

Долговой рынок: первичные размещения

«Уралэлектромедь»: Ключевой элемент группы УГМК



ГАЗПРОМБАНК

ОАО «УГМК» является одной из крупнейших в России металлургических компаний, контролирующей производство 37% российской меди, 46% свинца и 41% цинка

ОАО «Уралэлектромедь» — одно из крупнейших в Европе производств по электролитическому рафинированию меди — является ключевым предприятием группы УГМК. Предприятие замыкает на себя товарные потоки при производстве цветных металлов, однако не является центром прибыли. Тем не менее, даже в этих условиях долговая нагрузка компании находится на низком уровне: показатель долг/EBITDA на 01.01.07 составлял 0.54

- ▶ Группа УГМК организована по принципу вертикальной интеграции от добычи сырья до производства товаров конечного потребления. Растущая диверсификация деятельности с акцентом на продукцию высоких переделов позволяет компании занимать лидирующие позиции на внутреннем рынке и успешно работать на экспортном направлении.
- ▶ Обеспеченность УГМК собственным сырьем, по оценкам компании, составляет 50 лет, что заметно выше, чем у ее ближайших конкурентов.
- ▶ Уралэлектромедь встроена в холдинговую структуру УГМК, являясь одновременно и потребителем сырья (концентрат, лом, черновая медь), и его производителем (рафинированная медь для дальнейшего передела). Около 70% продукции компании поступает для дальнейшей переработки на предприятия Группы УГМК; в свою очередь более 90% сырья на комбинат поступает опять же с предприятий Группы УГМК.
- ▶ Производство цветных металлов — одна из наиболее перспективных отраслей промышленности: быстрый рост потребления меди в мире и ограниченность предложения сформировал в 2002-2006 гг. благоприятную конъюнктуру. Разнонаправленный характер факторов, действующих на рынок в среднесрочной перспективе будет определять высокую волатильность котировок меди и осложнит прогнозирование результатов деятельности УГМК.
- ▶ Компания удачно использовала период высоких цен на медь для реинвестирования прибыли в модернизацию производства, прежде всего, в расширение сырьевой базы и современные технологии производства продукции с высокой добавленной стоимостью.
- ▶ Благоприятная рыночная конъюнктура позволила УГМК значительно улучшить финансовые показатели. По нашим прогнозам, выручка Группы в 2006 г. выросла по сравнению с 2005 г. на 82% и составила \$4.2 млрд., EBITDA — \$0.91 млрд.

УГМК: SWOT - анализ

Сильные стороны

- Второй крупнейший производитель меди в РФ
- Высокая доля поставок на более доходный внутренний рынок
- Географическая близость к основным потребителям внутри РФ
- Эффект синергии за счет вертикальной интеграции

Слабые стороны

- Изношенность оборудования
- Низкая экологичность производства

Возможности

- Диверсификация выпускаемой продукции по видам металлов (медь, цинк, свинец, драгметаллы и пр.)
- Увеличение доли продукции с высокой добавленной стоимостью (четвертого и пятого переделов)

Расширение ресурсной базы

Консолидация активов в отрасли

Угрозы

- Рост конкуренции на внутреннем рынке
- Волатильность мировых сырьевых рынков
- Рост цен на энергоносители
- Отмена экспортной пошлины на лом цветных металлов и рост цен на металлолом

Содержание

Общие сведения	2
История компании	2
Состояние и перспективы отрасли	2
Медная промышленность мира: главные тенденции	2
Прогноз цен на медь: сценарный анализ	3
Медная промышленность РФ	4
Производственная структура УГМК	5
Товарные потоки	6
Сырьевое обеспечение	7
Управление	7
Инвестиции	7
Уралэлектромедь в структуре УГМК	8
Продажи и положение на рынке	8
Структура продаж	9
Логистика	9
Финансы	10
Перспективы развития	11
Факторы привлекательности	12
Риски	12

Финансовые показатели Группы УГМК и Уралэлектромедь, \$, млн

	УГМК, 2005*	УЭМ 2005	УЭМ 2006П
Выручка	2257	400	651
Валовая прибыль	696	145	255
EBITDA	450		
Чистая прибыль	147	47	142
Активы	2318	285	415
Денежные средства и эквиваленты	57	16	4
Собственный капитал	880	137	259
Краткосрочные кредиты и займы	504	59	79
Долгосрочные кредиты и займы	425	61	42
Чистый долг	872	105	117
Валовая рентабельность, %	31%	36%	39%
Операционная рентабельность, %	20%	24%	31%
Рентабельность по чистой прибыли, %	6%	12%	22%
Чистый долг / Активы	0,40	0,37	0,28
Чистый долг / Собственный капитал	0,99	0,77	0,45
Чистый долг / EBITDA	1,9	1,04	0,54

*проформа

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Общие сведения

Уральская горно-металлургическая компания (УГМК) – одна из крупнейших вертикально-интегрированных компаний РФ. Основная деятельность группы сконцентрирована на добыче руд (медных и железных) и их дальнейшей многостадийной переработке в продукцию цветной и черной металлургии.

Группа УГМК объединяет более 40 предприятий черной и цветной металлургии, расположенных в 10 регионах России. Суммарная выручка в 2006 г., по нашим прогнозам, превысит \$4.2 млрд., EBITDA - \$0.91 млрд. По исследованию рейтингового агентства «Эксперт», по объему выручки УГМК занимает 24 место среди компаний России.

Специализация компании в цветной металлургии – производство меди, приносящее более половины общей выручки Группы. УГМК традиционно является одним из лидеров в отрасли – в 2006 г. группа произвела 37% отечественной меди, что обеспечивает ей второе место после Норильского Никеля. Группа выражено присутствует и на мировом рынке, занимая 10 строчку в таблице о рангах среди крупнейших медных компаний мира, а также является лидером на европейском рынке медных порошков, контролируя более 50%.

Кроме производства цветных металлов, Группа развивает бизнес в черной металлургии, строительной и химической индустрии. Доля черной металлургии в общем объеме производства составляет в 2005 г. около 13%, цветной – около 76%. На предприятиях Группы занято около 78 тыс. человек.

ОАО «Уралэлектромедь» (УЭМ) – головное предприятие Группы, производящее широкую гамму различных цветных и драгоценных металлов. УГМК контролирует почти 81% акций компании. Деятельность компании, связанная с выплавкой и переработкой меди приносит более двух третей общих доходов Уралэлектромеди. Так, компания фактически замыкает на себя товарные потоки меди при производстве рафинированной меди и продукции из нее. Уралэлектромедь является «лицом» всего холдинга «УГМК» на российском и международном рынках.

Основная производственная деятельность Уралэлектромеди сосредоточена на производственной базе бывшего Пышминского медэлектролитного завода (Свердловская область). На начало 2007 г. мощность предприятия составила 364 тыс. т рафинированной меди, 89 тыс. т черновой меди, 32,5 тыс. т медного купороса в год. Выручка компании в 2006 г., по нашим расчетам, составила \$651 млн.

Уралэлектромедь: основные акционеры/доля в УК, %

ОАО «УГМК»	80,92*
ЗАО «Депозитарная клиринговая компания» (номинальный держатель)	10,48
Прочие	8,60
Всего	100

*25% акций ОАО «Уралэлектромедь» были переданы в залог Банку внешней торговли (ОАО) и находятся на лицевом счете номинального держателя ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания».

Источник: данные компании

История компании.

