



Обзор эмитентов облигаций отрасли черная металлургия

Жарко ковать, холодно торговать
/Русская пословица/

Февраль 2009 г.



Промсвязьбанк



4 2344930414150473654

Монастыршин Дмитрий
Monastyrshin@psbank.ru

Заместитель начальника отдела
анализа предприятий и отраслей

+7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-10

Содержание

1. ВЫВОДЫ по облигациям российских металлургов.....	3
1.1. Наиболее устойчивые к кризису эмитенты	3
1.2. Рекомендации по управлению портфелем металлургических облигаций.....	4
1.3. Ключевые сведения по облигациям эмитентов черной металлургии	5
2. Мировой рынок стали	8
2.1. Производство стали.....	8
2.2. Сырье для сталелитейной промышленности	10
2.3. Потребление стали в мире	12
2.4. Экспорт и импорт стали на мировом рынке	13
2.5. Прогноз производства стали в мире	14
3. Динамика мировых цен на рынке черных металлов.....	15
4. Текущее состояние и перспективы развития российской металлургии.....	17
4.1. Общая характеристика российской металлургии.....	17
4.2. Потребление металлургической продукции в России	19
4.3. Влияние экономического кризиса на российские металлургические предприятия	21
4.4. Прогноз производства металлургической продукции в России	22
5. Характеристика рынка металлургических облигаций	23
5.1. Общее описание рынка.....	23
5.2. Доходность облигаций	24
5.3. Прогноз ситуации на рынке в первом полугодии 2009 г.....	26
6. Анализ эмитентов рублевых облигаций	27
6.1. Ключевые сведения по эмитентам облигаций черной металлургии.....	27
6.2. Первый эшелон	29
Группа «Мечел»	29
Трубная металлургическая компания	32
6.3. Второй эшелон	34
Группа «Челябинский трубопрокатный завод»	34
Группа «Кокс»	36
7. Анализ эмитентов еврооблигаций.....	39
7.1. Ключевые сведения по эмитентам еврооблигаций	39
Северсталь.....	40
Евраз	44
Распадская	48
Кузбассразрезуголь.....	51

1. ВЫВОДЫ по облигациям российских металлургов

1.1. Наиболее устойчивые к кризису эмитенты

2008 год ознаменовался глобальной переоценкой стоимости базовых активов. Ухудшение конъюнктуры на мировых товарных и финансовых рынках, снижение цен и падение спроса на металлопродукцию, ужесточение условий получения финансирования обусловили снижение оценки кредитного качества эмитентов облигаций металлургического сектора.

По нашему мнению, в текущих рыночных условиях ряд компаний находятся в привилегированном положении и существенно недооценены рынком. Наличие контрактов на поставку металлопродукции крупным потребителям, поддерживаемым государством (РЖД, Газпром, Роснефть, ФСК ЕЭС, предприятия оборонной и машиностроительной промышленности, крупные застройщики) обеспечит спрос на металлопродукцию на внутреннем рынке. Высокая обеспеченность собственным сырьем, низкая себестоимость производства, девальвация рубля будут оказывать поддержку экспортным продажам российских металлургов.

Рост цен на металлы на мировых рынках в течение 7 последних лет при наличии собственной сырьевой базы способствовали росту рентабельности и увеличению финансового потенциала российских металлургов. Крупные российские металлурги обладают значительными производственными активами в России, Европе, США. Большинство рассматриваемых нами металлургических предприятий за 9 месяцев 2008 г. увеличили объемы производства и продемонстрировали рост выручки. Значительный накопленный размер собственного капитала и высокая рентабельность позволят крупным металлургическим компаниям успешно пройти кризис.

Наибольшую устойчивость к кризису имеют вертикально-интегрированные холдинги, контролирующие весь технологический цикл: от добычи руды до выпуска конечного продукта с высокой добавленной стоимостью (их рентабельность по EBITDA составляет 20 – 30% и выше). Высокая рентабельность позволяет осуществлять финансирование текущей деятельности за счет собственных средств. Финансовые риски обусловлены главным образом активным привлечением заемного финансирования в 2008 г. для покупки зарубежных активов.

Наименьшую эффективность показывают заводы, не имеющие собственного рудоплавильного производства и использующие в качестве сырья металлолом, закупаемый у сторонних поставщиков. Также невысокой рентабельностью отличаются заводы, которые используют как исходный продукт готовый металл для изготовления продукции более высокой стадии передела либо проката (их рентабельность составляет 10 – 20%). Наименьшую рентабельность бизнеса (5-10%) имеют металлотрейдеры. Низкая рентабельность и высокая долговая нагрузка обуславливают высокие риски рефинансирования эмитентов третьего и четвертого эшелонов.

Рисунок 1. Собственный капитал и Финансовый долг российских металлургов на 30.09.2008 г., млн. \$

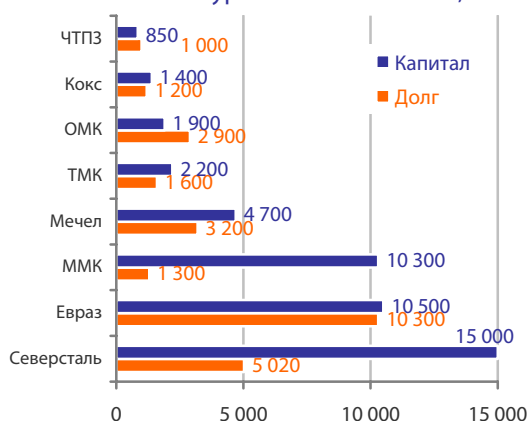
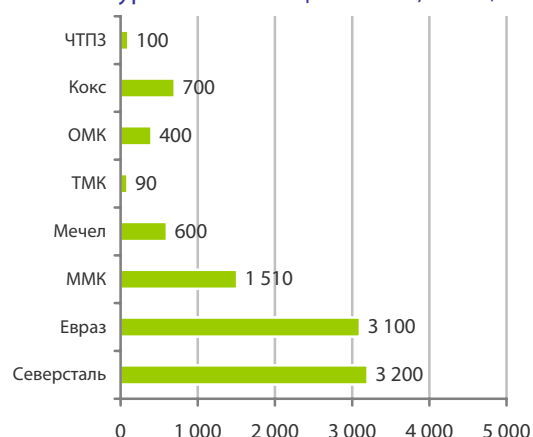


Рисунок 2. Чистая прибыль российских металлургов за 9 месяцев 2008 г., млн. \$



Источник: отчетность компаний по РСБУ, оценка Промсвязьбанка

1.2. Рекомендации по управлению портфелем металлургических облигаций

Еврооблигации - «Северсталь», «Евраз», «Распадская», «Кузбассразрезуголь», «Трубная металлургическая компания».

В условиях девальвации рубля к мировым валютам (с 1.08.2008 г. по 01.02.2009 г. рубль обесценился на 51% по отношению к USD и на 25% по отношению к евро) и сохранения высокой неопределенности в отношении ключевых параметров макроэкономического развития экономики Российской Федерации, на наш взгляд, наиболее интересной стратегией в секторе металлургических облигаций является покупка еврооблигаций надежных эмитентов 1-го эшелона «Северсталь», «ЕвразХолдинг», «Распадская», «ТМК». Данная стратегия позволяет получить доходность в диапазоне 12 – 30% годовых в валюте по бумагам высокого кредитного качества.

Рублевые облигации, 1 эшелон — ТМК, Мечел, Углемет-Трейдинг (ТД Мечел).

Эмитенты характеризуются высокой финансовой устойчивостью и низкими рисками дефолта. Среди коротких выпусков интересны бумаги Углемет-Трейдинг (ТД Мечел) с доходностью 28% к ofercie 12.06.2009 г. Выпуск ТМК-2 мало интересен, так как торгуется с низкой доходностью – всего 15% к погашению 24.03.2009 г.

Для инвесторов, ориентированных на длительные рублевые вложения, будут интересны выпуски Мечел-2 и ТМК-3. Доходность бумаг примерно в 2 раза превосходит прогнозируемый официальный уровень инфляции в РФ в 2009 г. (14%). Доходность выпуска ТМК-3 составляет 25% к ofercie 19.02.2010 г., доходность выпуска Мечел-2 – 33,8% к ofercie 21.06.2010 г.

Рублевые облигации, 2 эшелон — Кокс, ЧТПЗ.

Группа Кокс и ЧТПЗ имеют несколько меньшие масштабы бизнеса, чем компании первого эшелона. Тем не менее, оба эмитента имеют сильные бизнес модели, пользуются поддержкой госбанков и имеют низкие риски рефинансирования. ЧТПЗ занимает 2 место в России по выпуску труб. Основными потребителями ЧТПЗ являются лидеры российского нефтегазового сектора (Газпром, Транснефть и др.). Группа Кокс представляет собой вертикально интегрированный горно-металлургический холдинг. Активная поддержка государством инфраструктурных проектов и девальвация рубля будут стимулировать спрос на продукцию ЧТПЗ и Кокса на внутреннем и внешнем рынке.

Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на короткие выпуски КОКС-1 с доходностью 35-51% к погашению 16.07.2009 г. и ЧТПЗ-3 с доходностью 40% к ofercie 27.10.2009 г.

В силу высокой неопределенности относительно долгосрочных перспектив на финансовых и товарных рынках мы не рекомендуем бумаги со сроками погашения более года.

Рублевые облигации, 3 и 4 эшелон — Ашинский метзавод, Амурметалл, Белон, ДиПОС, Инпром, Магnezит, МАИР, Макси Групп, Метзавод им. А.К. Серова, Металлсервис, НМЗ им. Кузьмина, Свободный сокол, Уральский завод прецизионных сплавов.

Доходности по бумагам эмитентов 3 эшелона с дюрацией до 1,5 лет находятся в диапазоне от 89% до 189% годовых. Снижение спроса на металлы и закрытие финансовых рынков наиболее болезненно отразится на предприятиях малой металлургии и металлотрейдерах, имеющих высокую долговую нагрузку, высокую зависимость от поставщиков сырья, низкую рентабельность и ограниченные каналы сбыта.

Кредитное качество эмитентов требует пристального изучения. Покупка или сохранение бумаг в портфеле сопряжены с повышенным риском. Существуют высокая неопределенность относительно перспектив рефинансирования даже несмотря на включение эмитентов в список системообразующих предприятий России.

