросла (по состоянию на конец 2006 года коэффициенты «Финансовый долг/Активы» и «Финансовый долг/EBITDA» равнялись соответственно 35% и 4.3x, по данным на 30.06.2007 года — 43% и 4.5x).

Группа готовит консолидированную отчетность по стандартам МСФО.

Акции ОАО «Белон» включены в листинг РТС и ММВБ. Планируется проведение SPO на западных площадках, но не ранее 2010 года.

Финансовые показатели по МСФО Группы «Белон», \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	6м2006	6м2007	Изменение
Выручка	481	396	-18%	179	263	47%
EBITDA	153	83	-46%	15,2	40	163%
Чистая прибыль	124	46	-63%	1,3	8	515%
Активы	482	691	43%	435	836	92%
Финансовый долг	132	242	83%	232	359	55%
Собственный капитал	247	335	36%	148	350	136%
Финансовый долг/Активы	27%	35%	8%	53%	43%	-10%
Финансовый долг/EBITDA	0.9	2.9	2.1	7.6	4.5	-3.1
Рентабельность по EBITDA	31.8%	21.0%	-10.8%	8.5%	15.2%	6.7%

*Значение EBITDA приведено к годовому

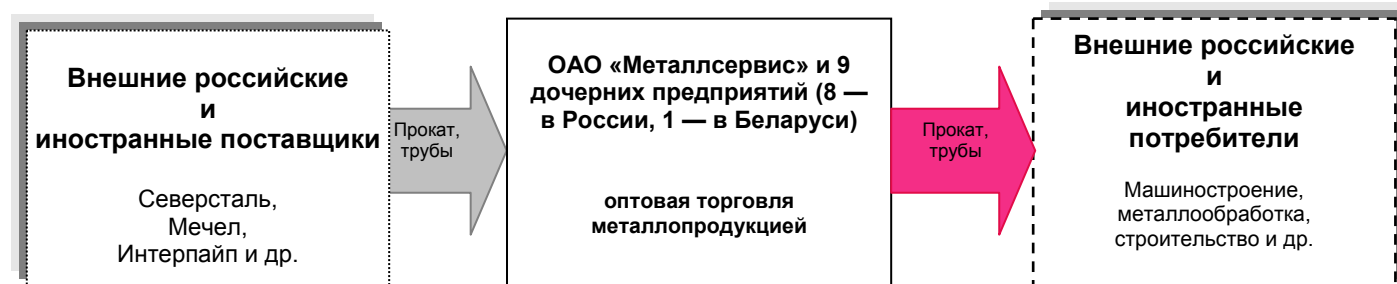
Риски:

- с учетом инвестиционных планов Группы возможно дальнейшее увеличение долговой нагрузки;
- зависимость от контрагентов: поставки сырья от внешних поставщиков составляют около 50% по углю и 100% — по металлопрокату;
- высокая доля нескольких потребителей в продажах концентрата коксующихся углей;
- производство концентрата энергетических углей Группы зависит от объема поставок на экспорт, так как в России используется менее качественное и более дешевое топливо;
- вероятность повышения транспортных тарифов (на текущей момент они составляют по отрасли около 1/3 стоимости угольной продукции);
- риск усиления конкуренции с российскими металлургическими комбинатами, развивающими розничные продажи собственной продукции, и импортерами металлопроката (Китай, Украина);
- концентрация продаж металлопроката в Сибирском федеральном округе.

Группа «Металлсервис»

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Металлсервис» занимает 2-е место среди российских металлотрейдеров: продажи в 2006 году составили 931 тыс. тонн, доля на вторичном (дистрибьюторском) рынке — около 5%; выручка, по собственным данным, — \$719 млн.



Конечными бенефициарами Группы являются члены Наблюдательного совета и топ-менеджмент, однако доли в капитале не раскрываются.

Ключевой вид деятельности Группы «Металлсервис» — оптовая торговля металлом. Так как полная информация по финансовым и производственным показателям Группы отсутствует, в качестве объекта оценки кредитного риска будем рассматривать поручителя по облигационному займу — ОАО «Металлсервис», являющееся главным активом холдинга (по данным компании, генерирует 70% выручки, консолидирует финансовые обязательства и большую часть основных средств).

ОАО «Металлсервис» представляет собой торгово-складской комплекс по хранению и переработке металлопродукции. 99% выручки приходится на реализацию металлопродукции (металлопрокат — 69% продаж, трубы — 26%). Важнейшим активом компании являются торгово-складские комплексы в Москве: Карачаровская, Очаковская и Капотнинская металлобазы. Складские площади превышают 200 тыс. кв. м (Москва — 178 тыс. кв. м, Новосибирск — 12 тыс. кв. м, Брянск — 17 тыс. кв. м). Региональные металлобазы и торговые офисы расположены в Минске и 8-ми городах России, находящихся, за исключением Новосибирска, в европейской части страны.

Стратегия развития компании направлена на расширение складских площадей, региональную экспансию и развитие услуг металлообработки. На данные цели предусмотрено использовать \$19 млн из средств, привлеченных по облигационному займу.

Реализация товара идет в основном со складов, что несвойственно другим крупным металлотрейдерам. Номенклатура предлагаемой продукции включает 24 тыс. позиций, что укладывается в стратегию компании по созданию «гипермаркета» металлопродукции, работающего круглосуточно. Технические средства позволяют ежедневно отгружать около 100 вагонов и более 1000 большегрузных автомобилей общим объемом до 5 тыс. тонн.

Покупателями выступают предприятия машиностроительной, металлообрабатывающей, строительной и прочих отраслей. Клиентская база хорошо диверсифицирована и насчитывает около 50 тыс. организаций и частных лиц. Основной рынок сбыта — Москва и Московская область.

Затраты на сырье и материалы составляют 87% себестоимости, что объясняется спецификой деятельности дилера. Важнейшие поставщики — «Северсталь», «Мечел», НЛМК, Борский трубный завод, «Евразхолдинг», белорусский БМЗ, украинский «Интерпайп» и др. (на долю импорта приходится 7%). При этом доля ни одного из контрагентов не превышает 10% общего объема закупок.

Финансовые показатели ОАО «Металлсервис» по РСБУ, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	6м2007	9м2006	9м2007	Изменение
Выручка	306	514	68%	329	360	538	50%
ЕБИТДА	11	27	148%	17	17	28	70%
Чистая прибыль	4	13	254%	8	8	12	63%
Активы	114	178	56%	261	170	298	75%
Финансовый долг	42	123	191%	195	103	210	104%
Собственный капитал	15	28	84%	37	23	42	83%
Финансовый долг/Активы	37%	69%	32%	75%	60%	71%	10%
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.9x	4.6x	0.7x	5.6x*	4.6x*	5.5x*	0.9x
Рентабельность по ЕБИТДА	3.5%	5.2%	1.7 п.п.	5.3%	4.6%	5.3%	0.6 п.п.

* Значение ЕБИТДА приведено к годовому значению

Финансовые показатели ОАО «Металлсервис» по РСБУ за 9 месяцев 2007 года выросли по сравнению с аналогичным периодом 2006 года: выручка — с \$360 млн до \$538 млн, EBITDA — с \$17 млн до \$28 млн, чистая прибыль — с \$8 млн до \$12 млн. Собственный капитал увеличился на 83% до \$42 млн, активы — на 75% до \$298 млн.

Стоит отметить тенденцию к наращиванию долговой нагрузки компании. Так, за последние 12 месяцев долг вырос в 2 раза и достиг \$210 млн, удельный вес краткосрочных займов составил 68%.

Рентабельность по EBITDA за 9 месяцев 2007 года равнялась 5.3%, что сопоставимо с показателями конкурентов.