Первые медные предприятия, использующие местные медные руды, начали появляться на Среднем Урале еще в 18 веке. С запуском в конце 19 века Пышминско-Ключевского медеплавильного завода Россия стала крупнейшим мировым производителем меди. В 1934 г. стоит Пышминский медеэлектролитный завод, послуживший основой для развития медной промышленности Урала. На его базе в 1975 г. создается Уральский комбинат по электролитическому рафинированию и обработке меди Уралэлектромедь, в который вошли Пышминский медеэлектролитный завод, Пышминский рудник с обогатительной фабрикой и Кыштымский медеэлектролитный завод.

К началу 90-х гг. на Урале был сформирован один из самых мощных в мире медеплавильных комплексов, сформированный из целого ряда предприятий, объединенных общей технологической цепочкой, ключевую роль в которой играло производство Уралэлектромеди. Как и другие предприятия отрасли, в начале 90-х УЭМ резко сократил объемы производства как вследствие общеэкономического кризиса, так и из-за разрыва хозяйственных связей между медеплавильными предприятиями Урала, прекращения поставок сырья из Казахстана и Монголии.

Процесс постепенной консолидации медных предприятий Урала и восстановления производственно-технологических связей начался в 1996 г. и в октябре 1999 г. оформился в виде учредительных документов по созданию УГМК как компании, объединяющей медную отрасль Урала и смежные с ней подотрасли.

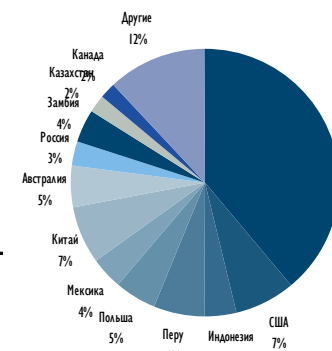
Состояние и перспективы отрасли

Медная промышленность мира: главные тенденции.

Мы считаем медное направление в мировой цветной металлургии одним из самых перспективных в отрасли.

Уникальные свойства меди позволили ей занять третье место по объемам мирового потребления металла после железа и алюминия – более 16 млн. т. Благодаря свойствам электропроводности примерно три четверти объема выпускаемой меди используется для производства электротехнической продукции, а конечными отраслями потребления меди является быстроразвивающиеся строительство и высокотехнологическая промышленность.

Распределение запасов меди по странам, 2005 г.



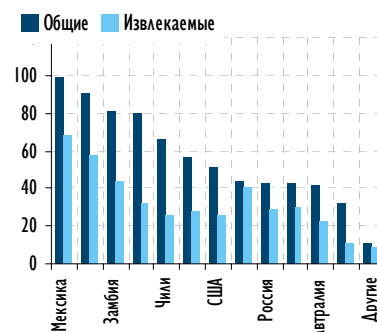
Источник: ICSG (Международная Группа по изучению меди)



Только за последние 4 года темпы роста строительной индустрии в мире почти вдвое опережали темпы мирового ВВП, что оказывало поддержку ценам на медь. Особенности использования меди определяют перманентно растущий спрос, между тем возможности по увеличению предложения существенно ограничены целым рядом факторов:

- ▶ **Мировые запасы медных руд** — одни из наиболее локализованных среди металлических руд: более 40% всех объемов сконцентрированы в одной геологической провинции на территории Чили и Перу, что ограничивает возможности предложения на рынке.
- ▶ **Третий мировой производства меди сконцентрировано в одной стране.** Чили контролирует более 30% рынка меди, что является причиной сильного влияния политических и других страновых рисков на рынок в целом и увеличивает риски для потребителей, что однозначно влияет на рост цен.
- ▶ **Низкий уровень обеспеченности сырьем.** Уровень обеспеченности запасами в крупнейших добывающих компаниях Латинской Америки составляет 22-25 лет, что является крайне низким показателем для цветной металлургии. Разведка и ввод в эксплуатацию потребует как гигантских капиталовложений, так и времени.
- ▶ **Низкое обеспечение собственным сырьем крупнейшего потребителя.** Перераспределение локальных центров потребления меди в пользу быстрорастущего Китая (23% суммарного потребления меди в мире), не обладающего существенными запасами собственной меди, ведет к вовлечению все больших объемов меди в международную торговлю и общий рост спроса на медь на мировом рынке. Текущие возможности по наращиванию добычи в Китае, на наш взгляд, исчерпаны, в тоже время рост потребления меди в ближайшие 3 года прогнозируется на уровне 3-4% в год до уровня 5.5 млн. т.

Обеспеченность запасами меди, 2005 г., лет



Источник: ICSG

Прогноз цен на медь: сценарный анализ

В ближайшие годы конъюнктура рынка цветных металлов и меди в частности, скорее всего, будет неоднозначной, а цены будут испытывать значительные колебания. На наш взгляд, существует два сценария развития рынка меди:

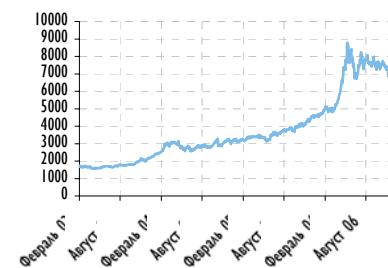
- ▶ **Сценарий профицита металла и снижения цен.** Данный вариант развития часто встречается в прогнозах инвестбанков (Standard bank, Citigroup Inc, Morgan Stanley и др.), его в общих положениях придерживается и Международная группа по изучению меди (ICSG). Основным фактором, влияющим на рынок — растущий или стабильный профицит меди вследствие как увеличения предложения металла, так и замедления темпов роста его потребления. Еще один аргумент, приводимый сторонниками данного сценария — инерционность складских запасов у трейдеров и производителей: в то время как запасы на биржах неуклонно снижались, уровень складских запасов у производителей, потребителей и металлоторгующих компаний оставался на уровне прошлых лет. По мнению специалистов, это означает, что как только ажиотаж на рынке меди станет утихать и запасы меди на биржах будут постепенно увеличиваться, стоимость меди начнет снижаться вплоть до уровней в \$5 000 — \$5 500 на горизонте 2008 г.
- ▶ **Сценарий ограниченного предложения.** Стабилизация на высоких уровнях или рост цен. Этот вариант пользуется популярностью у ряда исследовательских компаний на рынке металлов и у производителей (Metal Bulletin Research (MBR), Codelco). Основная идея этого сценария — вероятность повторения забастовок на предприятиях высока, и в случае их возобновления спрос и предложение металла станут сбалансированными, а стоимость меди вырастет и будет держаться на высоком уровне около отметок в \$7 000 - \$7 500

На наш взгляд, в среднесрочной перспективе оба сценария имеют практически одинаковые шансы на реализацию. По прогнозам Международной группы по изучению меди (ICSG) в 2006 г. производство рафинированной меди выросло на 8,1% до 17,65 млн. т, а потребление увеличилось на 5,5% до 17,36 млн. т, что привело к профициту металла на рынке в объеме 290 тыс. т и небольшому росту уровня запасов. В 2007 г. прогнозируется аналогичная ситуация превышения темпов роста предложения над спросом. В то же время стоит отметить, что на текущий момент фактический объем добычи руды и производства рафинированной меди (в % от мощности) находится на самом низком уровне за последние 10 лет. В связи с этим, обратим внимание еще на два важных, на наш взгляд, фактора:

Рост инвестиций в отрасли. Шансы на реализацию профицитного сценария повышаются в результате растущего давления на рынок со стороны новых инвестпроектов по добыче и переработке медных руд. Действительно, по мере того, как стоимость меди растет, горнодобывающие компании начинают осваивать новые запасы и инвестировать значительные средства в оборудование. В частности, к 2008 г. Codelco начнет выпуск меди объемом 150 тыс. т на новой шахте Gabu на севере Чили. Австралийская компания Oxiana Ltd к 2008 г. увеличит выпуск на 50 тыс. т, в ходе начала реализации проекта Prominent Hill. В итоге, по прогнозам президента компании Codelco, мировое предложение меди в 2006 г. превысит спрос на 300 тыс. т.