1.3. Ключевые сведения по облигациям эмитентов черной металлургии

Таблица 1. Ключевые сведения по рублевым облигациям металлургов

Объем		Доходность		Цена		Оборот за мес		
		Текущ	Изм. с 1.01.09	Цена тек.	Изм. с 1.01.09	Осн. объем	Кол-во	Дюрация
1 эшелон								
Мечел, 02	5 000	31,41	-11,79	77,98	9,74	218,56	122	1,28
Мечел ТД, 01	3 000	31,58	-115,86	93,00	23	5,12	28	0,33
ТМК, 02	3 000	17,92	-13,87	99,00	3	41,26	20	0,11
ТМК, 03	5 000	26,08	-4,63	87,30	4,3	342,73	28	0,93
2 эшелон								
Кокс, 01	3 000	36,42	-0,77	91,00	2	78,92	3	0,42
Кокс, 02	5 000	26,68	13,80	85,00	-10,9	226,47	12	1,03
ЧТПЗ, 01	3 000	29,22	-8,95	81,00	8	117,00	26	1,26
ЧТПЗ , 03	8 000	23,33	5,20	83,50	-5,49	29,13	55	1,55
3 эшелон								
Белон, 01	1 500	104,17	29,30	82,51	-0,5	97,20	392	0,30
Белон, 02	2 000	90,34	10,51	74,00	1	30,76	27	0,51
ДиПОС, 01	2 000	173,36	41,48	72,02	0	0,00	0	0,36
Магнезит, 2	2 500	0,00	-187,31	70,49	-9,51	128,12	148	0,13
МаирИнв, 03	2 000	0,00	0,00	70,00	20	3,55	23	0,13
МаксиГ, 01	3 000	63,27	-103,60	97,00	11	1,15	28	0,07
Метзавод,	2 000	47,19	-26,02	98,80	4,8	169,24	357	0,04
Метсерв-Ф, 01	1 500	21,60	5,06	97,50	-1	72,12	144	0,30
НМЗ, 01	1 200	962,13	962,13	31,00	-79	2,24	8	0,43

Источник: ММВБ, данные компаний, расчеты Промсвязьбанка

Таблица 2. Дефолты и реструктуризация по облигациям эмитентов черной металлургии

Эмитент	Вид деятельности	Неисполн. обязат., млн. руб.	Оферта/ Погашение	Статус	Выручка, млн. руб. за 9м08	Маржа Ebitda, %	Долг/ Ebitda
Амурметалл	Переработка лома в металлопрокат	1 130	26.02.2009	Реструктуризация	16 271	19%	3,9х
		2 700	21.04.2009				
Свободный сокол	производство чугуна и труб	1 195	02.12.2008	Реструктуризация	8 607	8,6%	5х
Инпром	металло-трейдинг	1 130	20.11.2008	Судебный мараторий на исполнение оферты, реструктуризация	14 432	6,0%	5,8х

Источник: ММВБ, данные компаний, расчеты Промсвязьбанка

Рисунок 3. Карта доходности облигаций эмитентов черной металлургии (российские облигации) на 13.02.2009 г.

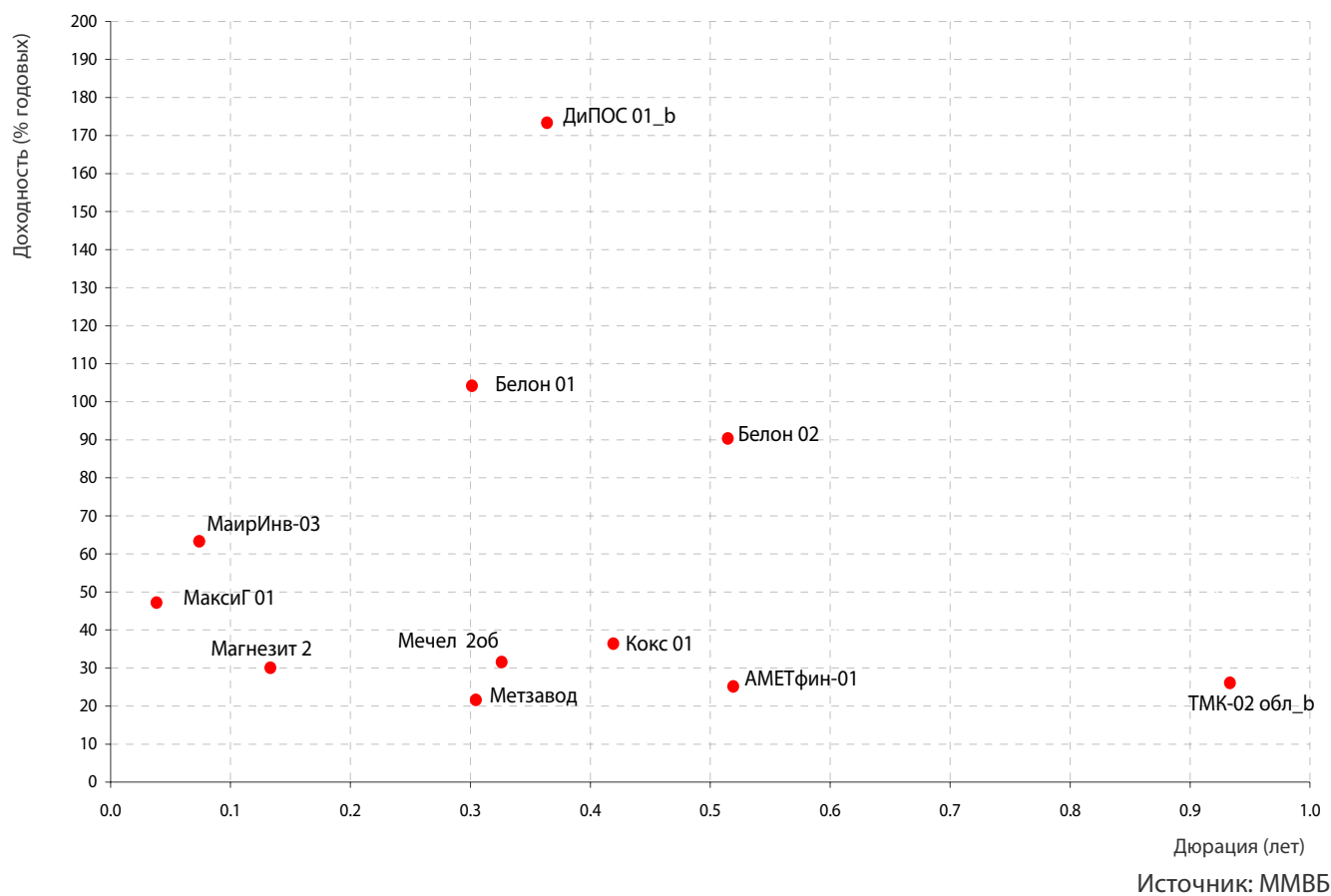


Таблица 3. Ключевые сведения по эмитентам еврооблигаций на 13.02.2009 г.

Выпуск	Валюта выпуска	Объем, млн.	Срок до погаш., лет	Доходность, % годовых	Рейтинг (агентство)	Выручка	Долг/ EBITDA	Отчетность
Северсталь-09	USD	325	0.02	29.94	BB (S&P)	455	1.1	9 мес. 2008 МСФО
Северсталь-14	USD	375	5.17	24.28	BB (S&P)			
Северстальтранс-10	USD	175	0.33	40.00	--			
Евраз-09	USD	300	0.46	12.44	BB (FCH)	263	1.6	6 мес. 2008 МСФО
Евраз-13	USD	1050	4.18	34.74	B1 (MDY)			
Евраз-15	USD	750	6.73	19.81	B1 (MDY)			
Евраз-18	USD	550	9.19	21.38	B1 (MDY)			
Распадская-12	USD	300	3.26	28.64	B+ (FCH)	15	0.5	6 мес. 2008 МСФО
Кузбассразрезуголь-10	USD	200	1.40	0.00	B3 (MDY)	31	5	2007 РСБУ
ТМК 09	USD	300	0.61	20.33	B+ (S&P)	59	4	6 мес. 2008 МСФО

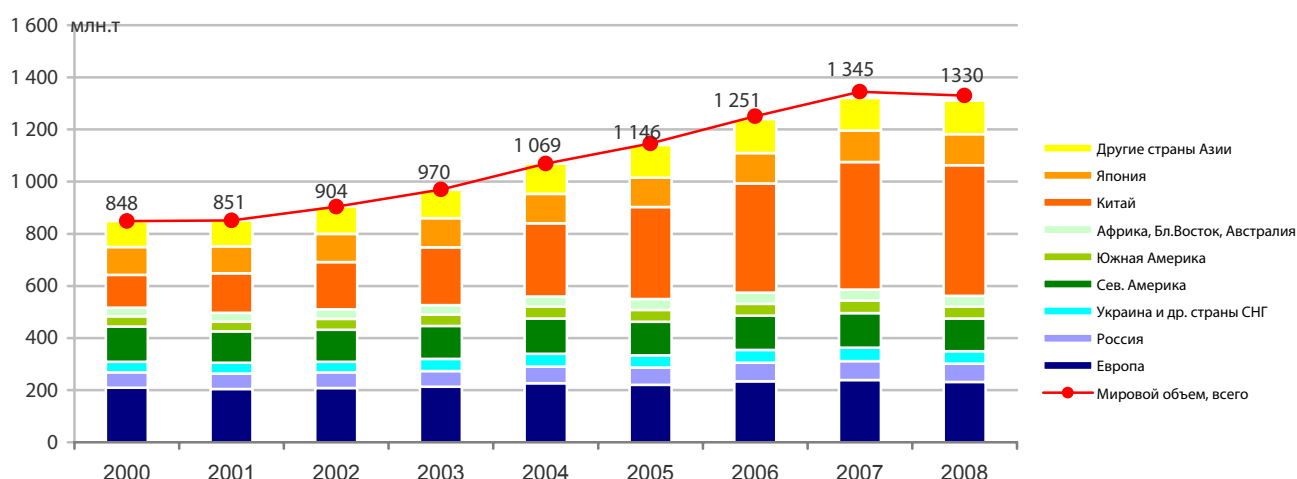
Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты Промсвязьбанка

2. Мировой рынок стали

2.1. Производство стали

По данным Международного института чугуна и стали (IISI), мировое производство стали за 2008 год составило 1 329,7 млн. т, что на 1,2% меньше показателя 2007 года. Если в 1-м полугодии 2008 г. наблюдался рост, то в IV квартале 2008 г. произошло стремительное сокращение производства. В сентябре 2008 г. мировое производство стали составило на 3,2% меньше уровня сентября 2007 г., а в ноябре объем производства снизился на 19% к уровню 2007 г. Сокращение производства связано со снижением спроса на сталь со стороны основных потребителей (строительной, автомобильной, машиностроительной, трубопрокатной отраслей промышленности). В течение 2000 – 2007 гг. мировое производство стали выросло на 55%. Наибольший вклад в рост производства стали вносит Китай. Производство стали в Китае с 2000 г. по 2007 г. выросло на 285% (со 127 до 489 млн. т), а доля Китая в мировом производстве стали выросла с 15% до 37%.

Рисунок 4. Мировое производство стали, млн.т.