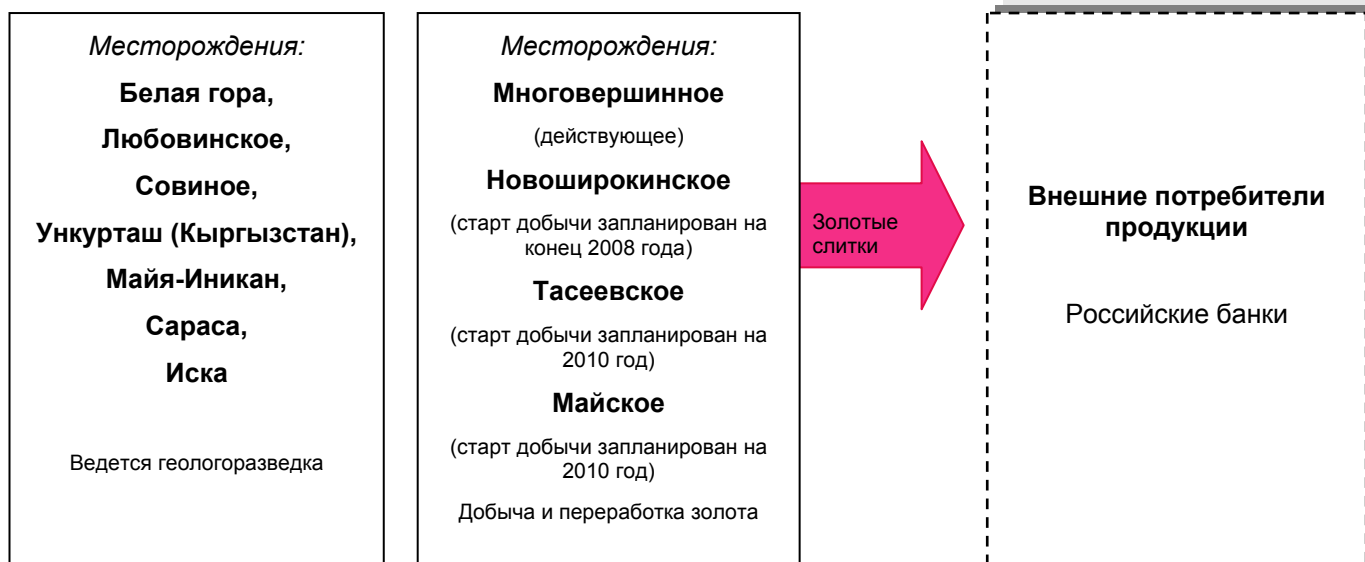
Риски:

- высокая долговая нагрузка;
- концентрация продаж в Москве и Московской области;
- обострение конкуренции с российскими меткомбинатами, развивающими розничную торговлю собственной продукцией, и импортерами металлопроката (Китай, Украина);
- невысокая информационная прозрачность (нет консолидированной отчетности по Группе, не ведется отчетность по международным стандартам, неизвестны доли владельцев в капитале компании).

Группа «Хайлэнд Голд» («Highland Gold Mining Ltd»)

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Хайлэнд Голд» является одной из крупнейших золотодобывающих компаний в России: в 2006 году она занимала 4-е место в стране, произведя 167.5 тыс. унций (5.2 тонн) золота, или более 3% российской добычи. Выручка в 2006 году — \$102 млн (прогноз на 2007 год — \$110 млн).



Крупнейшие владельцы Highland Gold Mining Ltd — Millhouse Романа Абрамовича (40% акций) и Barrick Gold (20%).

Основная деятельность «Хайлэнд Голд» связана с добычей, переработкой золотосодержащей руды и продажей золота. Добывающие активы расположены в Хабаровском крае, Читинской области, на Чукотке и в Киргизии. На конец 2006 года доказанные запасы золота исчислялись в 8.1 млн унций, оценочные запасы — в 25 млн унций. В 2006 году инвестиции в производство составили \$40 млн.

По данным компании, на середину 2007 года ей принадлежало 12 месторождений. Месторождение Многовершинное (в 2006 году произведено 151 тыс. унций золота) является основным добывающим активом и единственным, которое на данный момент функционирует (второе действующее месторождение, Дарасун, было продано во второй половине 2007 года). Ведутся подготовительные работы еще на трех месторождениях: Новоширокинском (СП с Kazzinc), Тасеевском и Майском. Первое из них намечено ввести в строй в конце 2008 года, остальные — в 2010 году. На семи месторождениях проводится геологоразведка. В структуру Группы также входят управляющая, логистическая, проектная, инвестиционная и ряд других компаний, обслуживающих основную деятельность.

В начале 2008 года на мировом рынке сложилась благоприятная ситуация для производителей золота: в январе цены достигли исторических максимумов (более \$900 за тройскую унцию), а ранее на протяжении 2-х лет показывали впечатляющие темпы роста (более 30% в год). Этому способствовали снижение объемов добычи, ослабление доллара, подорожание нефти, ускорение инфляции. В ближайшее время влияние этих факторов вряд ли ослабнет, а вместе с нарастающими страхами относительно рецессии в США и ее негативного влияния на остальные мировые рынки золото останется «тихой гаванью», что будет поддерживать высокие цены. В среднесрочной перспективе эксперты также не ожидают резкого падения котировок, что, безусловно, положительно повлияет на доходы золотодобывающих предприятий.

В России отрасль добычи золота представлена более чем 500 компаниями, причем большинство из них относительно невелики, что создает хорошие возможности для консолидации рынка крупными игроками и, соответственно, наращивания масштабов бизнеса. Россия не избежала общемировой тенденции к сокращению объемов добычи золота, что связано с ухудшением качества руды, ростом операционных затрат, высокой капиталоемкостью геологоразведки. Тем не менее Россия остается крайне привлекательной как для отечественных, так и для иностранных производителей. Страна обладает обширной сырьевой базой (2-е место в мире), что станет важнейшим катализатором роста отрасли, особенно крупных ее участников (в том числе «Хайлэнд Голд»), имеющих доступ к значительным финансовым ресурсам, необходимым для освоения месторождений.

Основные покупатели производимого Группой золота — отечественные банки. Около 50% выручки поступает от экспортных поставок в Западную Европу, осуществляемых банками по агентским соглашениям.

Финансовые показатели Группы пострадали из-за пожара на месторождении Дарасун в августе 2006 года: убытки составили \$80 млн.

В I полугодии 2007 года ряд показателей снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года: выручка упала с \$47 до \$43 млн, EBITDA — с \$20 млн до \$10 млн. Причиной тому стали продажа одного из двух действующих месторождений (Дарасун), проведение аудита на втором (Многовершинное) в целях оптимизации дальнейшей работы, а также рост операционных издержек.

Долг в первой половине 2007 года вырос по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на 39%, что в сочетании с сокращением прибыли вызвало существенное увеличение соотношения «Финансовый долг/EBITDA» — до 5.7х.

В январе 2008 года Роман Абрамович выкупил 40-процентную долю в Highland Gold Mining Ltd за \$400 млн. Мы позитивно оцениваем присутствие такого сильного акционера в составе собственников Группы. Так, действие лицензии на разработку Майского месторождения было продлено на 3 года, хотя ранее из-за задержки сроков начала добычи ее планировали отозвать. «Хайлэнд Голд» является одним из главных претендентов на крупнейшее месторождение в Восточной Сибири — Сухой Лог.

В конце 2006 года ряд топ-менеджеров компании Barrick Gold (одного из мировых лидеров отрасли) присоединились к Группе, качественно усилив управленческий состав. Менеджеры компании заявили о желании довести ежегодные темпы прироста добычи в 2007–2008 годах до 10% — наивысшего значения за последние 5 лет.

Группа готовит консолидированную отчетность по стандартам МСФО, начиная с первой половины 2007 года (ранее по стандартам GAAP).

Акции Highland Gold Mining Ltd обращаются на Лондонской фондовой бирже.

Консолидированные финансовые показатели Highland Gold Mining Ltd по GAAP за 2005 г. и 2006 г., и по МСФО за 1П2006 и 1П2007 (\$ млн)

Показатель	2005	2006	Изменение	6м2006	6м2007	Изменение
Выручка	76	102	35%	47	43	-8%
ЕБИТДА	-0.5	-65.7	-	20	10	-52%
Чистая прибыль	-12	-96	-	1	-3	-
Активы	369	389	5.5%	381*	421	10%
Финансовый долг	81	80	-0.5%	79*	110	39%
Собственный капитал	248	254	2%	259*	244	-6%
Финансовый долг/Активы	22%	21%	-1 п.п.	21%	26%	5 п.п.
Финансовый долг/ЕБИТДА	<0х	<0х	-	2.0х**	5.7х**	3.7х
Рентабельность по ЕБИТДА	-0.7%	-64.2%	-	42.9%	22.4%	-20.5 п.п.