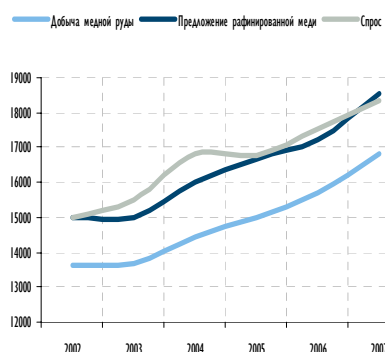
Влияние «китайского фактора». По последним данным, китайское правительство приняло решение о том, что новые проекты, которые планируется ввести в ближайшие годы, должны будут удовлетворять довольно жестким условиям, среди которых называется минимальный объем производства меди, который должен составлять не менее 100 тыс. т меди в год. Кроме того, поощряется производство медного концентрата внутри страны, дабы уменьшить зависимость медеплавильных компаний от импорта данного сырья. А недавно китайское правительство отменило все льготы на импорт медного лома и концентрата (ввело 13% НДС на ввоз) и установило 13%-ный НДС и 5%-ную пошлину на вывоз катодной меди. Данные

Динамика котировок меди на LME, \$



Источник: Bloomberg

Прогноз баланса спроса и предложения в мире, тыс. т.



Источник: ICSG



меры поощряют китайских производителей разрабатывать собственные месторождения и реализовывать конечную продукцию на внутреннем рынке, а не экспортировать ее за рубеж. Соответственно, уменьшение дефицита на внутреннем рынке приведет к падению импорта рафинированной меди со стороны китайских потребителей. Хотя еще раз подчеркнем, что мы не склонны преувеличивать реальные возможности по наращиванию производства меди китайскими компаниями вследствие ограниченности запасов.

Выводы: Сценарий ограниченного предложения может быть осуществлен при реализации опасений активизации протестных настроений на горнорудных предприятиях в Латинской Америке и Африке и снижении вследствие этого объемов добычи. При этом отметим, что BHP Billiton, наиболее пострадавшая от забастовки работников в 2006, не ожидает активизации протестного движения в 2007 году на своих предприятиях. Соглашение, достигнутое в конце августа с профсоюзом рабочих на месторождении Эскондида (Чили), заключено на четыре года. Подобные соглашения заключены и с профсоюзами на других медных предприятиях компании. Однако, по нашим сведениям, и в 2006 г. подобные соглашения неоднократно заключались и нарушались. Наиболее вероятна фиксация котировок на уровне \$5000 с последующим плавным ростом до уровней \$5500-\$5700.

Дефицитный сценарий развития медного рынка может быть реализован и благодаря возможному лавинообразному выводу из эксплуатации старых рудников в Латинской Америке. В этом случае цена на медь может вернуться к своим рекордным уровням выше \$8000 и даже превзойти их.

Медная промышленность РФ.

Для медной промышленности РФ характерно:

- ▶ Высокая степень концентрации производства: рынок контролируется тремя производителями
- ▶ Отрасль характеризуется высокой ориентированностью на экспорт продукции, что обусловлено низким потреблением цветных металлов, как в абсолютном, так и в относительном (на душу населения) выражении в России.
- ▶ В экспорте продукции длительное время доминировала продукция низких и средних переделов, однако в последнее время доля высоких переделов уверенно растет.
- ▶ Завершился первый этап инвестиционного цикла (реконструкция существующих производственных мощностей) и началась второй этап, в рамках которого реализуется и планируется ряд крупных проектов по строительству новых металлургических заводов, а также разработка новых месторождений.

Сырье. Обеспеченность медными рудами РФ сравнительно невысока: на территории РФ сосредоточено лишь порядка 3% общемировых запасов меди, при этом большинство запасов находятся в районах Сибири и Дальнего Востока. Анонсированные перспективы развития добычи медных руд связаны с освоением полиметаллических месторождений юго-востока Читинской обл., (проект Норильского Никеля) и Удоканского месторождения. Утвержденные запасы последнего составляют 20 млн. т меди со средним содержанием меди в руде 1,5%, однако аукцион по его продаже неоднократно откладывался. УГМК – один из наиболее вероятных претендентов на Удокан наряду с Норникелем, при этом вопрос об участии в аукционе иностранных компаний (прежде всего китайских) пока не решен.

Производство. Доля РФ в мировом производстве меди выглядит скромно и не превышает 5%. Основными игроками на рынке являются Норильский Никель (доля в производстве в РФ 45%), Уральская Горно-Металлургическая компания (37%) и Русская Медная Компания (18%). Помимо меди, УГМК специализируется на производстве цинка и свинца. Доля Группы во внутреннем производстве свинца – 46%, оставшаяся часть объема производства поделена между 5 производителями, ближайший конкурент – Рязаньцветмет с долей рынка 27%. Цинковый рынок РФ поделен между двумя производителями – УГМК (ОАО «Электроцинк», 41% рынка) и Челябинским цинковым заводом с долей 49%.

Конкурентоспособность российской медной промышленности находится на уровне зарубежных аналогов. В отличие от многих своих зарубежных конкурентов, использующих местные окисленные руды, российские производители перерабатывают сульфидные руды, что сопряжено с дополнительными расходами на пирометаллургический передел. Однако более высокая себестоимость добычи компенсируется низкими энергозатратами и сравнительно невысокими затратами на оплату труда. Заметим, что на текущий момент основная конкуренция между российскими производителями меди происходит не на уровне продукции, а на уровне сырья – за новые месторождения. Два крупнейших производителя фактически разделили рынок – УГМК специализируется на внутрироссийских поставках (доля внутренних продаж около 70%), Норильский Никель – на экспортных (доля внутренних продаж 15%). Подобная картина стала следствием как корпоративной стратегии, так и особенностей географического положения.

Рынок. Более 70% медной продукции РФ экспортируется. В тоже время внутренний рынок РФ сегодня выглядит более привлекательно по сравнению с экспортом меди. Это связано как с ценовой конъюнктурой – внутренние цены инертны по отношению к мировым, так и с растущим объемом потребления меди экономикой РФ. Показатели потребления меди (на душу населения, в расчете на объем ВВП) в России ниже среднеевропейских в три раза, что обуславливает значительный потенциал роста рынка медной продукции. По оценкам Росстата, внутреннее потребление меди в РФ растет в среднем на 18% в год, и если подобные темпы сохранятся в течении 5-6 лет, Россия может стать нетто-импортером меди. На внутреннем рынке РФ сформировался гигантский отложенный спрос на медную продукцию, прежде

Производство меди в РФ, 9 мес. 2006 г.



Источник: данные компании



всего в таких отраслях как электроэнергетика и ЖКХ, спрос на медь растет и благодаря темпам нового строительства.

УГМК занимает лидирующие позиции на внутреннем рынке меди РФ, реализуя внутри РФ почти 70% своей продукции: мы ожидаем, что по итогам 2006 г. доля Группы во внутрироссийских продажах меди составит около 50%, а два других производителя – Норильский Никель и РМК – поделят оставшиеся 50% примерно поровну.