Источник: Международный институт чугуна и стали (IISI)

Около 50% мирового производства стали приходится на азиатский регион, наибольшую долю в котором занимает Китай. В рейтинге крупнейших стран производителей стали Россия занимает 4 место, уступая Китаю, Японии, США. Наибольшие темпы роста производства стали с 2000 г. по 2007 г. демонстрировали развивающиеся страны. В 2007 г. рост объемов производства составлял: Китай (+17%), Индия (+12%), Бразилия (+8%). Во втором полугодии 2008 г. снижение объемов производства стали затронуло развивающиеся рынки в меньшей степени, чем развитые.

Таблица 4. Рейтинг стран-производителей стали в мире.

Рейтинг	Страна	2008	2007	% 08/07	% нояб 08/07	% 07/06
1	Китай	502	489,2	2.6%	-12%	17%
2	Япония	118,7	120,2	-1.2%	-13%	3%
3	США	91,5	98,2	-6.8%	-38%	-1%
4	Россия	68,5	72,4	-5.4%	-37%	2%
5	Индия	55,1	53,1	3.7%	2%	12%
6	Ю.Корея	53,5	51,5	3.8%	-9%	5%
7	Германия	45,8	48,6	-5.6%	-19%	3%
8	Украина	37,1	42,8	-13.4%	-55%	4%
9	Бразилия	33,7	33,8	-0.2%	-26%	8%
10	Италия	30,5	31,5	-3.4%	-17%	0%
	Всего	1 330	1 345	-1.2%	-19.0%	8%

Источник: Международный институт чугуна и стали (IISI), расчеты Промсвязьбанка

Особенности размещения заводов

Большая материалоемкость и энергоемкость черной металлургии при крупных масштабах производства обуславливают огромное значение для развития этой отрасли транспортно-географического положения предприятий. В прошлом большое значение придавалось близости источников сырья и энергии. На этой основе возникло много центров и районов черной металлургии, которые нередко до сих пор, иногда уже на иной сырьевой и энергетической базе, сохраняют эту специализацию (в этом проявляется большая инерционность в размещении черной металлургии, связанная со спецификой ее основного капитала и большой капиталоемкостью, теснотой традиционных связей). С развитием транспорта предприятия черной металлургии стали размещаться вблизи от разработок лишь одного из необходимых для нее ресурсов и в местах, благоприятных в транспортно-географическом отношении. Одной из важнейших тенденций стало тяготение к приморским районам, что обеспечивает низкие затраты на транспортировку сырья и готовой продукции морским транспортом. Такое размещение облегчает и решение проблем водоснабжения, сброса стоков, а в ряде случаев (например, в Японии) и обеспечения земельной площадкой путем засыпки части акватории.

Передельные заводы небольшой мощности, получившие название "мини-заводов", работающие на ломе, размещаются обычно в районах и центрах машиностроения и металлообработки, ориентируясь на местный рынок. Строительство заводов этого типа усиливает тенденцию к увеличению доли стали, выплавленной в электропечах: в развитых странах эта доля приблизилась к 1/3 (остальные 2/3 выплавляются почти исключительно в кислородных конвертерах).

Обеспеченность железорудным сырьем и энергоносителями играет ключевую роль в формировании себестоимости производства стали. Наличие собственных запасов железорудного сырья и угля в России и Бразилии обуславливает наименьшую себестоимость производства стали. Китай практически на 100% обеспечен собственными запасами угля и на 50% запасами железорудного сырья.

Рисунок 5. Себестоимость холоднокатаной стальной полосы в разных странах мира, \$ за тонну



Источник: Международный институт чугуна и стали (IISI), данные за 2007 г.

Разница в себестоимости производства металлургической продукции в одной стране при разных условиях обеспечения сырьем может превышать 20%. Металлургические холдинги, контролирующие всю цепочку от добычи руды до производства металлопродукции имеют наименьшую себестоимость.

Таблица 5. Себестоимость производства на металлургических заводах в США, Европы, Китая, России при различных условиях обеспечения сырьем

Страна	Обеспечение ЖРС	Обеспечение коксом	Себестоимость, \$/т	
			Слябы	Г/к лист
США	100% собственное	100% собственное	351	456
США	100% закупка	100% закупка	451	561
Европа	100% закупка	100% собственное	450	560
Европа	100% закупка	100% закупка	457	568
Китай	50% собственное	100% собственное	330	367
Китай	100% закупка	100% закупка	393	433
Россия	100% собственное	100% собственное	315	365

Источник: Международный институт чугуна и стали (IISI), данные за 2007 г.

2.2. Сырье для сталелитейной промышленности

Запасы железных руд

Мировые достоверные и вероятные запасы железных руд (основного исходного сырья для получения черных металлов) оцениваются по содержанию железа более чем в 100 млрд т, из которых около 1/3 залегает на территории СНГ (Россия, Украина и Казахстан) и 2/5 на территории Бразилии, Канады и Австралии. Крупными запасами железных руд располагают также Индия, США, КНР, Швеция, Франция, Венесуэла, ЮАР.

Производство железной руды

Четыре страны (Бразилия, Китай, Австралия, Индия) в 2007 г. консолидировали 71% мирового производства железной руды. На государства СНГ приходится - 12% (в т.ч. Россию – 6%) мировой добычи. Наиболее высокие темпы роста добычи железной руды за период 2002 – 2007 гг. демонстрируют Китай (196%), Индия (139%), Австралия (60%), Бразилия (49%), Украина (31%) и Россия (25%). Добыча железной руды в КНР по итогам 2007 г. выросла до 322 млн.т (20% от мирового объема производства). Высокие темпы роста добычи железной руды позволил КНР в 2007 г. выйти на второе место. Позитивная динамика экономического развития будет стимулировать рост выплавки стали и рост добычи железной руды в Китае в 2008-2009 гг. Доля промышленно развитых стран в производстве железной руды с 2002 по 2007 гг. снижается.

Таблица 6. Динамика мирового производства железной руды, млн. т

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	Доля в мировом объеме	Рост 2007/2002
Всего	986	1 075	1 184	1 315	1 498	1 633	100%	66%
Азия	212	239	286	363	483	569	35%	168%
КНР ¹	109	123	146	200	276	322	20%	196%
Индия	86	99	121	143	181	207	13%	139%
Америка	350	371	400	425	455	472	29%	35%
Бразилия	225	246	271	292	319	337	21%	49%
США	52	49	55	54	53	52	3%	1%
Океания	189	214	237	260	277	301	18%	60%
Австралия	187	212	235	258	275	299	18%	60%
Европа	183	197	208	212	226	233	14%	28%
СНГ	159	172	181	182	196	201	12%	27%
Россия	84	92	97	97	104	105	6%	25%
Украина	59	63	66	69	73	77	5%	31%
Казахстан	15	17	19	17	19	19	1%	23%
Африка	52	53	54	55	57	58	4%	11%

¹ - В пересчете на руду с содержанием железа, примерно эквивалентным среднему показателю для сырья, добываемого в остальных странах мира. Без учета такого пересчета производство железной руды в КНР имеет следующие показатели (млн.т): 2002 г. – 231, 2003 г. – 261, 2004 г. – 310, 2005 г. – 426, 2006 г. – 588, 2007 г. – 707.

Источник: Mining Journal

В 2007 г. три крупнейших продуцента железной руды - "Cia Vale do Rio Doce" ("CVRD"), "Rio Tinto" и "BHP Billiton" контролировали 35% мирового рынка этого сырья.

Мировая торговля железорудным сырьем

Бразилия и Австралия большую часть добываемой железной руды поставляют на экспорт. Несмотря на значительные темпы роста добычи, Китай по-прежнему испытывает дефицит железной руды и является крупнейшим импортером этого сырья в мире. Основная часть внешнеторговых перевозок железорудного сырья осуществляется морским транспортом. Важной тенденцией в развитии торговли железорудным сырьем в последние десятилетия стало повышение содержания железа в товарной продукции и рост поставок в форме железорудных окатышей, содержащих 60-65% железа и более, иногда уже офлюсованных.

Таблица 7. Экспорт и импорт железной руды на мировом рынке, млн.т

Крупнейшие импортеры			Крупнейшие экспортеры		
	2006 г.	2007 г.		2006 г.	2007 г.
Китай	326	384	Бразилия	243	269
Япония	134	139	Австралия	248	269
Германия	45	45	Индия	86	77
Ю.Корея	44	46	Россия	24	32
Нидерланды	34	31	ЮАР	26	30
Франция	16	19	Канада	27	26

Источник: Metal Bulletin Research, таможенная статистика отдельных стран

Мировой рынок железной руды характеризуется дефицитом поставок, масштабы которого, начиная с 2006 г. нарастают. По прогнозу целого ряда источников, нехватка данного сырья в мире сохранится и в ближайшие годы, что будет способствовать сохранению цен на высоком уровне. Создание искусственно дефицита сырья и поддержание высоких цен выгодно поставщикам железной руды. Учитывая прогнозы снижения объемов выплавки стали в мире, бразильская компания Vale (контролирующая 18% рынка) сообщила о снижении производства железной руды в 2008 г. на 30 млн. т или на 10% к уровню 2007 г. Rio Tinto, второй по величине производитель и крупнейший поставщик железной руды в Китай, также собирается сократить производство на 10%, т.е. примерно на 20 млн т, к концу 2008 года. Tinto Group намерена остановить производство на своих обогатительных фабриках в Западной Австралии на 12 дней (с 22 декабря по 2 января).

Таблица 8. Динамика баланса спроса и предложения на мировом рынке железной руды, млн. т

	2005 г.	2006 г.	2007 г. ¹	2008 г. ¹	2009 г. ²
Поставки	1337	1443	1542	1680	1791
Спрос	1323	1451	1594	1712	1822
Баланс	14	-8	-52	-32	-31

¹ - Оценка² - Прогноз

Источник: данные AME, Merrill Lynch

Заккрытие финансовых рынков в 2008 г. и нестабильность в мировой экономике приведут к сворачиванию ранее запланированных проектов по строительству железорудных предприятий. Таким образом, в среднесрочной перспективе (до 2012 г.) на мировом рынке железной руды сохранится напряженность с поставками.

Лом

Около 2/5 используемого в черной металлургии железосодержащего сырья составляет лом промышленный (образуемый на разных стадиях металлообработки) и амортизационный (получаемый в связи с износом оборудования). В некоторых странах доля лома в сталеплавильном производстве превышает 1/2 (например, в Италии, Испании, Швеции, Аргентине, Венесуэле). Объем мирового потребления лома превышает 450 млн. т в год. Объем мирового экспорта лома превышает 85 млн. т в год. Четыре крупнейшие страны (Россия, США, Великобритания, Германия) обеспечивают 54% поставок лома черных металлов на экспорт. Крупнейшие импортеры: Турция, Китай, Индия, Ю.Корея, Италия, Испания.