* по отчетности GAAP

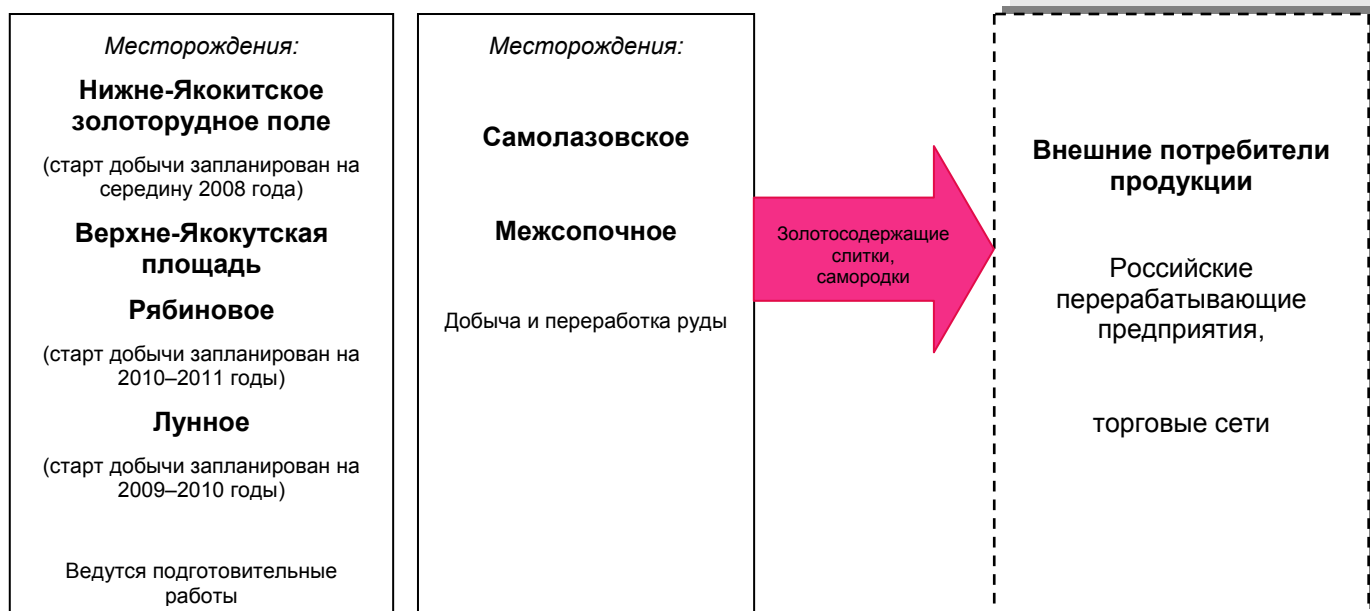
**величина EBITDA приведена к годовому значению

Риски:

- высокая волатильность цен на золото;
- задержка со сроками начала добычи на разрабатываемых месторождениях может негативно повлиять на операционные и финансовые показатели Группы;
- высокая долговая нагрузка на середину 2007 года;
- сложная юридическая структура Группы.

ОАО «Золото Селигдара» (входит в Группу «Артель старателей «Селигдар»)

Группа «Артель старателей «Селигдар» — золотодобывающая компания (в 2006 и 2007 годах произвела 2 и 2.1 тонны золота соответственно). Выручка за 2006 год — \$40 млн.



Владельцами Группы «Артель старателей «Селигдар»» являются более 30 человек.

Основной вид деятельности Группы — геологоразведка, добыча, переработка и реализация золота. Также компания ведет общестроительные, лесозаготовительные, дорожные и транспортные работы, связанные с обслуживанием приисков, оказывает услуги по ремонту оборудования и машин. В 2008 году руководство планирует завершить объединение активов и консолидировать их на базе холдинговой компании ОАО «Селигдар». Запасы золота создаваемой Группы, по данным компании на апрель 2007 года, составляли 125 тонн по категории C1+C2 (разведанные и предварительно оцененные) и 317 тонн по категории P1+P2 (прогнозные). Месторождения сконцентрированы в Республике Саха (Якутия).

Сейчас артель эксплуатирует 2 действующих месторождения: Самолазовское и Межсопочное. В середине 2008 года планируется приступить к добыче на участках Нижне-Якоkitского золоторудного поля с выходом в 2009 году на производство дополнительно 2 тонн золота в год. Месторождения Верхне-Якоkitское и Рябиновое находятся в стадии геологоразведки и подготовительных работ. В мае 2007 года был подписан протокол о намерениях между ОАО «Золото Селигдара» и государственными компаниями ОАО «Техснабэкспорт» и ОАО «Атомредметзолото» о создании совместного предприятия по освоению золото-уранового месторождения Лунное в Якутии (запасы золота по категории C1+C2 — 3 тонны, запасы урана не разглашаются).

Артель занимает крепкие позиции на российском рынке (12-е место по объемам производства золота в 2006 году), а после ввода в 2008 году новых участков Нижне-Якоkitского золоторудного поля сможет уже в 2009 году довести добычу до 4 тонн и войти в десятку лидеров. Одним из конкурентных преимуществ компании является использование метода кучного выщелачивания, что позволяет существенно сократить расходы по сравнению с традиционными способами (капитальные — на 20–25%, эксплуатационные — на 40%).

Артель проводит политику наращивания масштабов бизнеса: около 10% выручки, по данным компании, вкладывается в геологоразведку. В освоение Нижне-Якоkitского поля в 2006–2007 годах инвестировано около \$30 млн. Проекты по освоению других месторождений потребуют в 2008–2010 годах не менее \$60 млн, существенную долю которых планируется привлечь в форме заимствований.

Финансовые показатели артели за 2006 год выросли: выручка — с \$25 млн до \$40 млн, EBITDA — с \$3 млн до \$10 млн, чистая прибыль — с \$0.2 млн до \$5 млн, собственный капитал — с \$9 млн до \$14 млн. Главной причиной тому явился отказ в 2005 году от эксплуатации россыпных месторождений и полный переход на добычу методом кучного выщелачивания. С одной стороны, эта реорганизация обернулась снижением выручки в 2005 году, с другой — подготовила платформу для более эффективного и рентабельного производства, что привело в 2006 году к повышению рентабельности по EBITDA до 25.4%.

В настоящий момент не ясно, отражен ли привлеченный облигационный заем в отчетности «Артели старателей «Селигдар»». Если да, то долговая нагрузка находится в пределах нормы: «Финансовый долг/Активы» — 54%, «Финансовый долг/EBITDA» — 2.1x. В противном случае долговая нагрузка вырастает существенно: «Финансовый долг/Активы» — 75%, «Финансовый долг/EBITDA» — 5.3x.

На текущий момент известно, что Группа собирается наращивать долговую нагрузку. Так, в конце 2007 года холдинговая компания ОАО «Селигдар» привлекла двухлетний кредит на \$35 млн, а в 2008 году руководство заявило о намерении разместить облигации на \$82 млн (около \$30 млн будет направлено на рефинансирование прежних заимствований). Тем не менее улучшить кредитоспособность Группы может планируемое в 2009 году IPO на российских биржах (по оценке организаторов облигационных выпусков компании, ожидаемая капитализация на апрель 2007 года составляла \$550–570 млн).

Финансовые показатели Группы «Артель старателей «Селигдар»» по РСБУ за 2005 г., 2006 г. и 3М2007 г., \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	3М2007
Выручка	25	40	60%	0.6
EBITDA	3	10	296%	-
Чистая прибыль	0.2	5	2453%	-3
Активы	29	39	37%	38
Активы (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара»)		72		
Финансовый долг	16	21	31%	25
Финансовый долг (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара»)		54		
Собственный капитал	9	14	59%	12
Финансовый долг/Активы	56%	54%	-2 п.п.	60%
Финансовый долг/Активы (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара»)		75%		
Финансовый долг/EBITDA	6.3x	2.1x	-4.2x	-
Финансовый долг/EBITDA (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара»)		5.4x		
Рентабельность по EBITDA	10.3%	25.4%	15.1 п.п.	-

Риски:

- низкая информационная прозрачность (нет консолидированной отчетности по Группе, в т.ч. по МСФО — ее выход ожидался в конце 2007 года);
- высокая долговая нагрузка;
- сильная волатильность цен на золото;
- задержка сроков начала добычи на разрабатываемых месторождениях может негативно повлиять на операционные и финансовые показатели Группы.

«Самарский резервуарный завод» (входит в Группу «Волгабурмаш»)

Группа «Волгабурмаш» является лидером по выпуску буровых долот в России (около 100 тыс. шт. за 2006 год, более 80% рынка) и входит пятерку мировых производителей с долей около 10%. По данным компании, выручка за 2006 год составила примерно \$270 млн.



По сообщениям СМИ, владельцем Группы является Андрей Ищук. Примечателен тот факт, что должность председателя Совета директоров «Самарского резервуарного завода» занимает Игорь Путин, двоюродный брат президента Владимира Путина.