Позиции УГМК на российском рынке меди в среднесрочной перспективе будут усиливаться – Норильский Никель неоднократно подчеркивал, что медное направление не является для него приоритетным, поэтому мы ожидаем постепенного роста доли УГМК и РМК в структуре российского производства меди и соответствующего снижения доли Норильского Никеля.

Производственная структура УГМК

Группа УГМК представляет собой промышленный холдинг, объединяющий предприятия завершающих циклов производства и обработки цветных и черных металлов от добычи руд до производства продукции конечного потребления.

Черная металлургия. Данное направление УГМК (около 13% суммарной выручки) включает добычу железной руды и производство железорудного концентрата на Богословском рудоуправлении и полный цикл производства стальной продукции на МЗ Серова. Специально созданное ООО «УГМК-Сталь» осуществляет функции управления предприятиями дивизиона. К концу 2008 года УГМК планирует завершить строительство нового электросталеплавильного завода в Тюменской области мощностью 550 тысяч тонн в год.

Цветная металлургия. (76% выручки) Бизнес УГМК основан на добыче сульфидных медных и полиметаллических руд и их многостадийной переработки. Полиметаллический характер сырья определяет диверсификацию производств по выпускаемым металлам (медь, цинк, свинец, драгметаллы). Продуктовый ряд включает как полуфабрикаты (медные катоды, цинковые чушки, металлический свинец), так и продукцию последовательных переделов: катанка медная, проволока медная, кабельная продукция, медный электролитический порошок и изделия из него, свинцовые и цинковые сплавы, оцинкованные изделия, прокат цветных металлов, радиаторы, отопители. По производству свинца УГМК является лидером в РФ, контролируя почти 50% рынка. Продуктами комплексной переработки полиметаллического сырья и золотосодержащих руд являются драгметаллы (золото и серебро в слитках, концентрат металлов платиновой группы), редкоземельные металлы (селен, теллур), ряд химпродуктов (серная кислота), строительные материалы.

Основные медно-сырьевые активы УГМК расположены, главным образом, на Урале – Учалинский ГОК, Урупский ГОК, Гайский ГОК. Развивается добыча руд в Западной Сибири («Сибирь-Полиметаллы», Алтайский Край). Мощности УГМК по производству меди сконцентрированы на УЭМ, Медногорском медно-серном комбинате, Среднеуральском медеплавильном заводе, Сухоложском заводе вторичных цветных металлов, ОАО «Святогор».

ОАО «Святогор»: мощность металлургического цеха составляет около 70 тыс. т черновой меди в год. Разрабатывает Волковское месторождение медно-железо-ванадиевых руд мощностью 1.4 млн. т/год. Святогор является единственной компанией в Группе, обладающей полным технологическим циклом производства черновой меди.

Медногорский медно-серный комбинат (ММСК) перерабатывает медные концентраты Гайского и Бурибайского ГОКов, а также частично концентраты Учалинского и Сибайского комбинатов, с последующим получением черновой меди и серной кислоты.

Среднеуральский медеплавильный завод (СУМЗ) занимается производством черновой меди, серной кислоты, а также в качестве дополнительной продукции выпускает минеральные удобрения и триполифосфат натрия (сырье для производства моющих средств).

Катур-Инвест занимается производством медной катанки и проволоки по технологии непрерывного плавления медных катодов, получаемых от Уралэлектромеди. Мощность производства составляет 235 тыс. т/год и загружена полностью.

Уралэлектромедь занимает среди предприятий УГМК ключевое положение и как переработчик черновой меди, вырабатываемой ОАО «Святогор», Медногорским медно-серным комбинатом и СУМЗ, и как поставщик сырья (рафинированной меди) на предприятия по выпуску продукции более высоких переделов (в частности, Катур-Инвест).

Структура производственных мощностей Группы УГМК, 2006

		Мощность	Загрузка
Медная катанка	тыс.т	235	118%
Медь рафинированная	тыс.т	364	98%
Прокат цветных металлов	тыс.т	66	85,6%
Кабельная продукция	тыс.т	37	72,2%
Цинк	тыс.т	94	102%
Стальной прокат	тыс.т	885	57,8%
Радиаторы	млн.шт.	1729	74%
Кирпич	млн.шт.	110	114%

Источник: данные компании



Товарные потоки.

Мы рассматриваем УГМК как единую структуру с четко выстроенной холдинговой схемой. Технологические особенности производства меди обуславливают жесткость внутренних связей внутри Группы, вследствие чего отдельные предприятия правильнее рассматривать как цеха единого предприятия. Поэтому первостепенную важность для анализа УЭМ имеют не финансовые потоки, а потоки товарные.

Схема товарных потоков. Общая логика товарных потоков медного дивизиона УГМК такова: добываемое сырье (медно-колчеданные руды) обогащается на ГОКах, медный концентрат перерабатывается в черновую медь (Святогор, Медногорский медно-серный комбинат, Среднеуральский медеплавильный завод), черновая медь перерабатывается в медные катоды и порошки (УЭМ).

Часть продукции УЭМ является товарной и реализуется, другая часть является сырьем для производства медной катанки (Катур-Инвест) и медного проката (Кировский завод по обработке цветных металлов). Выпускаемая продукция, в свою очередь, является как товарной, как и полуфабрикатом для дальнейшего передела — часть катанки поступает на предприятие УМГК для дальнейшей переработки. На следующей стадии передела производится кабель (Сибкабель, Уралкабель), радиаторы (Шадринский автоагрегатный завод, Оренбургский радиатор).

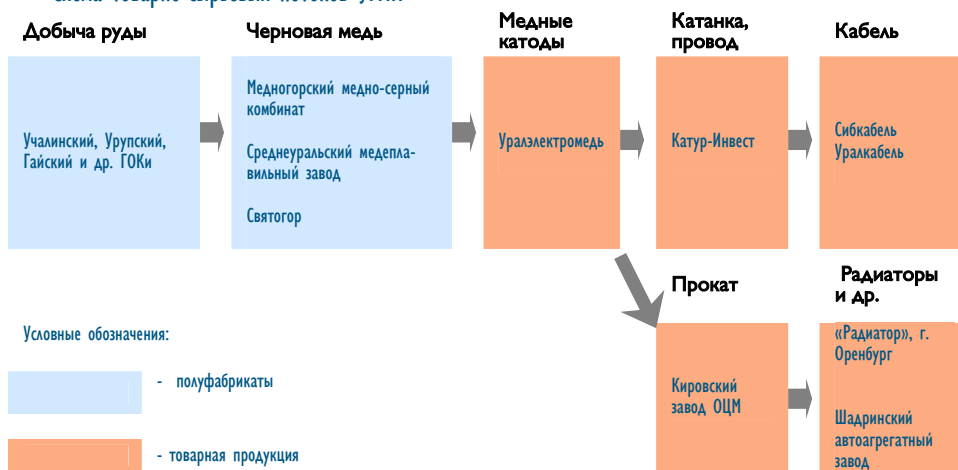
Таким образом, поток товарной продукции начинает формироваться на уровне медных катодов, последовательно ветвясь на другие виды продукции более высоких переделов, причем на каждой из стадий часть продукции является товарной, а часть сырьем для дальнейшего передела.

Как правило, по мере роста степени металлургического передела, растет и рентабельность готовой продукции, поэтому компании заинтересованы в максимизации в структуре выручки продукции конечного потребления. Для УГМК это кабель, радиаторы, круглый и плоский прокат, трубы и пр.