2.3. Потребление стали в мире

Мировое потребление стали в течение последних 7 лет росло. По данным Международного института чугуна и стали, потребление стали в мире в начале 2008 г. прогнозировалось на уровне 1 251 млн. т. Рост мирового потребления стали в 2008 г. к уровню 2007 г. планировался в размере 6%. Высокий спрос на сталь, как главный конструкционный материал, определяется выгодным сочетанием низкой цены, хороших механических свойств, обрабатываемости, экологичности и возможности почти стопроцентной переработки. Однако глобальное сокращение потребительской активности, снижение объемов строительства и замораживание инвестиций привело к корректировке прогнозов и потребление стали в 2008 г. не превысит уровень 2007 г.

Крупнейшими потребителями стали в мире являются отрасли:

- Строительство (арматура, металлоконструкции для зданий, мосты, дорожные ограждения),
- Машиностроение (производство станков, оборудования, двигателей, бытовой техники, жестяной упаковки; трубная промышленность, объекты энергетики),
- Транспорт (автомобилестроение, ж/д составы и рельсы).

Крупнейшим потребителем стали и регионом, демонстрирующим наибольший рост, являются азиатские страны (57% мирового потребления).

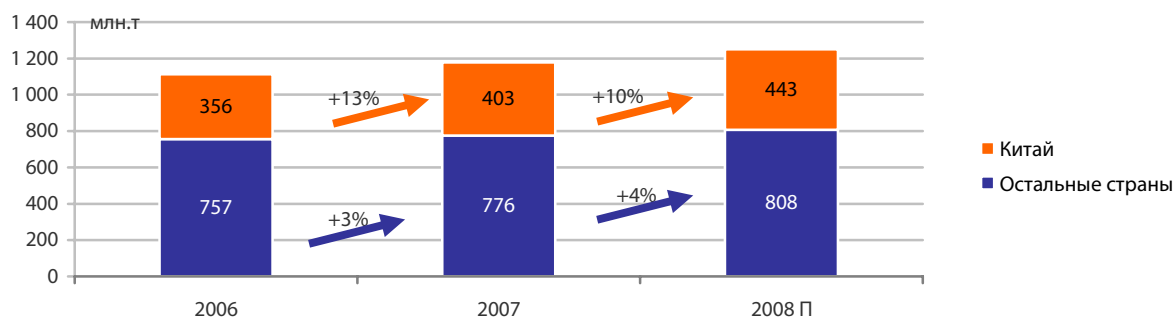
Таблица 9. Потребление стали в мире, млн. т

Регионы	2006 млн. т	Рост 2006/2005	2007 млн. т	Рост 2007/2006	2008 П млн. т	Рост 2008/2007
Евросоюз (27)	185	11%	187	2%	191	2%
Остальная Европа	28	15%	30	7%	37	6%
СНГ	48	13%	51	6%	54	6%
НАФТА	155	11%	150	-3%	157	4%
Центральная и Южная Америка	36	12%	38	6%	41	6%
Африка	22	10%	23	7%	25	8%
Ближний Восток	37	10%	40	9%	44	8%
Азия	603	6%	659	9%	708	8%
Весь мир	1 113	9%	1 179	6%	1 251	6%

Источник: www.iisi.org

Наибольшую динамику роста потребления демонстрирует Китай. Так при росте мирового потребления стали с 2006 г. по 2008 г. на 138 млн. т, рост потребления стали в Китае составил 87 млн. т, что соответствует 63% от общемирового прироста.

Рисунок 6. Рост потребления стали в мире



Источник: www.iisi.org

Несмотря на значительный рост, потребление стали в расчете на душу населения в развивающихся странах все еще значительно меньше, чем в развитых. Учитывая опережающие темпы экономического роста, именно за счет развивающихся стран будет происходить увеличение потребления стали в среднесрочной перспективе.

2.4. Экспорт и импорт стали на мировом рынке

Активное наращивание мощностей по производству стали в Китае оказывает значительное влияние на мировой рынок. До 2004 г. Китай испытывал дефицит в стальной продукции и, соответственно, импортировал ее. Начиная с 2005 г., Китай стал нетто-экспортером, а в 2006 г. занял первое место по объему экспорта стали. Специализация стран на производстве отдельных видов продукции и наличие одновременного избытка мощностей по одним видам продукции и дефицита по другим обуславливает потребность как в экспорте, так и в импорте стальной продукции.

Рисунок 7. Доли крупнейших стран-экспортеров стальной продукции в 2007 г.

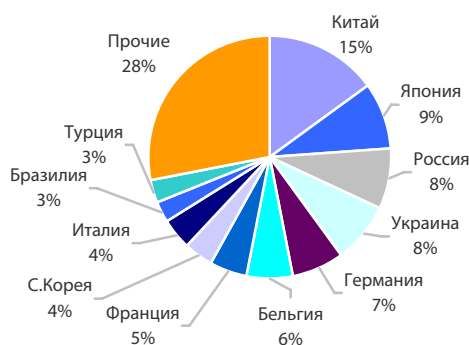
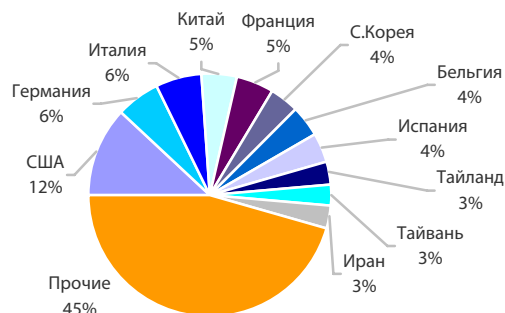


Рисунок 8. Доли крупнейших стран-импортеров стальной продукции в 2007 г.



Источник: Международный институт чугуна и стали (IISI), расчеты Промсвязьбанка. Превышение экспорта над импортом стальной продукции свидетельствует об избыточности мощностей для внутреннего потребления и ориентации производства на мировой рынок. Крупнейшими нетто-экспортерами стального проката в мире являются четыре страны: Китай, Украина, Япония, Россия.

Таблица 10. Ведущие страны нетто-экспортеры стальной продукции, млн. т в год

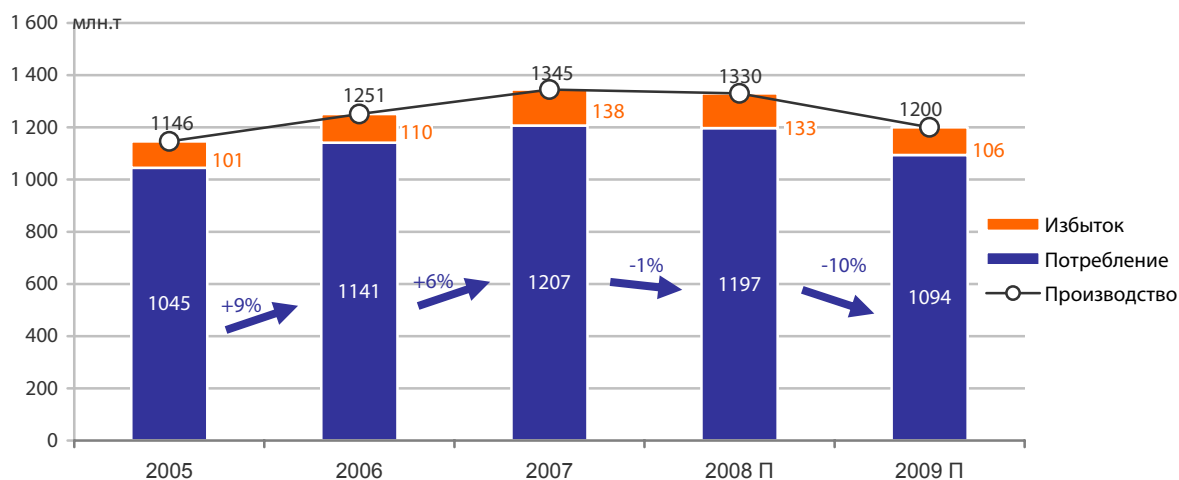
	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	Доля экспорта в собственном выпуске стали
Китай	-35,0	-13,1	0,1	32,6	44,9	9%
Украина	25,8	27,4	26,0	29,2	28,8	74%
Япония	28,7	27,6	24,2	26,5	28,0	23%
Россия	24,9	26,3	26,3	25,6	26,2	44%

Важной тенденцией в развитии территориальной организации металлургии становится в последние годы установление все более тесных производственно-организационных связей металлургических предприятий с их клиентами, далеко идущая координация в планировании производства и сбыта, предусматривающая поставку не просто материалов, а продукции соответствующих типоразмеров на основе индивидуального заказа.

2.5. Прогноз производства стали в мире

Рецессия экономики стран G7, снижение объемов строительства и производства автомобилей будут обуславливать снижение спроса на металлы. По данным Китайской ассоциации чугуна и стали и данным компании Nippon Steel Corp (второй по величине производитель стали в мире) новые заказы на сталь во всех регионах мира находятся на беспрецедентно низком уровне. Покупатели демонстрируют низкую активность с июля 2008 г. По прогнозам ведущих экспертов в 2009 г. прогнозируется снижение производства и потребления стали на 5-15% по сравнению с уровнем 2008 г. Восстановление рынка до уровня 2008 г. прогнозируется не ранее 2010 г.

Рисунок 9. Мировое производство и потребление стали, млн.т.



Источник:

Международный институт чугуна и стали (IISI), прогноз Промсвязьбанка

Высокие цены и растущий спрос на металлопродукцию способствовали увеличению инвестиций в наращивание мощностей и опережающий рост производства стали по сравнению с фактическим потреблением. С 2005 г. по 2008 г. превышение производства над потреблением стали составляло в среднем 8,8%. Совокупные производственные мощности на конец 2008 г. составляют около 1520 млн. тн. Снижение спроса приведет к снижению общего уровня загрузки металлургов с 88% в 2008 г. до 79% в 2009 г.

В условиях снижения спроса и усиления конкуренции на мировом рынке стали, наиболее сильные позиции имеют металлурги, имеющие доступ к дешевым источникам сырья, обладающие технологиями по производству высококачественных сталей и ориентированные на растущий рынок Азии.

Конкурентным преимуществом российских металлургов на мировом рынке является низкая себестоимость производства. Низкие издержки российских металлургов, достигаемые за счет обеспеченности собственным сырьем, низких внутренних цен на энергоносители, низких транспортных тарифов, относительно невысоких расходов на персонал, позволят успешно конкурировать с экспортерами из Украины и Китая.

Стагнация в мировой экономике будет способствовать продолжению процессов консолидации в металлургической отрасли. За счет объединения, крупнейшие металлурги будут стремиться скоординировать объемы производства стали для предотвращения перепроизводства и снижения цен.