Деятельность Группы связана с изготовлением буровых долот (около 60% выручки), строительных материалов, оцинкованного проката и резервуаров. Экспорт долот осуществляется в страны СНГ, США, Азию и др. Производственные мощности сконцентрированы в Поволжье, на Урале и в Украине. В настоящий момент Группа проводит консолидацию активов на базе ООО «ВМ-групп». В итоге холдинг будет состоять из следующих дивизионов:

Долотное производство. Включает 3 завода («Волгабурмаш», «Уралбурмаш», «Дрогобычский долотный завод»), выпускающих долота и оборудование для нефтегазовой, горнорудной и строительной отраслей. Под управлением Группы находится также «Сарапульский машиностроительный завод» — изготовитель нефтяных долот, который пока не консолидирован в состав холдинга.

Вспомогательное производство. Включает «Самарский резервуарный завод» и «Термостепс - МТЛ», выпускающие резервуары для хранения нефти и нефтепродуктов (по данным компании, 2-е место в России с долей рынка около 15%), сэндвич-панели (по данным компании, около 20% российского рынка), оцинкованный прокат и металлоконструкции. Проектная мощность по производству металлоконструкций

(включая резервуары) — 30 тыс. тонн в год, оцинкованного проката — более 80 тыс. тонн, сэндвич-панелей — около 2 млн кв. м. Средства облигационного займа (свыше \$20 млн) были направлены на развитие выпуска оцинкованного проката («Самарский резервуарный завод»), которое является крайне перспективным из-за высокого спроса промышленных предприятий. В 2007 году в планах завода было занять порядка 3–4% российского рынка (преимущественно в Самарской области).

Сервисный и сбытовой дивизионы: «ВБМ-Сервис» и торговые представительства, расположенные в непосредственной близости к заказчикам.

Мировой рынок буровых долот сильно концентрирован (более 80% продаж приходится на четырех крупнейших производителей — Baker Hughes, Smith International, Reed Hycalog/Grand Predeco, Security DBS/Halliburton), что затрудняет появление новых игроков. На российском рынке Группа «Волгабурмаш» занимает монопольное положение, в связи с чем ФАС весной прошлого года выдвинул ряд требований, ограничивающих «дискриминацию» потребителей. Что касается перспектив рынка, то они зависят от динамики бурения, объемы которого с 2004 года стабильно растут.

Мощное давление на позиции Группы оказывают иностранные конкуренты, которые постепенно наращивают свое присутствие на внутреннем рынке и тем самым вынуждают вкладывать большие средства в повышение качества изделий. Так, инвестиции в производство на период 2007–2008 годов должны составить около \$80 млн. Также руководство Группы не исключает вероятности ряда поглощений за рубежом.

Основной рынок сбыта — нефтегазовый, горнорудный и строительный сектора. Крупнейшие потребители — «Сургутнефтегаз», «Норильский Никель» и Лебединский ГОК.

Наибольшую долю в закупках занимает металлопродукция. Удельный вес импорта в поставках незначителен.

Акции ОАО «Волгабурмаш» обращаются на РТС-Board. Группа заявляет о подготовке к выходу на IPO в 2008–2009 годах (ожидаемая руководством капитализация Группы к моменту первичного размещения — \$800 млн).

Консолидированной отчетность Группы нет в открытом доступе. Динамика показателей основного поручителя по выпуску — ОАО «Самарский резервуарный завод» — за 9 месяцев 2007 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года носит разнонаправленный характер: выручка и EBITDA увеличились на 28% и 10% соответственно, чистая прибыль сократилась на 79%. Рентабельность по EBITDA находится на достаточно низком для металлургической отрасли уровне — 9.4%.

Долговая нагрузка компании значительна: общий долг составляет 3/4 от суммарных активов и в 7 раз превосходит EBITDA. В конце 2007 года около 90% (более \$20 млн) облигационного займа SPV завода было выкуплено по оферте, а затем, по сообщениям СМИ, реализовано ряду инвесторов.

Финансовые показатели ОАО «Самарский резервуарный завод» по РСБУ, \$ млн

Показатель	2005	2006	Изменение	9м2006	9м2007	Изменение
Выручка	14	58	329%	42	54	28%
ЕБИТДА	2.3	5.2	124%	4.6	5.0	10%
Чистая прибыль	0.1	1	839%	1.3	0.3	-79%
Активы	34	46	36%	53	65	23%
Финансовый долг	20	33	62%	28	48	73%
Собственный капитал	4.4	5.4	24%	5.6	5.5	-3%
Финансовый долг/Активы	60%	72%	12%	53%	74%	22%
Финансовый долг/ЕБИТДА	8.7x	6.3x	-2.4x	4.6x*	7.2x*	2.6x
Рентабельность по EBITDA	17.3%	9.0%	-8.3 п.п.	10.8%	9.4%	-1.5 п.п.

*величина EBITDA приведена к годовому значению

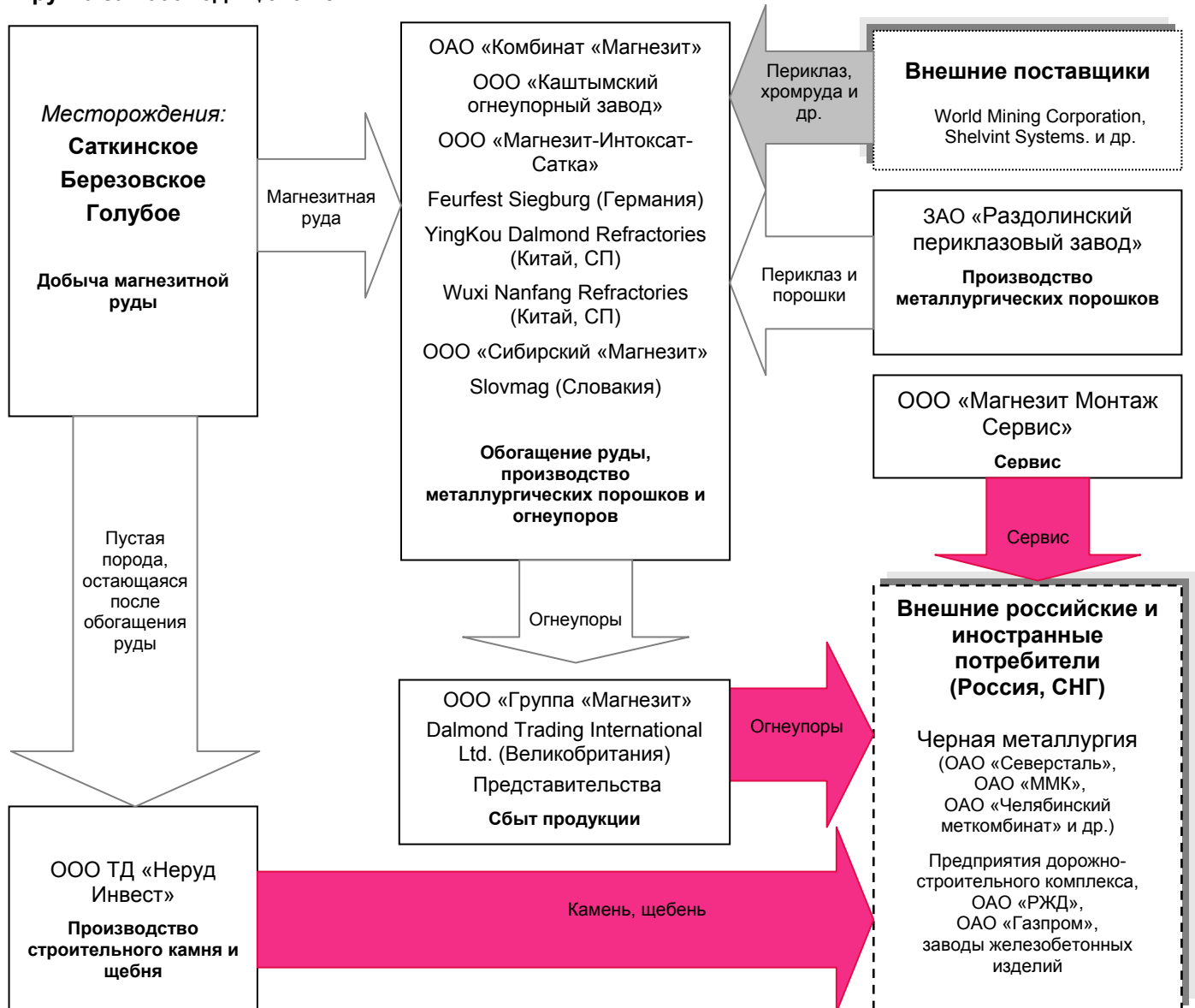
Риски:

- низкая информационная прозрачность (владельцы Группы официально не раскрываются, отсутствуют консолидированная отчетность и отчетность по международным стандартам);
- высокая долговая нагрузка основного поручителя по облигационному займу (оценить общее финансовое положение Группы без консолидированной отчетности не представляется возможным);
- зависимость от конъюнктуры в нефтегазовом, горнодобывающем и строительном секторах;
- обострение конкуренции с иностранными производителями по направлению «производство долот»;
- зависимость рентабельности бизнеса Группы от цен на металлопродукцию.