В данной схеме УЭМ занимает ключевую позицию — как единственный в Группе производитель рафинированной меди, замыкающий на этой стадии металлургического передела на себя весь товарный поток. Сходная ситуация наблюдается и по драгметаллам — Уралэлектромедь концентрирует на себе потоки золотосодержащих концентратов и попутно извлекает из черновой меди ценные компоненты, являясь, таким образом, единственным в УГМК производителем товарного золота, серебра, платиноидов и редкоземельных металлов.

Вторым важным центром товарных потоков является ЗАО «СП «Катур-Инвест» как единственный производитель катанки и проволоки, однако весь товарный поток здесь уже не концентрируется — часть медных катодов и медные порошки с УЭМ реализуется, часть поставляется для передела на Кировский завод по обработке цветных металлов. Заметим, что Катур-Инвест — фактически новое предприятие, созданное на производственной базе УЭМ в 1999 г. и выделенное в отдельную структуру, в которой Уралэлектромедь принадлежит 49% акций. Из шести российских производителей катанки Катур-Инвест является самым новым и самым крупным, контролирующим почти 50% рынка.

Схема товарно-сырьевых потоков УГМК



Производство основных видов продукции по Группе УГМК,

	2002	2003	2004	2005
Медь рафинированная тыс.т	338	348	352	
в т.ч. тыс.т				
медный порошок тыс.т	5.7	5.8	5.9	
катанка медная тыс.т	252	268	278	
Цинк тыс.т	80.8	89.9	88.0	
Прокат готовый тыс.т	494	505	511	
Кабель тыс.км	78.2	87.9	140	
Прокат цв. металлов тыс.т	28.8	47.3	56.7	
Драгметаллы т	250	307	314	
Радиаторы млн. шт	1.1	1.1	1.3	
Кирпич млн. шт.	119	123	125	

Источник: данные компании

Перспективы. Общая стратегия УГМК в области производства предусматривает развитие мощностей по выпуску продукции высоких переделов и уменьшение продаж товарной катодной меди и других продуктов с низкой добавленной стоимостью. Так, запуск производства «Катур-инвеста» позволил УГМК избавиться от преобладания катодов в структуре экспорта (в 2006 г. 90% экспорта было сформировано катанкой) и нарастить продажи Группы на внутреннем рынке. Включение в состав холдинга кабельных заводов замыкает на продукцию потребления в пределах УГМК цикл по производству проволоки.



Сырьевое обеспечение.

Предприятия УГМК полностью обеспечены собственным сырьем за счет эксплуатации собственных медно-колчеданных месторождений Учалинского, Урупского и Гайского ГОКов. По оценкам УГМК, текущая обеспеченность запасами по медным рудам составляет порядка 50 лет. Мы позитивно оцениваем работу компании по расширению сырьевой базы как за счет интенсификации добычи на существующих мощностях за счет вовлечения в эксплуатацию месторождений Башкирии (Подольская группа месторождений), Алтайского края (Рубцовский ГОК), Свердловской области (Тарньерское месторождение) а также глубоких горизонтов действующего Гайского ГОКа. В структуре используемого сырья растет доля лома (30-35%), что снижает зависимость предприятия от добычи руды.

Перспективы развития сырьевой базы. Среди возможных направлений расширения сырьевой базы аналитики отмечают перспективы участия в аукционе по крупнейшему в РФ Удоканскому месторождению и поставки с монгольского «Эрдэнэт». Мы не склонны преувеличивать вероятность реализации обоих вариантов: ситуация с Удоканом сильно политизирована и грозит затянуться на неопределенное время, а перспектива доступа к управлению Эрдэнэтом нивелируется реалиями гигантского спроса на медное сырье в соседнем Китае. Тем не менее, с учетом текущих проектов по расширению меднорудной базы, мы считаем проблему сырьевого обеспечения УГМК несколько преувеличенной. В любом случае, проблема сырьевого обеспечения медного производства УГМК – это стратегическая задача Группы в целом, касающаяся текущей деятельности Уралэлектромедь лишь косвенно.

Обеспечение сырьем УЭМ. Основным сырьем для УЭМ являются медные концентраты, лома, шлаки, черновая медь, отходы, содержащие медь, драгоценные и прочие цветные металлы. Часть сырья перерабатывается как давальческое, что неизбежно отражается на текущих финансовых показателях УЭМ. Основным поставщиком сырья и заказчиком услуг на переработку давальческого сырья для УЭМ является ООО «УГМК-Холдинг» (80-90% в общем объеме поставок в 2005-2006 гг.).

ОАО «Уралэлектромедь» также поставляет материалы для Поручителя и является заказчиком услуг на переработку давальческого сырья. Заметим, что значительная часть недополученной прибыли возвращается на УЭМ в виде инвестиций со стороны головной компании. Соотношение собственное/давальческое сырье определяется структурами УГМК и варьирует от 18% в 2006 г. до 34% в 2004 г. Черновая медь поступает от трех основных предприятий переработчиков минерального сырья УГМК. (Святогор, ОАО «СУМЗ, ММСК»), а также с филиала ППМ ОАО «Уралэлектромедь». Собственником всей меди в данном сырье является ООО «УГМК-Холдинг» который оплачивает переработку сырья до готовой продукции (катоды, катанка).

Источниками получения драгметаллов являются их примеси, содержащиеся в черновой меди. Объем сырья для производства драгметаллов зависит от объемов поставки черновой меди, а также лома и сырья, содержащего драгметаллы.

Управление.

УГМК представляет собой вертикально-интегрированную структуру холдингового типа с гибкой трехуровневой схемой управления. Координирующими полномочиями наделена ОАО «УГМК, управление производственными дивизионами-субхолдингами (цветная металлургия, черная металлургия и прочее) делегировано управляющим организациям - соответственно ООО «УГМК-Холдинг», ООО «УГМК-Сталь» и ООО «УГМК-Агро», которые в свою очередь координируют деятельность отдельных направлений.

Инвестиции.

Лучшей стратегией развития производителей цветных металлов на фоне пиковых цен является реинвестирование сверхприбылей в развитие производства, что и наблюдалось на УГМК в последние два года. Приоритеты инвестиционной стратегии Группы выстроены в соответствии с общей концепцией развития с акцентом на сырьевое обеспечение, продукцию высоких переделов и новые технологии. На развитие сырьевой базы в 2004-2005 гг. в среднем большая общего объема инвестиций, в ближайших планах компании акцент в инвестициях УГМК сохранится.

В 2006 году введены в эксплуатацию Северный Медно-Цинковый рудник на Тарньерском месторождении (Свердловской обл.) и Рубцовский горно-обогатительный комбинат в Алтайском крае суммарной мощностью. Целью проводимой реконструкции на всех трех заводах холдинга, выпускающих черновую медь, является как рост мощностей, так и повышение экологичности (утилизация серы в серную кислоту). На Кировском заводе ОЦМ реализуется проект по созданию нового металлургического производства с использованием сквозной технологии от литья до получения готовой продукции (прокат толщиной до 25 микрон).



Уралэлектромедь в структуре УГМК

Уралэлектромедь – одно из крупнейших в Европе производств по электролитическому рафинированию меди. Предприятие было создано в 1992 г. на базе Пышменского электролитного завода (г. Верхняя Пышма, Свердловская обл.). Завод был построен в 1934 г. и в 60-х претерпел коренную реконструкцию производства, в частности, были построены шламовый и купоросный цеха, а также цех медных порошков. Еще один период серьезной реконструкции оборудования начался после акционирования: в 1997 г. был пущен участок аффинажа сплавов драгметаллов и платиноидов. Позднее активы УЭМ были расширены за счет приобретения местного производителя свинца и сплавов на его основе, затем было запущено производство медной катанки («Катур-Инвест») и ряд других.