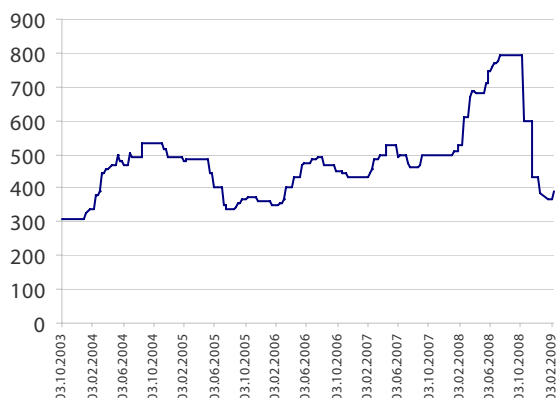
Учитывая опережающие темпы роста экономик развивающихся стран, в перспективе будет происходить увеличение потребления стали в странах БРИК, по сравнению с развитыми европейскими странами и США.

3. Динамика мировых цен на рынке черных металлов

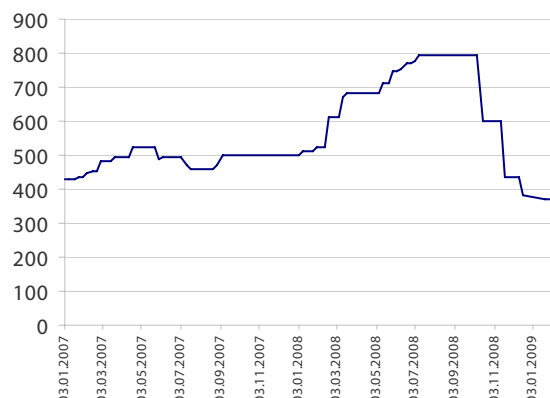
С середины 2006 г. по начало 2008 г. цены на металлы достигли величин исторического максимума. Рост цен на металлы потянул за собой и цены на основные виды сырья (железную руду, металлолом, кокс). В данных условиях наибольший выигрыш получили вертикально интегрированные холдинги, обеспеченные собственным сырьем. Высокие показатели рентабельности производства позволили получать металлургам сверх прибыли и запускать новые проекты.

В 3 квартале 2008 г. под влиянием негативной макроэкономической конъюнктуры началось снижение цен. К январю 2009 г. цены на сталь упали в два раза по сравнению с ценовым плато середины 2008 г.

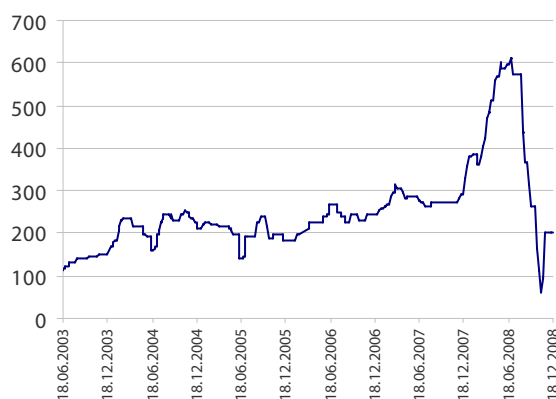
Мировые цены на сталь в 2003-2008 гг., \$/т



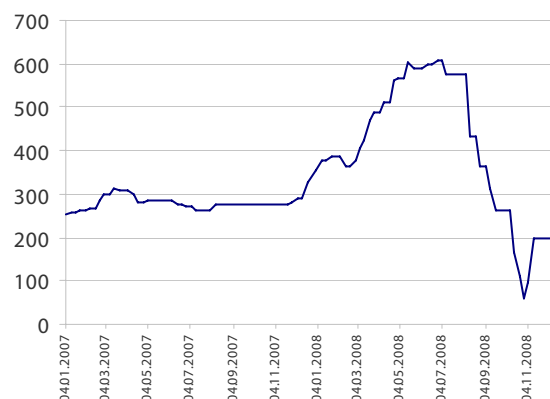
Мировые цены на сталь в 2007-2008 гг., \$/т



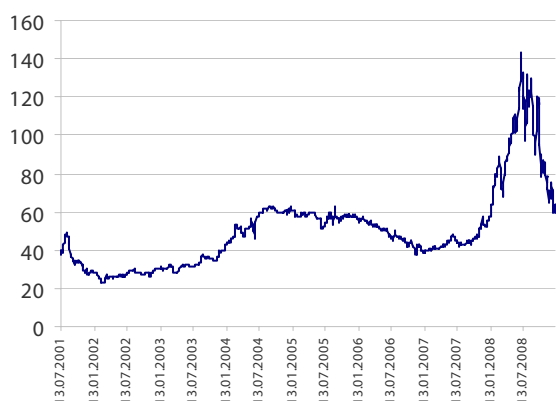
Мировые цены на стальной лом в 2003-2008 гг., \$/т



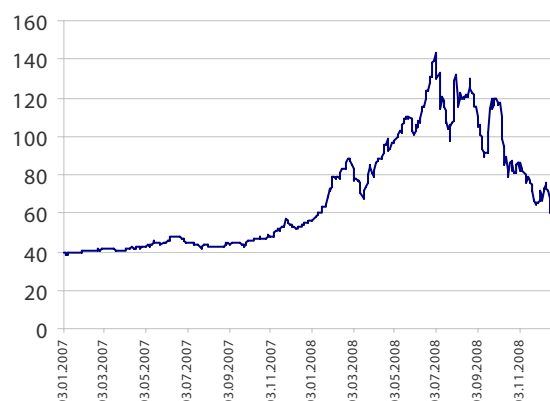
Мировые цены на стальной лом в 2007-2008 гг., \$/т



Мировые цены на уголь в 2001-2008 гг., \$/т



Мировые цены на уголь в 2007-2008 гг., \$/т



Источник: Bloomberg

Рост мировых цен на металлы и последующий их обвал в 2008 г. произошли под влиянием следующих факторов:

Потребление металлопродукции. Увеличение потребления металлопродукции со стороны основных отраслей мировой экономики в результате роста мирового ВВП и уровня доходов населения (особенно в развивающихся странах) способствовал росту цен на металлы. Спад производства в строительной, автомобильной, машиностроительной отраслях в большинстве развитых стран мира во 2 полугодии 2008 г., снижение уровня доходов населения в результате массовых сокращений и роста безработицы привели к снижению спроса и снижению цен на металлы.

Цены на энергоресурсы. Затраты на энергоресурсы в производстве металлов составляют до 30% от себестоимости. Поэтому уровень цен на металлы проявляет сильную зависимость от уровня цен на энергоносители.

Истощение легко извлекаемых запасов железорудного сырья. Дефицит горнорудного сырья и металлолома обуславливает рост себестоимости производства металлов и рост отпускных цен. Горнодобывающие предприятия сталкиваются с истощением месторождений и необходимостью переработки все более бедных руд. Освоение новых запасов железных руд, во-первых, требует значительных инвестиций, а во-вторых, в результате географической удаленности, приводит к увеличению расходов на транспортировку сырья до металлургических комбинатов.

Ввод новых производственных мощностей. Высокая рентабельность в результате надувшегося ценового пузыря на металлы в 2005-2007 годах побудила производителей к фактическому перепроизводству и запуску прежде неэффективных проектов. В результате роста производства с 2005 г. по 2008 г. Китай из крупнейшего импортера стали превратился в крупнейшего экспортера. Наличие избыточных производственных мощностей в Китае будет оказывать давление на снижение мировых цен в среднесрочной перспективе.

Спекулятивный спрос. В 2005–2007 годах на товарные рынки стали притекать значительные средства инвестфондов. Истощение мировых запасов железорудного и углеводородного сырья на фоне роста объемов их потребления, длительный период роста цен сделали вложения в товарно-сырьевой рынок и рынок металлов выгодными и привлекли сотни миллиардов долларов спекулятивного капитала. Виртуальный спрос на металлы способствовал росту реальных цен. Спекулятивная составляющая в 2007–2008 годах обусловила не менее половины роста реальной стоимости металлов. В результате ухода с рынка спекулянтов произошло обвальное падение цен. Массовый уход спекулянтов с рынка значительно усилил негативный эффект от снижения спроса реального сектора и заставил цены опуститься ниже уровней объективно обусловленных реальным спросом и себестоимостью производства.

Адаптируясь к рыночной конъюнктуре в 4 квартале 2008 г., производители начали уменьшать выплавку металла, секвестировать инвестпрограммы, сокращать расходы. Скоординированные действия крупных металлургов по сокращению производства способствовали сдерживанию падения цен. В феврале 2009 г. цены на основные металлы начали рост.

4. Текущее состояние и перспективы развития российской металлургии

4.1. Общая характеристика российской металлургии

Металлургия — одна из структурообразующих отраслей российской экономики. Отрасль является одним из основных поставщиков продукции для предприятий ВПК, ТЭК, машиностроения, строительства. Доля металлургии в ВВП России составляет около 5%, промышленном производстве - 17,3%, экспорте – 14,2%, в налоговых платежах - 9%. Металлургическая промышленность является одной из отраслей специализации России в современном международном разделении труда. Россия по объему производству стали занимает 4 место в мире, а по экспорту металлопродукции – 3 место. Сегодня российская металлургия функционирует в условиях интеграции в мировую экономику. Крупные холдинги (Мечел, Евраз, Северсталь) поставляют около 50% производимой в России продукции на экспорт, а также управляют сырьевыми и производственными активами за рубежом. На внутреннем рынке РФ потребляется менее 50% производимого готового проката черных металлов и менее 20% основных цветных металлов.

Благоприятная конъюнктура на мировых товарных рынках в течение последних лет, протекционистская политика Правительства РФ, позволила российским металлургам значительно усилить свой экономический потенциал. Рост спроса и высокие цены на металлопродукцию способствовали росту загрузки и росту финансовых показателей отечественных металлургов.

В то же время на мировом рынке стальной продукции ведется жесткая конкурентная борьба. Для защиты внутренних рынков в США, Китае, ЕС и некоторых странах Латинской Америки вводятся протекционистские защитные меры, устанавливаются торговые барьеры. При этом многие российские металлургические предприятия по основным технико-экономическим показателям отстают от зарубежных компаний (по удельным расходам материальных и энергоресурсов, производительности труда, качеству отдельных видов продукции и т.д.).

В российской металлургии сформировалась структура производства, резко отличающаяся от развитых стран. Она характеризуется крайне низкой долей продукции с высокой добавленной стоимостью (менее 10% в валовом отраслевом продукте) и большим объемом производства сырья и продуктов базовых переделов. В настоящее время, по данным Минпромэнерго, более 45% экспорта продукции российских предприятий черной металлургии и 90% - цветной составляет продукция с низкой добавленной стоимостью (руда, лом, чугуны, слитки, слэбы и заготовки для дальнейшей обработки).