Группа «Магнезит»

A.Chaykun@kf.ru

Группа «Магнезит» является крупнейшим российским производителем огнеупорных материалов (произведено 1.6 млн. тонн за 2006 год, что составляет 40% российского рынка и 36% рынка СНГ). Выручка за 2006 год – \$329 млн.



Основные Владельцы Группы - Сергей Коростелев и Владимир Дунаев.

Группа «Магнезит» представляет собой вертикально-интегрированный комплекс с полным циклом производства огнеупорной продукции на основе магнезита: добыча сырья – обогащение – производство – сбыт – сервис. Основная продукция Группы: формованные огнеупоры (более 50% выручки в 2006 году), порошки (28%) и неформованные огнеупоры (8%). Большая часть экспорта (составляющего 29% от общей выручки Группы) направляется в страны СНГ. Один из приоритетов развития Группы – дальнейшее развитие экспортных поставок в Европу.

Производственные площадки - 9 заводов - расположены в Челябинской области, Красноярском крае, Германии и Китае. Основным производственным активом Группы является ОАО «Комбинат «Магнезит» (85% выпуска огнеупоров Группы на конец 2006 года).

Сбыт продукции осуществляется торговыми компаниями Группы: ООО «Группа «Магнезит» (является также центром прибыли Группы) и Dalmond Trading International Ltd. (Великобритания). Торговые офисы открыты в ряде стран СНГ, Германии, Польше, Словакии и Китае.

ООО «Магнезит Монтаж Сервис» предоставляет сервисные услуги по монтажу и обслуживанию тепловых агрегатов цементной и других отраслей промышленности.

Отдельное подразделение Группы – ООО ТД «Неруд Инвест» (включает 3 производственные площадки) занимается производством и сбытом щебня.

Группа «Магнезит» лидирует в производстве магнезиальных огнеупоров в СНГ и России (60% и 69% рынка, соответственно). Характерной чертой рынка огнеупорных материалов является его высокая концентрация, на 11 специализированных предприятий приходится 70-75% выпускаемой продукции. Производственные мощности Группы в 2006 году: магнезитные порошки – 2,2 млн тонн, огнеупорная продукция – 0,5 млн тонн, щебень – 2 млн тонн.

Основной рынок сбыта огнеупорной продукции Группы – предприятия черной металлургии; щебня и камня – дорожно-строительные организации.

Сырье составляет около 50% себестоимости. Группа владеет 3 месторождениями (магнезит, доломит, строительный камень). Ежегодная добыча и переработка – 2,5 млн тонн. Объем доказанных запасов месторождений – более 150 млн тонн, срок эксплуатации – около 60 лет. Обеспеченность собственным сырьем составляет около 75%. Остальные 25% закупаются у нескольких российских и иностранных предприятий.

По последней имеющейся в открытом доступе консолидированной отчетности Группы – за 9 месяцев 2006 года, долговая нагрузка была достаточно низкой («Финансовый долг/Активы» - 30%, «Финансовый долг/ EBITDA – 1.45x»). В первой половине 2007 года Группой был выпущен второй облигационный займ в размере \$96 млн (60% пошло на рефинансирование текущей ссудной задолженности), что вряд ли сильно отразилось на кредитном качестве Группы.

Показатели финансовой деятельности ООО «Группа Магнезит», которая генерирует большую часть выручки Группы, за 9 месяцев 2007 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, за исключением чистой прибыли выросли: выручка на 34%, EBITDA на 52%, чистая прибыль - снизилась на 14%.

Рентабельность по EBITDA Группы за 9 месяцев 2006 года составляла 23.4%, что несколько ниже, чем в среднем по металлургическим предприятиям (около 30% в 2006 году).

Инвестиции в 2006 году составили 57.5 \$млн. Инвестиционная программа на 2007-2010 годы – \$287 млн (57% средств пойдут на замену и модернизацию оборудования).

Финансовые показатели Группы «Магнезит» по консолидированной управленческой отчетности за 2005, 9м2006 годы, и холдинговой компании ООО «Группа «Магнезит» по РСБУ, \$ млн.

Показатель	Группа «Магнезит» (управленческая консолидированная отчетность)			ООО «Группа «Магнезит» - холдинговая компания Группы, (РСБУ)			
	2005	9м2006	Изменение	2006	9м2006	9м2007	Изменение
Выручка	376.5	328.5	-	304.0	217.1	290.3	34%
EBITDA*	87.8	76.8	-	52.7	37.1	56.4	52%
Чистая прибыль	59.9	50.0	-	23.6	18.0	15.5	-14%
Активы	420.4	493.3	17%	114.3	-	306.2	168%***
Финансовый долг	123.5	148.9	21%	1.8	-	76.8	4207%***
Собственный капитал	253.9	292.4	15%	44.6	-	62.3	40%***
Финансовый долг/Активы	29%	30%	1 п.п.	1.6%	-	25.1%	23.5 п.п.***
Финансовый долг/ EBITDA	1.41x	1.45x**	0.05x	0.0x	-	1.0x**	1.0x***
Рентабельность по EBITDA	23.3%	23.4%	0.1 п.п.	17.3%	17.1%	19.4%	2.1 п.п.***

Риски:

- невысокая информационная прозрачность (нет аудированной консолидированной отчетности).

Сравнение финансовых показателей эмитентов металлургического сектора

Черная металлургия (основное сырье: руда), \$ млн (начало)

Показатель	Группа «Северсталь»		Группа «ЕвразХолдинг»		Группа ММК		Группа «Мечел»		Группа «Объединенная металлургическая компания»	Группа «Кокс»	ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол»»	
	1-й		1-й		1-й		1-й		2-й	2-й	3-й	
Вид деятельности	Производство стали		Производство стали		Производство стали		Производство стали		Производство стали, труб, ж/д колес	Производство кокса, чугуна, стального проката, цветных металлов	Производство чугуна	
Отчетность	МСФО за 2006 год	МСФО за 1П2007	МСФО за 2006 год	МСФО за 1П2007	US GAAP ОАО «ММК» за 2006 год	US GAAP ОАО «ММК» за 1П2007	US GAAP ОАО «Мечел» за 2006 год	US GAAP ОАО «Мечел» за 1П2007	Консолидир. неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	ОАО «Кокс» МСФО, 2006 год (проформа)*	РСБУ ОАО «ЛМК «Свободный сокол»» за 2006 год	РСБУ ОАО «ЛМК «Свободный сокол»» за 1П07
Выручка	12 423	7 711	8 292	6 023	6 424	4 000	4 398	2 980	2 958.3	945.8	214	203.0
ЕБИТДА	2 987	2 670	2 647	2 050	2 005	1 205	1099	814	735.2	269.0	19	Прибыль от продаж: 18.1
Чистая прибыль	1 231	1 039	1 459	1 162	1 426	866	603	нет данных	457.9	76.9	2	4.2
Активы	18 806	19 685	8 522	14 446	5 689	нет данных	4 449	нет данных	3 879.4	1388.4	186	263.4
Финансовый долг	3 002	2 869	2 638	5 224	1 006	нет данных	489	нет данных	1 242.8	525.3	98	167.0
Собственный капитал	11 678	12 399	4 250	5 192	4 027	нет данных	2 865	нет данных	1 084.4	611.4	64	71.8
Финансовый долг/Активы	16.0%	14.6%	31.0%	36.2%	17.7%	нет данных	11.0%	нет данных	32.0%	37.8%	52.6%	63.4%
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.0x	0.5	1.0	1.27	0.5	-	0.4	-	1.7x	2.0x	5.2x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.6x
Рентабельность по ЕБИТДА	24.0%	34.6%	31.9%	34.0%	31.2%	30.1%	25.0%	27.3%	24.9%	28.4%	8.8%	Рентабельность по Прибыли от продаж: 8.9%

Группы «Северсталь», «ЕвразХолдинг», ММК, «Мечел» — эмитенты 1-го эшелона. Предприятия обладают сформированным вертикально-интегрированным циклом производства — от добычи руды на собственных месторождениях (либо закупки сырья по долгосрочным контрактам со стратегическими партнерами, как например, поступает ММК, не обладающий собственной ресурсной базой) до выпуска конечной продукции с высокой добавленной стоимостью. Характерным для указанных эмитентов 1-го эшелона является высокое кредитное качество (в т.ч. и по рейтингам мировых агентств), низкая долговая нагрузка и весомый размер бизнеса (это крупнейшие предприятия России, занимающие высокие позиции в мировой таблице о рангах). Доходности по бумагам этих эмитентов могут служить бенчмарками для оценки доходностей по выпускам предприятий металлургической отрасли. Необходимо отметить, что у «Северстали», ММК, «ЕвразХолдинга» в обращении на ноябрь 2007 года находятся только еврооблигации.