Мощности. УЭМ сформировался как полный комплекс производственных мощностей по переработке медного сырья, включающий производство черновой меди (89 тыс. т/год), электролитное производство (катоды, 364 тыс. т/год), выпуск полиметаллов, медного порошка (12 тыс. т/год) и изделий из него (300 т/год), сплавов цветных металлов, медного купороса (33 тыс. т/год). Основная производственная деятельность компании локализована на Пышминском медеэлектролитном заводе. В структуру Уралэлектромеди входит Кировоградская металлургическая компания (филиал «Производство полиметаллов» ОАО «Уралэлектромедь»), которая занимается производством черновой меди и окиси цинка. В планах кировоградского филиала компании полностью отказаться от использования медного концентрата, перейдя на технологию утилизации отходов медного производства (печные выемки и пр.).

Используемая технология позволяет комплексно перерабатывать поступающее сырье (черновая медь и медный концентрат) и извлекать попутно содержащиеся в нем драгоценные металлы (золото, серебро, платиноиды), селен и теллур. В состав УЭМ входят сырьевое подразделение УГМК – Сафьяновская медь (медная и медно-цинковая руда). Руда с добывающих мощностей Сафьяновской меди (1 млн. т.), перерабатывается на других предприятиях УГМК (ОАО «Святогор»), возвращаясь на Уралэлектромедь в качестве черновой меди. Кроме того, УЭМ располагает мощностями по оцинковке металлоконструкций (25 тыс. т.) и производству упаковочной продукции.

Производство. Объем производства компании в номинальном выражении в 2006 г. составил 352 тыс. тонн рафинированной меди. За последние 3 года суммарный объем производства не претерпел существенных изменений (338 тыс. т, 2004 г.), т.к. лимитирован близкой к полной загрузке текущих мощностей. Расширение производства рафинированной меди, на наш взгляд, нецелесообразно ввиду выбранной стратегии интенсивного роста (в сторону продукции высоких переделов), а экстенсивный рост имеет ряд ограничений прежде всего сырьевого характера.

Структура установленных мощностей подтверждает наш тезис о том, что УЭМ является основным структурообразующим активом УГМК: избыточная по руде и дефицитная по черновой меди, Уралэлектромедь концентрирует мощности Группы по рафинированной меди – основы для дальнейших переделов. Выгоды от технологической и экономической кооперации медных предприятий УГМК выражаются в традиционной полной загрузке основных мощностей УЭМ в течении последних 3-4 лет.

Инвестиции. Перед Уралэлектромедью стоит задача модернизации мощностей для повышения их как экономических, так и экологических характеристик производства. Общий объем инвестиций в 2007 г. превысит \$100 млн., из них более четверти планируется потратить на перевооружение цеха электролиза меди с расширением медеаффинировочных мощностей и мощностей других цехов, связанных технологической цепочкой (медеплавильный цех, купоросный, химико-металлургический).

Инвестиционная программа УЭМ на 80% финансируется за счет собственных средств. После завершения реконструкции производства сплавов с 2008 года будет производиться рафинированный свинец. В апреле 2006 года компания объявила о подписании контракта с финской Outokumpu, которая примет участие в проекте по увеличению производственных мощностей катодной меди Уралэлектромедь к 2010 г. до 500 тыс. тонн в год.

Товарная номенклатура и направления использования основных видов продукции Уралэлектромедь

- ▶ Катоды и катанка: самый широкий спектр использования, предприятиях кабельной промышленности для производства электротехнической продукции, прокатные производства, трубы и т.д.
- ▶ Медный купорос: используется для производства красителей, минеральных красок и химикатов, а также для сельского хозяйства в качестве удобрений.
- ▶ Сплавы свинцово-сурьмянистые
- ▶ Медный электролитический порошок: применяется для изготовления деталей методом порошковой металлургии в электротехнической, машиностроительной и химической промышленности.
- ▶ Цинк металлический.
- ▶ Свинец и свинцовые сплавы
- ▶ Никель серноокислый. Используется на предприятиях электротехнической и химической промышленности.

Структура производственных мощностей Уралэлектромедь

	Уст. мощность, тыс. т., на 1-е января				Загрузка, %	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Медь рафинированная	356	360	364	99,1	99,5	
Медный купорос	32,5	32,5	32,5	91,0	91,2	
Медь черновая	83,4	87,75	89,2	94,0	96,7	
Никель серноокислый, т	339	339	339	97,9	76,5	
Сплавы свинцово - сурьмянистые	12,5	12,5	12,5	94,4	76,0	
Медный порошок	12	12	12	51,0	52,1	

Источник: данные компании

Продажи и положение на рынке

По нашим прогнозам, выручка УГМК в 2006 г. составила около \$4.2 млрд. Доля продукции цветной металлургии составляет 81%, при этом на медь приходится более 70%. Продажи продукции (как закупка сырья) в значительной степени централизованы в рамках Группы, поэтому анализ целесообразен на уровне медного направления УГМК в целом.

Выручка Уралэлектромеди в 2006 г. составила \$628 млн., увеличившись за последние 2 года более чем в 2,6 раза. Большая часть выпускаемой продукции (70%) поступает на предприятия УГМК для дальнейшего передела. УЭМ постепенно отходит от давальческого сырья, увеличивая переработку и продажу собственной продукции (в 2006 г. – более 80%). Однако около 43% суммарной выручки компания получает за счет продаж медной катанки, произведенной другим предприятием – компанией Катур-Инвест, что также делает более эффективным анализ продаж не самой компании, а УГМК в целом.



Структура продаж

Приоритет – внутренний рынок. Для медного направления УГМК в целом и Уралэлектромеди в частности характерна высокая доля продаж продукции на внутреннем рынке (около 70%). По ряду продуктов цветной металлургии Группа является лидером: в частности УГМК контролирует 25% отечественного рынка проката цветных металлов. Заметим, что крупнейший производитель меди в РФ – Норильский Никель – более 85% продукции поставляет на экспорт. Характерно, что УГМК с 2004 г. почти полностью отказалось от экспорта необработанной меди, перейдя к продажам медной катанки, имеющей более высокую добавленную стоимость.

На наш взгляд, акцент на внутренних продажах связан с более высокой степенью вертикальной интегрированности УГМК, владеющего рядом российских медепотребляющих производств. Цепочка последовательных производств по обработке меди (медное сырье - черновая медь - рафинированная медь - катанка, прокат - изделия на основе меди) выстроена вплоть до конечной продукции с высокой добавленной стоимостью. Так, значительная часть меди, производимой УЭМ, поставляется на Кировский завод ОЦМ и мощности Катун-Инвест, где производится медный прокат, провод, катанка и радиаторная лента. В свою очередь, большая часть данной продукции не выходит за пределы холдинга в виде продукции средних переделов, а перерабатывается кабельными заводами (Сибкабель и Уралкабель) и радиаторными производствами (Шадринский автоагрегатный завод и Оренбургский завод «Радиатор»). Наконец, в 2006 г. наметилась тенденция опережающего роста цен на ряд медной продукции внутри РФ по отношению к экспортным ценам.