Тем не менее, отрасль оценивается как весьма перспективная. Развитие базовых отраслей российской промышленности обуславливает рост потребности в металлургической продукции.

В течение последних 10 лет в металлургической отрасли продолжается тенденция формирования вертикально-интегрированных холдингов. В целях максимизации добавленной стоимости, повышения сырьевой независимости, расширения рынков сбыта, крупные металлургические компании продолжают скупать угольные и рудные, производственные и сбытовые активы, выстраивать собственную логистику, развивают производство продукции с высокой долей переработки. Благоприятная конъюнктура на мировых товарных рынках, складывающаяся в течение последних десяти лет позволила российским металлургам нарастить финансовый потенциал, произвести модернизацию некоторых российских заводов и приобрести активы за рубежом (преимущественно в ключевых регионах потребителей - США, Европе). Однако избыточная инвестиционная активность отдельных участников рынка после углубления финансового кризиса в 4 квартале 2008 г. привела к серьезным потерям. Загрузка производственных мощностей упала, а долговая нагрузка в результате девальвации рубля выросла.

В условиях нарастающего кризиса наличие собственных источников сырья является важным конкурентным преимуществом российских металлургов по сравнению с производителями из Европы, Японии и Китая. Учитывая, что 44% производимой в России стальной продукции экспортируется, удержание позиций на внешнем рынке является залогом успешного преодоления кризиса отечественными металлургами.

До недавнего времени стратегия развития всех российских металлургических холдингов строилась вокруг наращивания производства стали. Однако заведомо высокие темпы развития китайской металлургии, усиление конкуренции на всех без исключения традиционных экспортных рынках, замедление темпов роста крупнейшей в мире экономики США привели к тому, что этот экстенсивный путь развития стал чреват высокими рисками. В связи с падением спроса объем производства металлопродукции в России в 4 квартале 2009 г. катастрофически упал.

Современная коррекция стратегий заключается в повышении эффективности производства, снижении ресурсо- и энергозатрат, создании защищенных каналов проникновения на внешние рынки, развитии собственной системы дистрибуции, оптимизации сортамента производимой продукции, переходе на долгосрочные контракты с ключевыми потребителями (РЖД, автопроизводители, предприятия ОПК и ТЭК). В условиях высокой обеспеченности собственным дешевым сырьем после девальвации национальной валюты российские металлургии имеют возможность без потери рентабельности снизить отпускные цены на внешнем рынке, что должно стимулировать спрос на продукцию и повышение загрузки мощностей.

Таблица 11. Производство металлопродукции в России в 1999 – 2008 гг., тыс. т

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Чугун	40 856	44 618	45 016	46 691	48 812	50 426	49 175	52 363	51 516	48 266
Сталь	51 518	59 097	59 030	59 883	62 839	65 645	66 262	70 815	72 370	68 694
Металлопрокат	40 877	46 908	46 903	48 534	50 673	53 700	54 661	58 216	59 612	56 564
Стальные трубы	3 427	4 979	5 405	5 161	6 134	6 034	6 695	7 899	8 709	7 778

Источник: Госкомстат

Таблица 12. Динамика поквартального производства металлопродукции в России в 2007 – 2008 гг., тыс. т

	2007 г.				2008 г.				IV кв. 2008/ IV кв. 2007	IV кв. 2008/ III кв. 2007
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.		
Чугун	12 926	12 876	12 630	13 084	13 720	13 334	13 067	8 146	-41%	-38%
Сталь	18 232	18 094	17 780	18 264	19 190	19 001	18 615	11 886	-38%	-36%
Металлопрокат	14 915	14 893	14 582	15 222	16 008	15 906	14 870	9 798	-39%	-34%
Стальные трубы	2 138	2 328	2 240	2 003	1 983	2 177	2 140	1 474	-26%	-31%

Источник: Госкомстат

Таблица 13. Динамика экономических показателей металлургического комплекса

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Производство готового проката, млн. т	46,7	46,9	48,5	50,7	53,7	54,7	58,2
Сальдированный финансовый результат, млрд. руб., всего	205	99	87	205	446	421	605
черная металлургия	68	32	38	102	289	284	356
цветная металлургия	137	67	48	103	157	136	249
Рентабельность продаж, %							
черная металлургия	26	13	17	22	36	24	24
цветная металлургия	52	34	30	34	36	26	27
Экспорт, млрд. долл. США, всего	16,7	14,5	15,2	18,9	31,9	34,2	43,2
черная металлургия	7,7	7,1	8,1	10,8	20,0	22,3	22,5
цветная металлургия	9,0	7,4	7,1	8,1	11,9	13,9	20,7
Импорт, млрд. долл. США, всего	4,0	4,1	3,8	4,9	7,0	8,5	11,7
черная металлургия	2,3	2,5	2,4	3,5	5,1	6,3	8,5
цветная металлургия	1,7	1,6	1,4	1,4	1,9	2,2	3,2
Среднегодовая численность ППП, тыс.чел., всего	1 271	1 209	1 265	1 217	1 181	1 200	1 190
черная металлургия	711	727	695	664	656	670	665
цветная металлургия	560	582	570	553	525	530	525
Среднемесячная заработная плата ППП, руб.							
черная металлургия	3 521	4 828	6 055	7 902	9 417	10 830	12 450
цветная металлургия	6 181	8 091	9 527	11 578	13 807	15 870	17 500

Источник: Министерство промышленности РФ

4.2. Потребление металлургической продукции в России

Спрос на металлургическую продукцию в Россию формируется преимущественно в строительной, трубной, машиностроительной, автомобильной отраслях.

Автомобилестроение

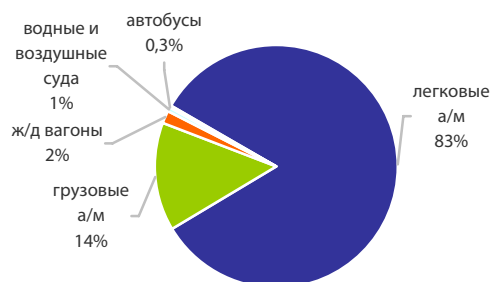
Легковые автомобили составляют основу российского транспортного парка.

Таблица 14. Производство транспортных средств в России в 2008 г., тыс. шт.

Транспортные средства	Количество
Легковые а/м	1 470
Грузовые а/м	255
Автобусы	66
Ж/д вагоны	54

Источник: gks.ru

Рисунок 10. Структура российского парка транспортных средств (по численности).



Емкость рынка металлопродукции для производства автомобилей в 2008 г. оценивается на уровне 2,3 млн. т, при этом данный рынок имеет следующие характеристики:

- Отрасль остается концентрированным рынком ограниченного числа потребителей, три из которых (АвтоВАЗ, ГАЗ, КамАЗ) обеспечивают более 50% закупок стали.
- Доля рынка отечественных автомобилей сокращается. Российский автопром теряет свою конкурентоспособность, уступая зарубежным производителям. В России опережающими темпами растут продажи импортных автомобилей, открываются сборочные производства крупных мировых авто производителей.
- Продолжается рост импорта готовых деталей и компонентов, запасных частей для иностранных автомобилей, опережающий темп роста общего потребления металлопроката в отрасли. Локализация производств зарубежных авто производителей в части потребления российского металлопроката идет медленно.
- Дальнейшие перспективы отрасли связаны, прежде всего, с ростом объемов выпуска автомобилей на совместных предприятиях и ростом уровня локализации их производств.

По данным Росстата, производство легковых автомобилей в России в период с января по октябрь 2008 года выросло на 19,1% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составило 1,3 млн единиц. Прирост производства легковых автомобилей в 2008 году осуществлялся в основном за счет увеличения объемов сборки иностранных моделей, практически не потребляющих российский металлопрокат. Общее производство отечественных моделей в России за 9 месяцев 2008 г. увеличилось всего на 7%.

В связи со снижением покупательской способности населения и ужесточением условий автокредитования в 2009 г. можно прогнозировать снижение продаж автомобилей на 10-30% по сравнению с уровнем 2008 г. Отечественному АвтоВАЗу в 2009 г. в результате девальвации национальной валюты и увеличения пошлин на иномарки, скорее всего, удастся сохранить объемы выпуска на уровне 2007-2008 гг. за счет предложения рынку недорогих моделей.

Объем производства грузовых автомобилей в России за 10 месяцев 2008 года увеличился на 1,3% - до 235 000 единиц. В IV квартале 2008 г. ГАЗ планирует сокращение производства на 10%, а КАМАЗ на 20% к уровню 2007 г.

По нашим прогнозам, сокращение деловой активности в ключевых отраслях российской экономики и сокращение лизинговых программ вызовут сокращение спроса на коммерческий транспорт в 2009 г. примерно на 15%.

Общее потребление металлопродукции со стороны авто производителей в России в 2009 г. по нашим оценкам может снизиться на 5-10%.

Машиностроение

Емкость составляет около 6,7 млн. т. Рынок имеет следующие характеристики:

- Устойчивая динамика роста объемов потребления металлопродукции со стороны предприятий железнодорожного, подъемно-транспортного и сельхозмашиностроения.
- Присутствует большое количество мелких и средних производителей. Увеличивается объем закупок через крупные сервисные-компании.

- Увеличивается поток импорта высококачественной металлопродукции в отрасль, организуются производства мировыми лидерами лидеров машиностроения (Грайф, Катерпиллар, Мерлони, Сименс, Denso и др.).

Ужесточение условий финансирования и сокращение промышленными предприятиями инвестиционных программ в 2009 г. вызовут снижение спроса на машины и оборудование и соответственно на металлопродукцию для этого сектора на 15-20%. Уровень производства отечественных машин и оборудования будет поддерживаться в значительной мере объемом государственных заказов и государственных гарантий.

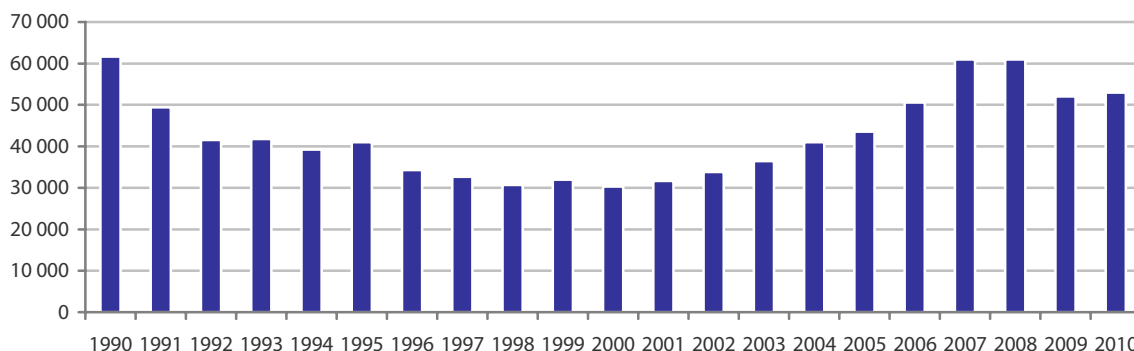
Строительство

Емкость данного сегмента оценивается в 18 млн. т. Рынок развивается под влиянием следующих факторов:

- Доступность долгосрочного финансирования для застройщиков.
- Доступность ипотечных кредитов для покупателей.
- Спрос и динамика цен на недвижимость.
- Реализация национальных проектов по обеспечению граждан жильем.