Группы «Объединенная металлургическая компания» и «Кокс» — эмитенты второго эшелона. Указанные предприятия характеризуются высоким кредитным качеством, однако зависимость от поставщиков сырья в обоих случаях не позволяет отнести их к 1-му эшелону.

Такие факторы как: отсутствие собственной сырьевой базы, низкая диверсификация продуктового ряда, не лучшее финансовое состояние, более высокая долговая нагрузка по сравнению с эмитентами 1-го и 2-го эшелонов, относительно небольшой масштаб деятельности определяют позиционирование облигаций ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол»» как третий эшелон.

Цветная металлургия (основное сырье: руда), \$ млн

Показатель	Группа «Русал»		Группа «Уральская горно-металлургическая компания»	ОАО «Уралэлектромедь» (входит в Группу «Уральская горно-металлургическая компания»)		Группа «Русская медная компания»	ОАО «Новосибирский оловянный комбинат»	
	1-й			2-й			3-й	
Эшелон	1-й		2-й	2-й		2-й	3-й	
Вид деятельности:	Производство алюминия		Производство меди	Производство меди		Производство меди	Производство олова	
Отчетность	Консолидированная отчетность за 2006 год	Предварительная Консолидированная отчетность за 2007 год	Прогнозная Консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	Отчетность по РСБУ ОАО «Уралэлектромедь» за 2006 год	Отчетность по РСБУ ОАО «Уралэлектромедь» за 1П2007	Прогнозная Консолидированная неаудированная отчетность по Группе за 2006 год	Отчетность по РСБУ за 2006 год	Отчетность по РСБУ за 1П2007
Выручка	13 000	14 300	4 173	634.2	310.6	1034	39.5	23.1
ЕБИТДА	5 000	нет данных	906	194.9	Прибыль от продаж: 75.6	309	Прибыль от продаж: 4.2	2.8
Чистая прибыль	нет данных	нет данных	нет данных	125.9	41.2	142	1.6	0.5
Активы	нет данных	нет данных	нет данных	417.9	495.2	1122	72.8	83.3
Финансовый долг	нет данных	нет данных	1 168	106.4	129.6	655	40.3	44.5
Собственный капитал	нет данных	нет данных	нет данных	270.8	323.1	328	27.2	28.8
Финансовый долг/Активы	нет данных	нет данных	нет данных	25.5%	26.2%	58.4%	55.4%	53.4%
Финансовый долг/ЕБИТДА	нет данных	нет данных	1.3x	0.6x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 0.9x	2.1x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 9.6x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 7.9x
Рентабельность по ЕБИТДА	38.4%	нет данных	21.7%	30.7%	Рентабельность по прибыли от продаж: 24.3%	29.9%	Рентабельность по Прибыли от продаж: 10.6%	Рентабельность по Прибыли от продаж: 12.1%

Группа «Русал» — крупнейший производитель алюминия и глинозема в мире с годовой выручкой более \$14 млрд, производственными мощностями в нескольких государствах, инвестиционной программой федерального масштаба. Компания отличается крайней информационной закрытостью в части финансовых данных, однако качественные показатели бизнеса и раскрытые показатели за 2006 год характеризуют «Русал» как эмитента 1-го эшелона.

Компании 2-го эшелона (ОАО «Уралэлектромедь», Группа РМК) обладают высоким кредитным качеством, однако меньший размер бизнеса и различные негативные факторы не позволяют поднять этих эмитентов до уровня «Русала», ММК, «Мечела» и прочих эмитентов 1-го эшелона. Так, у РМК долговая нагрузка несколько выше средней для компаний первого эшелона, ОАО «Уралэлектромедь» представляет не весь холдинг УГМК, а лишь его часть.

Высокая долговая нагрузка ОАО «Новосибирский оловянный комбинат» и в разы меньшая величина основных финансовых показателей бизнеса — определяющие факторы для позиционирования компании в 3-м эшелоне.

Остальные металлургические предприятия (основное сырье: лом и заготовки), \$ млн (начало)

Показатель	Группа «Трубная металлургическая компания» (ТМК)		Группа «Челябинский трубопрокатный завод»	«НМЗ им. Кузьмина (Группа «ЭСТАР»)	ОАО «Амурметалл»		ОАО «Металлургический завод им. Серова» (входит в Группу «Уральская горно-металлургическая компания»)		Группа «Пензтяж промарматура»	
	1-й		2-й	3-й	3-й		3-й		3-й	
Вид деятельности	Производство труб		Производство труб	Производство стали, труб	Производство стали из металлолома		Производство стали из металлолома и рудного концентрата		Производство арматуры	
Отчетность	Отчетность по МСФО за 2006 год	Отчетность по МСФО за 1П2007	Отчетность по МСФО за 2006 год	Управленческая консолидированная неаудированная по Группе «ЭСТАР» за 2006 год	РСБУ за 2006 год	РСБУ за 1П07	Отчетность по РСБУ ОАО «Метзавод им. Серова» за 2006 год	Отчетность по РСБУ ОАО «Метзавод им. Серова» за 1П07	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 2006 год	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 1П07
Выручка	3384	2030	2196	676	342,6	244.1	292,8	183.2	76	43
ЕБИТДА	794	499	358	87	49,8	Прибыль от продаж: 40.4	38,0	Прибыль от продаж: 23.0	18	9
Чистая прибыль	461	289	198	31	-11,9	12.4	14,6	6.6	12	4
Активы	3548	4039	1252	828	370,9	602.5	337,2	366.8	91	114
Финансовый долг	1026	1201	402	270	178,2	330.7	178,7	200.0	23	35
Собственный капитал	1771	1956	533	346	161,8	221.4	90,3	99.6	46	52
Финансовый долг/Активы	30%	30%	30%	32.6%	48.1%	54.9%	53.0%	54.5%	20%	30%
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.3x	1.2x*	1.1x	3.1x	3.6x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.1x	4.7x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 4.3x	1.3x	2.0x*
Рентабельность по ЕБИТДА	23.5%	24.6%*	16.3%	12.9%	14.5%	Рентабельность по прибыли от продаж: 16.5%	13.0%	Рентабельность по прибыли от продаж: 12.6%	23.6%	20.7%

Остальные металлургические предприятия (основное сырье: лом и заготовки), \$ млн (продолжение)

Показатель	Холдинг «Макси-Групп» (ЗАО «Нижнесергинский метизно- металлургический завод»)		ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов» (аффилирован с «Макси- Групп»)		Группа «МАИР»	ОАО «РОССКАТ»	ОАО «Самарский резервуарный завод»	Группа «Рыбинсккабель»		Группа «Севкабель»	
	3-й		3-й					3-й		3-й	
Вид деятельности	Производство стали из металлолома		Выпуск метизной продукции из привозной стали		Переработка металлолома	Производство металлопроката	Производство проката	Производство кабеля		Производство кабеля	
Отчетность	РСБУ ЗАО НММЗ за 2006 год	РСБУ ЗАО НММЗ за 1П2007 год	Отчетность по РСБУ за 2006 год	Отчетность по РСБУ за 1П07 год	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 2006	РСБУ за 2006 год	РСБУ за 2006 год	Неаудированная консолидированная отчетность за 2006	Неаудированная консолидированная отчетность за 1П07	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 2006	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 1П07
Выручка	474	499.7	136.5	96.8	660	272	58	Оценочные данные: 191	114	288	177
ЕБИТДА	Прибыль от продаж: 120	Прибыль от продаж: 108.9	Прибыль от продаж: 9.6	Прибыль от продаж: 12.7	35.9	24	5.2	Оценочные данные: 28	Валовая прибыль: 23	35	24
Чистая прибыль	105	84.7	1.4	1.9	8.3	14	1	Оценочные данные: 11	8	5	5
Активы	1 336	1 766.3	216.3	280.2	322	92	46	148	214	275	353
Финансовый долг	854	1 178.1	146.3	205.8	148	51	33	45	80	213	278
Собственный капитал	290	386.8	17.6	18.6	127	17	5.4	90	100	48	55
Финансовый долг/Активы	63,9%	66.7%	67.7%	73.5%	46%	60%	72%	30%	40%	80%	80%
Финансовый долг/ЕБИТДА	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 7.1x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 5.4x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 15.3x	Финансовый долг/Прибыль от продаж: 8.1x	4.1x	2.1x	6.3x	1.6x	Финансовый долг/Валовая прибыль: 1.7x*	6.1x	5.9x
Рентабельность по ЕБИТДА	Рентабельность по прибыли от продаж: 25.3%	Рентабельность по прибыли от продаж: 21.8%	Рентабельность по прибыли от продаж: 7.0%	Рентабельность по прибыли от продаж: 13.1%	5.4%	8.8%	9.0%	14.5%	-	12.1%	13.4%