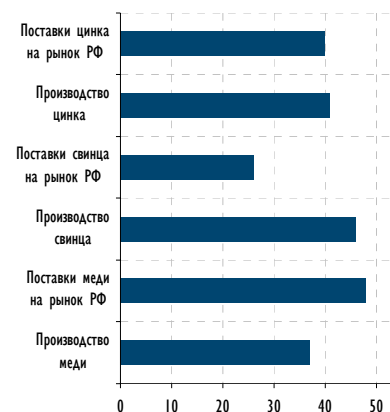
Доля продукции высоких переделов. Мы оцениваем долю меди УГМК, перерабатываемую внутри Группы в продукцию наиболее высоких переделов, включающих продукцию конечного потребления, в 25-30%. На наш взгляд, факт высокой глубины переработки сырья для УГМК является позитивным, т.к. позволяет нивелировать негативное влияние высокой волатильности цен на медь на мировом рынке, увеличивать норму прибыли по сравнению с экспортом рафинированной меди, оперировать гибкими многопродуктовыми сбытовыми сетями. В тоже время отметим, что как кабельный рынок, так и рынок радиаторов РФ являются высококонкурентными, что отражается на сравнительно невысокой загрузке соответствующих мощностей (72-74%).

Мы полагаем, что УГМК будет продолжать развитие холдинга за счет вертикальной интеграции «вверх», за счет производства продукции более высоких переделов вплоть до конечной продукции. Это совпадает с общей логикой стратегии перехода от монопродуктовой ориентации (медь) к многопродуктовой (полиметаллы). Перспективы диверсификации продуктовой линейки мы связываем, в том числе, и с переходом на продукцию пятого или шестого передела (круглый и плоский медный прокат).

Логистика

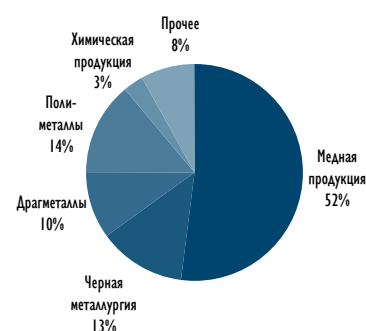
Большая часть продаж медной продукции УЭМ осуществляются через сбытовые структуры УГМК: катоды – ООО «УГМК-Холдинг», катанка – ООО «УГМК-Холдинг» и ТД «УГМК». Весь производимый УЭМ медный порошок реализуется потребителям самим предприятием. Главным экспортером продукции в рамках группы УГМК является ООО «УГМК-Холдинг». 90% экспортируемой продукции приходится на медную катанку, которая поставляется в страны ЕЭС. Оптовым покупателем медной продукции является крупная торговая компания Европы, UMCOR AG.

Доля УГМК в рыночных сегментах, 2005 г., %



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Структура продаж УГМК по видам продукции, 2005 г., %



Источник: расчеты Газпромбанка



Финансы

Анализируя финансовое состояние УЭМ, необходимо понимать, что компания, являясь основным производственным активом УГМК и ключевым элементом производственной цепочки. По сути, Уралэлектромедь это разновидность «производственного цеха», перерабатывающего сырье, поступающее с других предприятий УГМК, и поставляющее продукцию для реализации или переработки другим предприятиям холдинга. Таким образом, чистые денежные потоки, генерируемые УЭМ, де-факто, перераспределяются внутри Группы УГМК.

По нашим расчетам, если предположить, что предприятия входящие в состав УГМК, были бы самостоятельными хозяйственными субъектами, то выручка УЭМ в 2006 г. превысила бы \$1 млрд. Однако еще раз подчеркнем, что подобные расчеты лишены экономического смысла т.к. эффективная дискретная деятельность УЭМ вне группы УГМК невозможна по причинам технологического характера. Впрочем, и структура самого холдинга фактически опирается на производственную базу УЭМ.

Основные финансовые показатели УЭМ за 2004-2006 гг. по РСБУ, млн \$.

	2003	2004	2005	2006П
Выручка	279	235	400	651
Валовая прибыль	62	82	145	255
EBIT	30	44	96	198
EBITDA	34	50	102	208
Чистая прибыль	11	32	47	142
Валовая рентабельность, %	22	35	36	39
Операционная рентабельность, %	11	19	24	31
Рентабельность EBITDA, %	12	21	26	32
Рентабельность по чистой прибыли, %	4	14	12	22
Активы	175	209	285	415
Денежные средства и эквиваленты	22	21	16	4
Чистый оборотный капитал	43	45	60	121
Капитал и резервы	57	94	137	259
Долгосрочные кредиты и займы	60	43	59	79
Краткосрочные кредиты и займы	38	42	61	42
Чистый долг	76	63	105	117
Чистый долг/ Капитал и резервы	1,32	0,68	0,77	0,45
Чистый долг/ Активы	0,43	0,30	0,37	0,28
Чистый долг/ Прибыль от продаж	2,42	1,38	1,12	0,57
Чистый долг / EBITDA	2,11	1,23	1,04	0,54

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Выручка УЭМ за период с 2003 по 2006 гг. выросла в 2,3 раза и, по нашему расчету, в 2006 г. составила \$651 млн., чистая прибыль увеличилась более чем в 12 раз, до уровня \$142 млн. Столь заметное изменение показателей прибыли и выручки связано как с изменением структуры выручки в пользу продукции высоких переделов, так и с ростом котировок металлов на международных товарных биржах. Кроме того, объем выручки УЭМ зависит от изменения структуры перерабатываемого сырья, т.е. соотношения собственного и давальческого. В 2006 г. доля давальческого сырья не превысила 18%, тогда как в 2003 была около 50%.

В 2004 году выручка от реализации снизилась по отношению к 2003 году на 20,6% тогда как прибыль от продаж, валовая прибыль и чистая прибыль вновь значительно увеличилась. Мы связываем это с благоприятной ситуацией на мировом рынке драгметаллов в 2003 г., которой УГМК и УЭМ удачно воспользовались. Для увеличения прибыли УЭМ увеличил продажу собственных драгоценных металлов, в то время как доля собственной меди снизилась. Снижение объемов реализации продукции было обусловлено изменением структуры выпуска продукции, а именно увеличением производства меди на условиях переработки из давальческого сырья.

Резкий рост выручки в 2005 г. почти вдвое объясняется изменением структуры выпуска продукции в сторону увеличения объемов переработки собственного сырья при продолжавшемся росте цен на мировом рынке цветных металлов.

Абсолютный рост прибыли и выручки нашел закономерное отражение в росте рентабельности. Так, рентабельность EBITDA по итогам 2006 года ожидается на уровне 32%, что соответствует среднеотраслевому уровню.

Показатели, характеризующие долговую нагрузку на УЭМ за последние 4 года ощутимо снижаются, что связано как с ростом чистой прибыли, так и с увеличением собственных средств при консервативной политике по наращиванию чистого долга.



В целом, мы оцениваем финансовые результаты УЭМ и их динамику как однозначно положительные, что соответствует положению дел и в целом по группе УГМК. Группа УГМК характеризуется приемлемой структурой долга и невысоким уровнем долговой нагрузки. За последние 4 года УГМК удалось значительно улучшить финансовые показатели. Так, выручка увеличилась более чем в 4 раза, EBITDA – почти в 9 раз. Главным фактором столь блестящих результатов стала исключительно благоприятная конъюнктура мирового рынка цветных металлов. Так, средняя цена на медь выросла с \$1799 в 2003 г. до \$6731 в 2006 г. В дальнейшем мы предполагаем стабилизацию котировок меди на уровне \$5500. Кроме того, положительное влияние на выручку компании оказывает увеличение доли продуктов глубокой переработки цветных металлов.