Ужесточение условий получения финансирования для строителей с одной стороны и сокращение объемов ипотечного кредитования покупателей с другой стороны приведут к сокращению спроса и предложения жилой недвижимости в 2009-2010 гг. Прогнозируемый объем ввода новых жилых площадей в 2009 г. составляет 52 млн. кв.м., в 2010 г. – 53 млн. кв.м. Прогнозируемое сокращение объемов жилищного строительства в 2009 г. составляет 15% к уровню 2008 г.

Рисунок 11. Ввод в действие жилых домов, тыс. кв. метров общей площади



Источник: gks.ru, прогнозы Института экономики города и Минрегионразвития

Трубные предприятия

Отрасль делится на 2 сегмента – производителей труб для ТЭК и производителей труб для ЖКХ. В целом рынок имеет емкость порядка 6 млн. т. Основные характеристики сегмента:

- Высокая консолидация со стороны потребителей ТЭК.
- Наличие значительного отложенного спроса в связи с высоким уровнем износа жилищно-коммунальной инфраструктуры.
- Высокая сезонность для трубных предприятий ЖКХ, низкая – ТЭК.
- Рост импорта из Украины и Китая.
- Рост применения альтернативных материалов (пластик, керамика), замещающих традиционные (сталь, чугун).
- Снижение спроса со стороны строительных предприятий в связи с закрытием финансовых рынков.

Прогноз сокращения продаж труб нефтегазового сортамента на 2009 г. составляет 10%, а других видов трубной продукции – на 20%. Сокращение спроса на трубную продукцию со стороны предприятий ТЭК связано со снижением спроса на углеводородное сырье на мировом рынке. Снижение цен на нефть и газ (в два раза к уровню декабря 2007 г. и в три раза к уровню июля 2008 г.) плюс удорожание заемного финансирования делают невыгодной реализацию части намеченных проектов по освоению новых месторождений, увеличению объемов добычи и глубины переработки углеводородов. Однако, поскольку добыча и экспорт углеводородного сырья являются основой формирования доходной части российского бюджета, государство будет поддерживать обустройство новых месторождений и строительство трубопроводов, что будет стимулировать спрос на трубы нефтегазового сортамента.

4.3. Влияние экономического кризиса на российские металлургические предприятия

Сокращение операционных расходов и инвестиций. Все российские металлургические предприятия уже столкнулись с существенным ухудшением финансовых показателей, падением внутреннего и внешнего спроса, акции публичных компаний резко упали в цене. Падение цен на продукцию и закрытие финансовых рынков заставляет производителей использовать новые стратегии работы.

Во-первых, крупные холдинги, имеющие несколько производственных площадок, останавливают неэффективные производства и концентрируются на высокорентабельных заводах, максимально обеспеченных собственным сырьем и дешевой электроэнергией. Предприятия стремятся максимально сократить расходы, в том числе и за счет сокращения персонала.

Во-вторых, компании замораживают реализацию инвестиционных проектов по модернизации и расширению производственных мощностей: как сырьевых, так и в металлургическом переделе.

В-третьих, компании оптимизируют оборотный капитал путем сокращения товарных запасов и дебиторской задолженности.

Лидеры отрасли сохраняют и упрочат свои позиции. Российская металлургическая отрасль отличается высоким уровнем финансовой устойчивости. Крупнейшие российские металлургические предприятия имеют высокое кредитное качество и пользуются поддержкой госбанков. Ключевые риски российских металлургов первого и второго эшелона связаны не с рефинансированием задолженности, а с проблемами снижения спроса и снижения цен на металлопродукцию на мировом рынке. Однако, принимая во внимание более низкий уровень затрат, вертикальную интеграцию с поставщиками сырья и ослабление рубля в 2009 г. рентабельность EBITDA крупных российских производителей стали в 2009 г., будет по-прежнему достаточно высокой, примерно 20%.

Наиболее сильные позиции в текущих условиях имеют крупнейшие предприятия российской металлургии, обеспеченные собственным сырьем, имеющие валютную выручку и низкий размер долга, а именно Евраз, Северсталь, Мечел. Низкая себестоимость производства и эффект девальвации рубля позволит компаниям сохранить конкурентные позиции на внутреннем и на внешнем рынке.

Критичный уровень долговой нагрузки и низкую рентабельность имеют небольшие металлургические предприятия и металлотрейдеры, которые могут в наибольшей степени пострадать от кризиса. Для средних и небольших производителей кризис представляет серьезную угрозу. Металлурги третьего и четвертого эшелонов, как правило, не имеют явных преимуществ по себестоимости, не обладают развитой сырьевой базой и вынуждены нести высокие расходы на транспортировку сырья и приобретение источников энергии. К тому же средние и небольшие компании часто имеют высокую долговую нагрузку в результате интенсивных программ по модернизации производства. В результате опережающего снижения отпускных цен на металлопродукцию по сравнению с ценами на сырье, многие предприятия потеряли в рентабельности.

Так в четвертом квартале 2008 г. Свободный сокол, Инпром, НОК не смогли рефинансировать облигационные займы. В целях истребования задолженности, кредиторами возбуждены судебные иски, которые могут парализовать дальнейшее функционирование предприятий. Менеджмент пытается сохранить производственные мощности и рабочие места, однако дальнейшие перспективы данных компаний пока крайне неопределенны.

В результате снижения отпускных цен в 2009 г. выручка предприятий металлургического сектора сократится. В 2008 году прирост выручки в среднем по металлургическому сектору составит 60-70%. В 2009 году произойдет снижение выручки до уровня 2006 - 2007 г.

Удорожание кредитов приведет к росту себестоимости. Некоторые из начатых крупных инвестиционных проектов будет достаточно сложно законсервировать. А финансирование увеличения мощностей в условиях снижения спроса приведет к наращиванию неоправданных расходов.

Девальвация национальной валюты будет способствовать увеличению выручки экспортеров. Вертикально интегрированные металлургические холдинги работают преимущественно на отечественном сырье, поэтому основная доля затрат - рублевая. В тоже время выручку от экспорта своей продукции они получают в валюте. Девальвация национальной валюты повысит привлекательность продукции российских металлургов на мировом рынке.

4.4. Прогноз производства металлургической продукции в России

Определяющее влияние на динамику производства металлургической продукции в России будут оказывать состояние мировой экономики, конъюнктура на мировых товарно-сырьевых рынках, а также проводимая российскими властями денежно-кредитная политика и действия по стимулированию отечественной промышленности.

Согласно прогнозам Всемирного банка, в 2009 г. ожидается продолжение тенденций замедления темпов развития мировой экономики в результате глобального финансово-экономического кризиса. Рост ВВП в 2009 г., по прогнозам, снизится до 0,9% (по сравнению с 2,5% в 2008 г. и 3,6% в 2007 г.). Согласно прогнозу, в развивающихся странах темпы экономического роста снизятся и составят в 2009 году 4,5% (по сравнению с 7,9% в 2007 г.), а в странах с высоким уровнем доходов будет наблюдаться отрицательный рост экономики.

Минэкономразвития 17.02.2009 г. понизило прогноз динамики ВВП России на 2009 г. до минус 2,2%, а промышленного производства - до минус 7,4%.

Базовый прогноз ЦМАКП (Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, готовящего часть доклада ООН о мировом экономическом развитии в отношении России) на 2009 г. предполагает среднегодовую цену нефти \$32 за баррель, сокращение российского ВВП на 3,1%, промышленности — на 4-5%, снижение инвестиций в основной капитал на 15% (по сравнению с ростом на 19,9% в 2008 г. и 21,1% - в 2007 г.).

В условиях ухудшения макроэкономической конъюнктуры предприятия сокращают инвестиции в основной капитал, что приводит к снижению спроса на продукцию машиностроительного сектора и строительной отрасли, потребляющих металлопродукцию. Фатальному падению объемов производства российских металлургов будет противодействовать спрос, предъявляемый естественными монополиями, реализующими крупные инвестиционные проекты (РЖД, Газпром, РАО ЕЭС), а также реализация национальных проектов «доступное жилье», «развитие дорожной инфраструктуры», «модернизация ЖКХ». Проводимая ЦБ РФ политика плавной девальвации рубля способствует повышению конкурентоспособности продукции российских металлургов на мировом рынке.

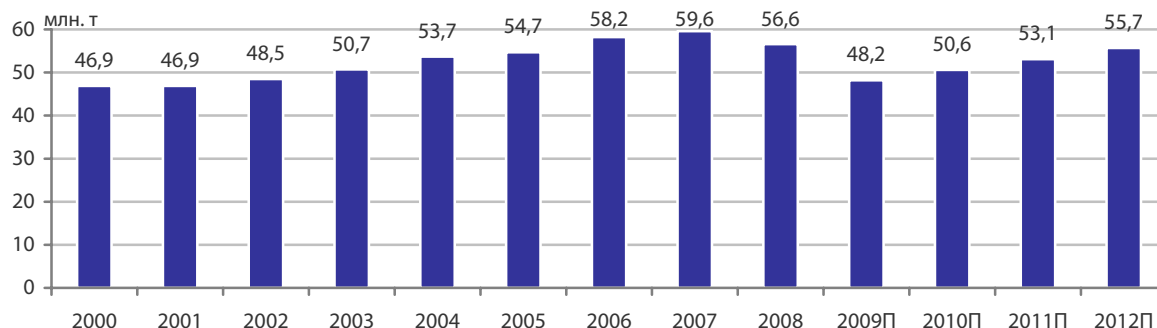
В связи со стагнацией в строительной отрасли и машиностроении в России в 2009 г., а также неблагоприятной конъюнктурой на мировых товарно-сырьевых рынках, мы ожидаем снижение производства металлопродукции в России в 2009 г. на 10-15% к уровню 2007 г. Мы ожидаем восстановление позитивной динамики роста производства в 2010 – 2012 гг. на 3-5% в год. Рост производства металлопродукции будет стимулироваться эффектом девальвации рубля, восстановление мировой экономики после кризиса, активными действиями российской властей по финансовой поддержке металлургов и стимулированию продаж металлопродукции на экспорт.