Остальные металлургические предприятия (основное сырье: лом и заготовки), \$ млн (продолжение)

Показатель	Группа «Стале-промышленная компания»		Группа «ДиПОС»	Группа «Инпром»		ОАО «Металлсервис»		Группа «Магnezит»
	3-й		3-й	3-й		3-й		3-й
Вид деятельности	Металлотрейдер		Металлотрейдер	Металлотрейдер		Металлотрейдер		Производство огнеупоров
Отчетность	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 2006	Неаудированная консолидированная отчетность на основе РСБУ за 1П07	Управленческая отчетность за 2006 год	Аудированная отчетность по МСФО за 2006 год	Неаудированная отчетность по МСФО за 1П07	РСБУ за 2006 год	РСБУ за 1П07	РСБУ ООО «Группа «Магnezит» за 2006 года
Выручка	751	448	545	447	309	514	329	304.0
ЕБИТДА	30	нет данных	Прибыль от продаж: 39	26	17	27	17	52.7
Чистая прибыль	18	13	25	1.2	2.7	13	8	23.6
Активы	151	256	170	290	377	178	261	114.3
Финансовый долг	67	154	82	205	234 (на 01.12.2007)	123	195	1.8
Собственный капитал	41	54	78	55	53	28	37	44.6
Финансовый долг/Активы	40%	60%	50%	0.7x	0.6x	69%	75%	1.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.2x	-	Финансовый долг/ Прибыль от продаж: 2.1x	7.9x	6.9x	4.6x	5.6x	0.0x
Рентабельность по ЕБИТДА	4.0%	-	Рентабельность по Прибыли от продаж: 7.1%	5.8%	5.5%	5.2%	5.3%	17.3%

Остальные металлургические предприятия, \$ млн (окончание)

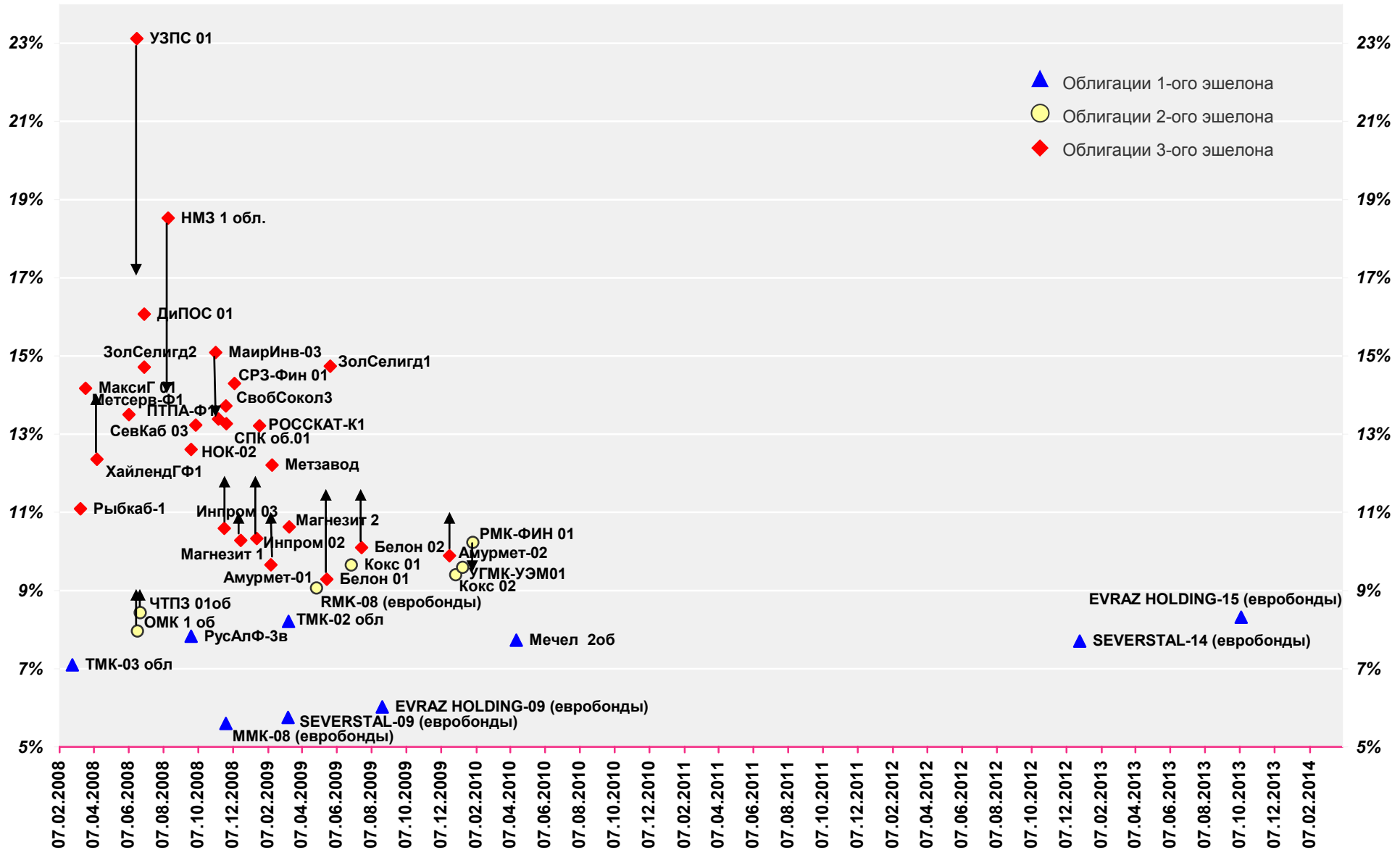
Показатель	Highland Gold Mining Ltd		«Артель старателей «Селигдар»»	Группа «Белон»	
	3-й		3-й	3-й	
Эшелон	3-й		3-й	3-й	
Вид деятельности	Добыча золота		Добыча золота	Добыча угля	
Отчетность	US GAAP за 2006 год	МСФО за 1П07	РСБУ за 2006 год	МСФО за 2006 год	МСФО за 1П07
Выручка	102	43	40	396	263
ЕБИТДА	-65.7	10	10	83	40
Чистая прибыль	-96	-3	5	46	8
Активы	389	421	39 (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара» - 72)	691	836
Финансовый долг	80	110	21 (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара» - 54)	242	359
Собственный капитал	254	244	14	335	350
Финансовый долг/Активы	21%	26%	54% (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара» - 75%)	35%	43%
Финансовый долг/ЕБИТДА	<0x	5.7x**	2.1x (с учетом займа ОАО «Золото Селигдара» - 5.4x)	2.9x	4.5x
Рентабельность по ЕБИТДА	-64.2%	22.4%	25.4%	21.0%	15.2%

Группа «ТМК» - эмитент 1-го эшелона. Группа «ТМК» - лидер российского рынка по производству труб и одна из крупнейших трубных компаний на мировом рынке. «ТМК» ориентируется на производство высокорентабельной продукции, характеризуется высокой информационной прозрачностью, средней степенью сырьевой зависимости, низкой долговой нагрузкой, высокими темпами роста, масштабной инвестиционной программой.

Группа «ЧТПЗ» отнесена ко 2-му эшелону: «ЧТПЗ» занимает 2-е место по объему производства труб в России, характеризуется высокими темпами роста бизнеса, низкой долговой нагрузкой; существуют возможности по сокращению сырьевой зависимости; производственные мощности Группы расположены в нескольких странах. Однако акцент на производстве менее рентабельной продукции в сравнении с Группой «ТМК», не позволяют отнести бумаги Группы «ЧТПЗ» к 1-му эшелону.

Остальные эмитенты в данном подсекторе отнесены к 3-му эшелону: предприятия характеризуются слабыми финансовыми показателями, в основной массе высокой долговой нагрузкой; отсутствием собственной сырьевой базы, что снижает рентабельность деятельности (в сравнении со средней по металлургическому сегменту); в большинстве случаев отсутствует консолидированная отчетность по группам предприятий.