Мы отмечаем существенный рост показателей рентабельности Группы УГМК, что связано как с ростом цен на продукцию, так и со снижением операционных затрат за счет модернизации производства. В 2006 УГМК характеризовалась средним для цветной металлургии уровнем рентабельности EBITDA, умеренным объемом чистого долга по отношению к собственным средствам и достаточным уровнем покрытия процентных расходов.

Перспективы развития

Прогноз основных финансовых показателей по группе УГМК, млн \$.

Показатели, \$ млн	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	931	1635	2297	4173	3200	3520	3648	3712
Валовая прибыль	181	419	708	1461	1024	1056	1094	1114
EBITDA,	106	260	446	906	645	665	679	702
Чистый долг	257	477	846	1168	1178	1162	1204	1225
Валовая рентабельность, %	19	26	31	35	32	30	30	30
Рентабельность EBITDA, %	11	16	19	22	20	19	19	19
Чистый долг/EBITDA	2,41	1,84	1,90	1,29	1,83	1,75	1,77	1,75
Справочно: цена меди, LME	1799	2898	3684	6731	5000	5500	5700	5800

Источник: расчеты Газпромбанка

Российская цветная металлургия – одна из наиболее быстроразвивающихся отраслей в РФ. По данным Росстата по отрасли вышла на второе место по объему инвестиций в 2003-2005 гг. Интерес к производству меди в РФ обусловлен огромными запасами медьсодержащих руд, растущим потреблением в мире и всплеском спроса на медь внутри страны. По сравнению со своими зарубежными коллегами российские медные компании имеют значительное конкурентное преимущество в виде сочетания трех следующих факторов: широких экспортных возможностей, гигантского потенциала внутреннего рынка и обширных запасов медных руд. Отрасль имеет огромный потенциал роста не только за счет увеличения физических объемов производства меди, но и за счет трансформации структуры продукции в сторону более высоких переделов.

Учитывая потенциал роста отрасли (4-5% в год), все три медепроизводящие компании РФ проводят активную инвестиционную политику, направленную на реконструкцию мощностей.

Стратегию УГМК по развитию медного бизнеса можно считать достаточно агрессивной, предполагающей при сохранении внешних рынков сбыта активное освоение внутреннего, а также рост рентабельности за счет постепенного увеличения производства продукции конечного потребления. В частности, мы ожидаем увеличения присутствия группы на российском кабельном рынке.

Расширение сырьевой базы – еще один фактор стабильного долгосрочного развития УГМК. Мы положительно оцениваем работу компании в этом направлении, результатом которой стало увеличение текущей обеспеченности медным сырьем до 50 лет. Несмотря на всю сложность ситуации вокруг Удоканского месторождения, УГМК, по нашему мнению, на текущий момент сохраняет лидерство среди претендентов на этот значимый медный актив.

Перспективы УЭМ как головного предприятия всей группы определяются стратегией УГМК в целом. Очевидно, что для сбалансированности структуры производственных мощностей будет происходить параллельное развитие всех стадий передела меди в общем темпе, при этом сам темп будет задаваться не развитием перерабатывающих мощностей, а сырьевыми – такова логика развития вертикально-интегрированных производств, основанных на добыче природных ресурсов. Для УЭМ первоочередное значение таким образом, будет иметь не наращивание объемов, а глубокая модернизация. В частности, мы положительно оцениваем инвестиции Группы в программу по снижению затрат в производственном цикле УЭМ, прежде всего в области энергосбережения.

Мы не исключаем, что для финансирования капложений, помимо облигационных займов, компания будет привлекать в качестве инвесторов или партнеров инвестиционных проектов крупные российские или западные компании. Так, в апреле 2006 года компания объявила о подписании контракта с финской Outokumpu, которая примет участие в проекте по увеличению производственных мощностей катодной меди Уралэлектромедь до 450 тыс. тонн в год.



Факторы инвестиционной привлекательности

Ключевым фактором инвестиционной привлекательности УГМК и его дочерних предприятий является благоприятная конъюнктура рынка цветных металлов, которая сложилась в последние годы на мировом рынке и привела в прошлом году к рекордному росту цен на медь. Мы полагаем, что даже при реализации негативного для УГМК профицитного сценария, цены на медь удержатся на самых высоких за последние 10 лет уровнях в 4500-5500 \$/т., хотя и вряд ли повторят взлет к уровням выше \$8 000 за тонну. Сходная ситуация наблюдается и на других рынках цветных металлов, где присутствует продукция УЭМ – цинка и свинца. При этом, стратегия переноса акцентов в производстве на продукцию высших переделов позволяет снизить зависимость от колебаний мировых цен на медь за счет большей маржи. Это позволяет предполагать, что результаты финансово-хозяйственной деятельности УГМК в целом и УЭМ в частности в среднесрочной перспективе будут как минимум стабильными.

Риски

Главные риски для предприятия мы связываем с волатильностью сырьевых рынков. За период 2002-2006 гг. колебания цены на медь достигали 600%, а только за 4 месяца 2006 г. диапазон изменения цен составил 94%. В дальнейшем, по нашим прогнозам, волатильность будет снижаться, однако останется на высоком уровне. В тоже время, резкие колебания цен происходят на экстремально высоких уровнях, что осложняет прогнозирование финансово-экономических результатов УГМК, но не мешает компании показывать отличные финансовые результаты.

Другая угроза для предприятия – рост издержек за счет увеличения тарифов на энергоносители, а также возможного роста цен на лом цветных металлов вследствие отмены экспортной пошлины на лом в размере 50%, что является одним из условий вступления РФ в ВТО.

Третий значимый риск для УГМК – рост конкуренции на внутреннем рынке – во многом нивелируется за счет «пионерного» освоения многих сегментов и конкурентного преимущества перед другими производителями в виде контроля над всеми технологическими стадиями переработки цветных металлов.



АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Центр анализа рыночной конъюнктуры

Михаил Зак

+7 (495) 980 4143

Michael.Zak@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом и долговом рынках

Михаил Зак

+7 (495) 980 4143

Michael.Zak@gazprombank.ru

Нефть и газ, электроэнергетика

Иван Хромушин

+7 (495) 980 4389

Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

Дмитрий Котляров

Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru

Телекоммуникации

Иван Карачинский

+7 (495) 980 4389

Ivan.Karachinsky@gazprombank.ru

Металлургия и акции второго эшелона

Николай Гудков

+7 (495) 980 4390

Nikolay.Gudkov@gazprombank.ru

Департамент рынков капитала

Игорь Русанов

+7 (495) 913-78-61

igor.roussanov@gazprombank.ru

Организация выпусков

Павел Исаев

+ 7 495 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Игорь Ешков

+ 7 495 429-96-44

Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Макроэкономика

Артем Архипов

+7 (495) 980 4143

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Михаил Зак

+7 (495) 980 4143

Michael.Zak@gazprombank.ru

Александр Ермак

+7 (477) 360 4763

Alexander.Ermak@gazprombank.ru

Синдикация и продажи выпусков

Александр Алистратов

+ 7 495 719-19-82

AAA@gazprombank.ru

Алексей Куприянов

+7 495 980-41-94

cuper@gazprombank.ru

При составлении обзора использовалась информация ЦБ РФ, ММВБ, агентств Reuters и Bloomberg

Copyright © 2003-2006. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как oferta, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.