Карта эмитентов металлургического сектора



Эшелон	Выпуск	Доходно сть	Доходно сть справедл ивая	Дюрац ия
Черная металлургия (основное сырье: руда)				
1 эшелон	SEVERSTAL-09 (евробонды)	5.75%	-	1.096
	SEVERSTAL-14 (евробонды)	7.71%	-	4.9
	EVRAZ HOLDING-09 (евробонды)	6.02%	-	1.548
	EVRAZ HOLDING-15 (евробонды)	8.32%	-	5.675
	ММК-08 (евробонды)	5.60%	-	0.798
	Мечел 2об	7.73%	-	2.19
2 эшелон	Кокс 01	9.65%	-	1.40
	Кокс 02	9.59%	-	1.94
	ОМК 1 об	7.96%	9.00%	0.37
3 эшелон	СвобСокол3	13.72%	-	0.80
Цветная металлургия (основное сырье: руда)				
1 эшелон	РусАлФ-3в	7.83%	-	0.63
2 эшелон	УГМК-УЭМ01	9.40%	-	1.90
	РМК-08 (евробонды)	9.06%	-	1.233
	РМК-ФИН 01	10.23%	9.70%	1.99
3 эшелон	НОК-02	12.61%	-	0.63
Остальные металлургические предприятия				
1 эшелон	ТМК-02 обл	8.21%	-	1.10
	ТМК-03 обл	7.10%	-	0.06
2 эшелон	ЧТПЗ 01об	8.43%	9.00%	0.39
3 эшелон	Амурмет-01	9.66%	11.00%	1.01
	Амурмет-02	9.89%	11.00%	1.87
	Инпром 02	10.33%	12.00%	0.95
	Инпром 03	10.59%	12.00%	0.79
	МаирИнв-03	15.09%	13.50%	0.75
	МаксиГ 01	14.17%	-	0.12
	УЗПС 01	23.12%	17.00%	0.37
	СПК об.01	13.27%	-	0.80
	Метзавод	12.21%	-	1.02
	РОССКАТ-К1	13.21%	-	0.96
	Рыбкаб-1	11.09%	-	0.10
	СевКаб 03	13.23%	-	0.65
	ПТПА-Ф1	13.39%	-	0.76
	НМЗ 1 обл.	18.53%	14.00%	0.52
	ДиПОС 01	16.07%	-	0.41
	ЗолСелигд1	14.74%	-	1.30
	ЗолСелигд2	14.71%	-	0.41
	СРЗ-Фин 01	14.30%	-	0.84
	Магнезит 1	10.28%	11.00%	0.87
	Магнезит 2	10.63%	-	1.10
Белон 01	9.29%	11.50%	1.28	
Белон 02	10.10%	11.50%	1.45	
Метсерв-Ф1	13.50%	-	0.33	
ХайлендГФ1	12.36%	14.00%	0.18	

ВЫВОДЫ:

1-й эшелон — «Северсталь», «ЕвразХолдинг», ММК, «Мечел», «Русал», «ТМК»

Доходность по бумагам 1-го эшелона с погашением/офертой до 2010 года (в т.ч. по еврооблигациям) варьируется от 5.60% до 8.32%. Считаем текущую оценку эмитентов 1-го эшелона справедливой.

2-й эшелон — «Объединенная металлургическая компания», «Кокс», «Уралэлектромедь», «Русская медная компания», «ЧТПЗ»

Облигации 2-го эшелона торгуются на сопоставимых уровнях доходности, которая колеблется к погашению/оферте до 2010 года в коридоре от 8.43% до 9.65%. Спрэд между 1-м и 2-м эшелонами металлургического сектора — до 400 б.п.

Считаем недооцененными и рекомендуем **ПОКУПАТЬ** выпуск:

РМК-ФИН-01 (ориентир по доходности — 9.7%);

Считаем переоцененными и рекомендуем **ПРОДАВАТЬ** выпуски:

ОМК,1 (ориентир по доходности — 9.0%), ЧТПЗ,1 (9.0%).

3-й эшелон — «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина», «Липецкий металлургический завод «Свободный сокол» и т.д. (17 компаний)

Доходности по бумагам эмитентов третьего эшелона — от 9.3% до 23.12%. Спрэд между 2-м и 3-м эшелонами металлургического сектора — до 1400 б.п.

Считаем недооцененными и рекомендуем **ПОКУПАТЬ** выпуски:

НМЗ,1 (ориентир по доходности — 14.0%); УЗПС,1 (17.0%); МаирИнв,3 (13.5%).

Считаем переоцененными и рекомендуем **ПРОДАВАТЬ** выпуски:

Амурметалл-1, Амурметалл-2 (ориентир по доходности — 11.0% понижен по сравнению с 12% в обзоре от 21.12.07 по результатам опубликованной отчетности за 9М07, которая показала улучшение кредитного качества компании); **Инпром-2, Инпром-3 (12.0%); Белон-1, Белон-2 (11.5%), Магнезит-1 (11.0%), Хайленд Голд (14.0%)**

История обновлений обзора:

Версия	Дата	Изменения
Ver. M1.01-1	30.11.07	<p>- Внесены изменения в описание структуры Группы «ЭСТАР» (в рамках анализа ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина»)</p> <p>- По Группе «ЕвразХолдинг» повышен рейтинг Moody`s до «Ba2/позитивный»</p>
Ver. M1.02	21.12.07	<p>- Добавлены обзоры по следующим предприятиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Группа «ДиПОС» • Группа «Сталепромышленная компания» • Группа «ИНПРОМ» • Группа «Трубная металлургическая компания» • Группа «Челябинский трубопрокатный завод» • Группа «МАИР» • Группа «Росскат» • Группа «Пензтяжпромарматура» • Группа «Севкабель» • Группа «Рыбинсккабель» <p>- Группа «ЭСТАР» (в рамках анализа ОАО «Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина») перенесена в раздел 3. Остальные Металлургические предприятия (основное сырье: лом и заготовки)</p> <p>- Актуализирована карта рынка и таблица с параметрами бумаг</p> <p>- Актуализированы выводы и рекомендации</p>
Ver. M1.03	06.02.08	<p>- Добавлены обзоры по следующим предприятиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Группа «Белон» • Группа «Металлсервис» • Группа «Хайлэнд Голд» • Группа «Золото Селигдара» • Группа «Самарский Резервуарный завод» • Группа «Магnezит» <p>- Добавлена существенная информация по следующим предприятиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Группа «Северсталь» • Группа «Мечел» • Группа «Русал» • Группа «Кокс» <p>- Добавлена отчетность за 1П07 и 9М07 по следующим предприятиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Группа «Северсталь» (добавлены результаты за 9М07); • Группа «Мечел» (добавлены результаты за 9М07); • Группа «ММК» (добавлены результаты за 9М07); • Группа «Русал» (добавлены отдельные показатели деятельности за 2007 год); • ОАО «Уралэлектромедь»; • ОАО «Амурметалл»; • ОАО «Металлургический завод им. Серова»; • ОАО «Новосибирский оловянный комбинат»; • Холдинг «Макси-Групп» (ЗАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод»); • ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов»; • ОАО «Липецкий металлургический завод Свободный сокол». <p>- Актуализирована карта рынка и таблица с параметрами бумаг</p> <p>- Актуализированы выводы и рекомендации</p>

Департамент долговых рынков +7 (495) 641 4414

Отдел Продаж

Анна Грицаенко
Андрей Марюшкин
Антон Кихаев
Михаил Хазан

Международные Продажи

Мария Ткаченко (Москва) +7 (495) 641 4414
Андрей Пятибратов (Лондон) +44 (203) 1784545

Аналитика долгового рынка +7 (495) 641 4414

Каюс Рапану, Директор Аналитического департамента
Cr.Rapanu@kf.ru

Владимир Малиновский, Начальник Отдела анализа рынка долговых инструментов Аналитического департамента
V.Malinovskiy@kf.ru

Евгений Воробьев, Старший аналитик Отдела анализа рынка долговых инструментов Аналитического департамента
E.Vorobiev@kf.ru

Александр Чайкун, Аналитик Отдела анализа рынка долговых инструментов Аналитического департамента
A.Chaykun@kf.ru

КИТ Финанс Инвестиционный банк, ОАО

Россия, 119019, Москва
Ул. Знаменка, д. 7 стр. 3
Тел.: +7 (495) 783 3171
Факс: +7 (495) 641 4414

Россия, 191011, Санкт-Петербург
Невский проспект, 38
Тел.: +7 (812) 326 1305
Факс: +7 (812) 332 2323

www.kf.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как oferta к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни Инвестиционный банк КИТ Финанс, ни кто-либо из его представителей или сотрудников, не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.