Рисунок 12. Прогноз изменения объемов производства готового металлопроката в России

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П
Стальной прокат	-5%	-15%	5%	5%	5%

Источник: прогноз Промсвязьбанка

Рисунок 13. Производство готового проката, млн. т



Источник: 2000-2008 гг. www.gks.ru, 2008-2012 гг. прогноз Промсвязьбанка

5. Характеристика рынка металлургических облигаций

5.1. Общее описание рынка

Финансовый кризис вызвал спад экономической активности и ухудшение макроэкономической конъюнктуры на мировых рынках. Падение фондового рынка, снижение цен на недвижимость, рецессия в строительном секторе, сокращение производства и продаж автомобилей, сокращение инвестиционных программ вызвали снижение спроса и снижение цен на металлы. Дальнейший спад стоимости активов ведет к новым потерям во всех секторах экономики. Предпринимаемые правительствами крупнейших стран мира меры по поддержке финансовой системы оказываются неспособными противостоять глобальной тенденции массового панического ожидания снижения стоимости активов и глобального уменьшения спроса в потребительском и корпоративном секторе.

Ликвидность российского рынка облигаций остается невысокой, а волатильность - значительной. Показатели доходности существенно варьируются, зачастую не имея прямой связи с кредитным качеством эмитента. По нашему мнению, стабилизация ситуации и восстановление активности на рынке облигаций произойдут не ранее 2010 года и будут зависеть, главным образом, от восстановления цен на нефть и предпринимаемых мер государственной поддержки экономики.

Негативное влияние на рынок облигаций российских металлургов продолжают оказывать такие факторы как:

- Снижение цен на металлы
- Падение спроса на металлопродукцию
- Ужесточение условий заимствований и дефицит ликвидности, повышение процентных ставок, требования банков по досрочному погашению кредитов, снижение стоимости залогов (недвижимости, акций, запасов).
- Негативный макроэкономический фон со стороны развитых рынков (увеличение дефолтов по ипотеке и кризис на рынке жилья в США, сокращение производства автомобилей, значительные убытки крупных банков и страховых компаний, негативная статистика по состоянию потребительского спроса, деловых ожиданий, рынка труда).
- Девальвация рубля и рост инфляции в России.

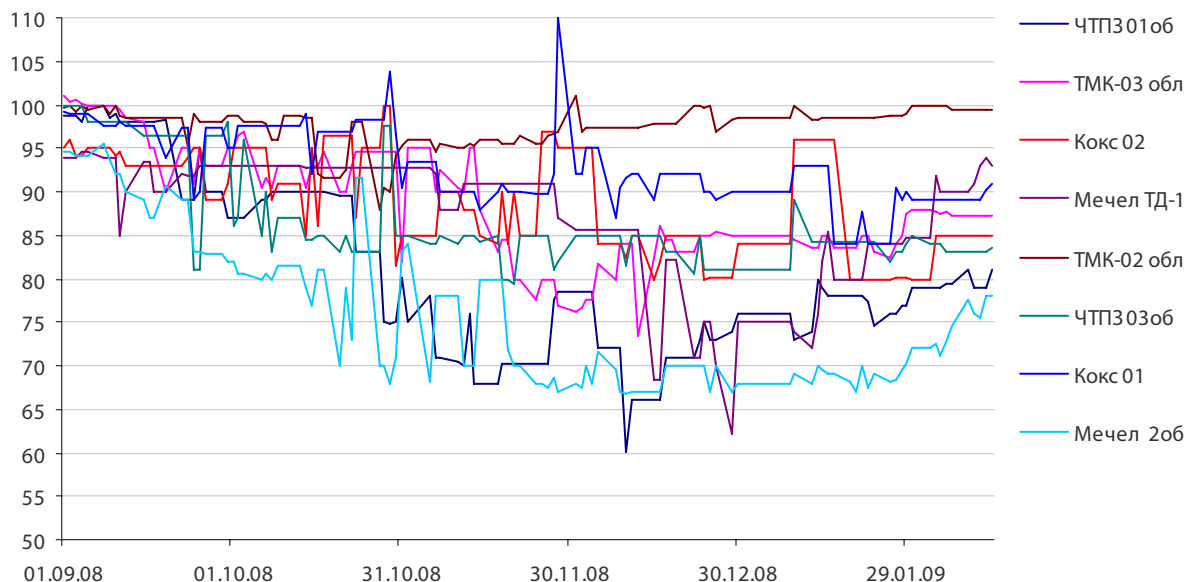
Высокая вероятность дефолтов на фоне негативных сообщений о состоянии экономики обуславливает выбор консервативной стратегии и бегство в качество большинства инвесторов. Придерживаясь защитной стратегии, инвесторы продолжают предъявлять высокий спрос на облигации с высоким кредитным качеством.

В III и IV квартале 2008 г. продолжилось снижение цен большинства российских корпоративных облигаций. При этом в силу более высокого кредитного качества цены облигаций российских металлургов подверглись меньшему падению, чем бумаги строительного, автомобильного, транспортного секторов.

5.2. Доходность облигаций

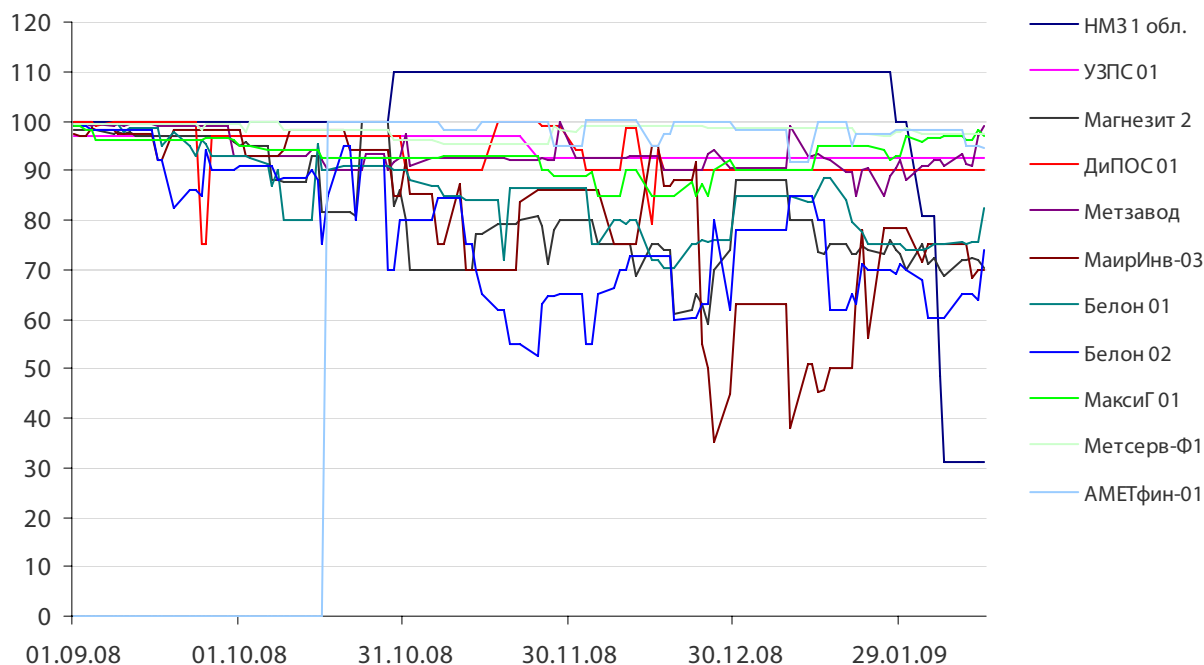
Усиление кризиса на финансовых рынках во второй половине 2008 г. обусловило снижение цен и повышение доходности большинства металлургических облигаций. Со второй половины января 2009 г. наблюдается рост цен на бумаги, хотя большинство выпусков торгуются ниже номинала.

Рисунок 14. Динамика цен на рублевые облигации металлургов 1 и 2 эшелонов, в % от номинала



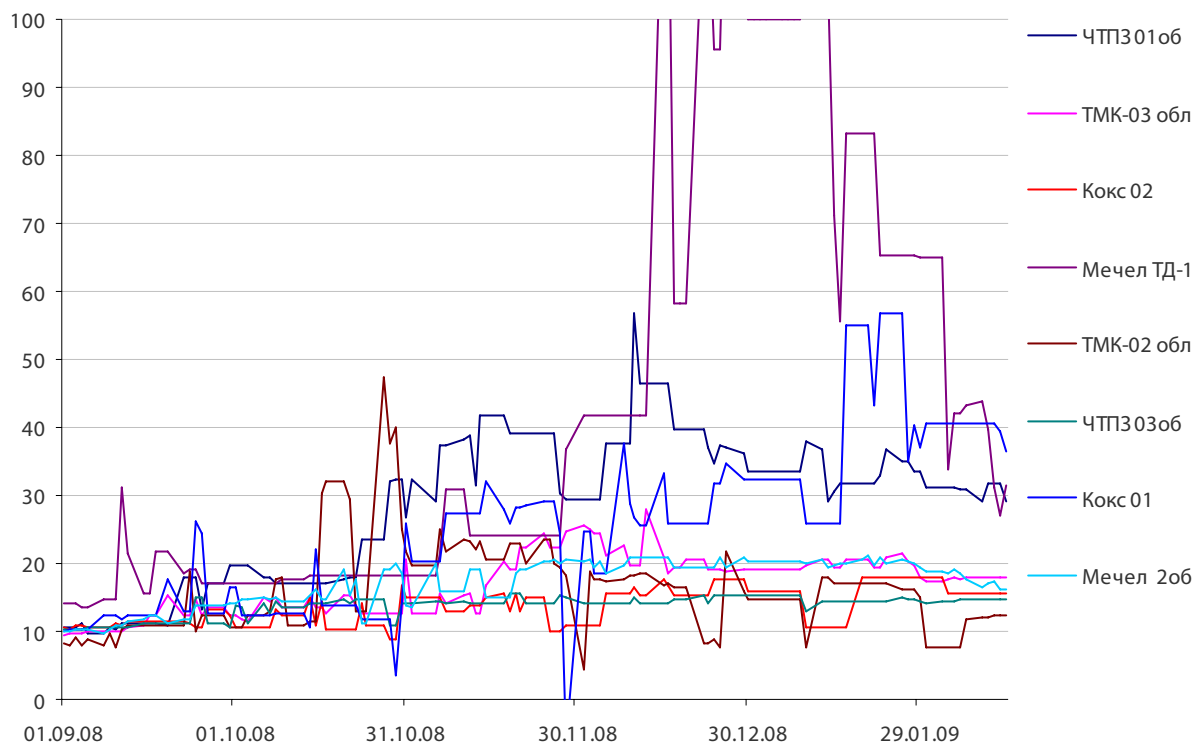
Источник: ММВБ

Рисунок 15. Динамика цен на рублевые облигации металлургов 3 эшелона, в % от номинала



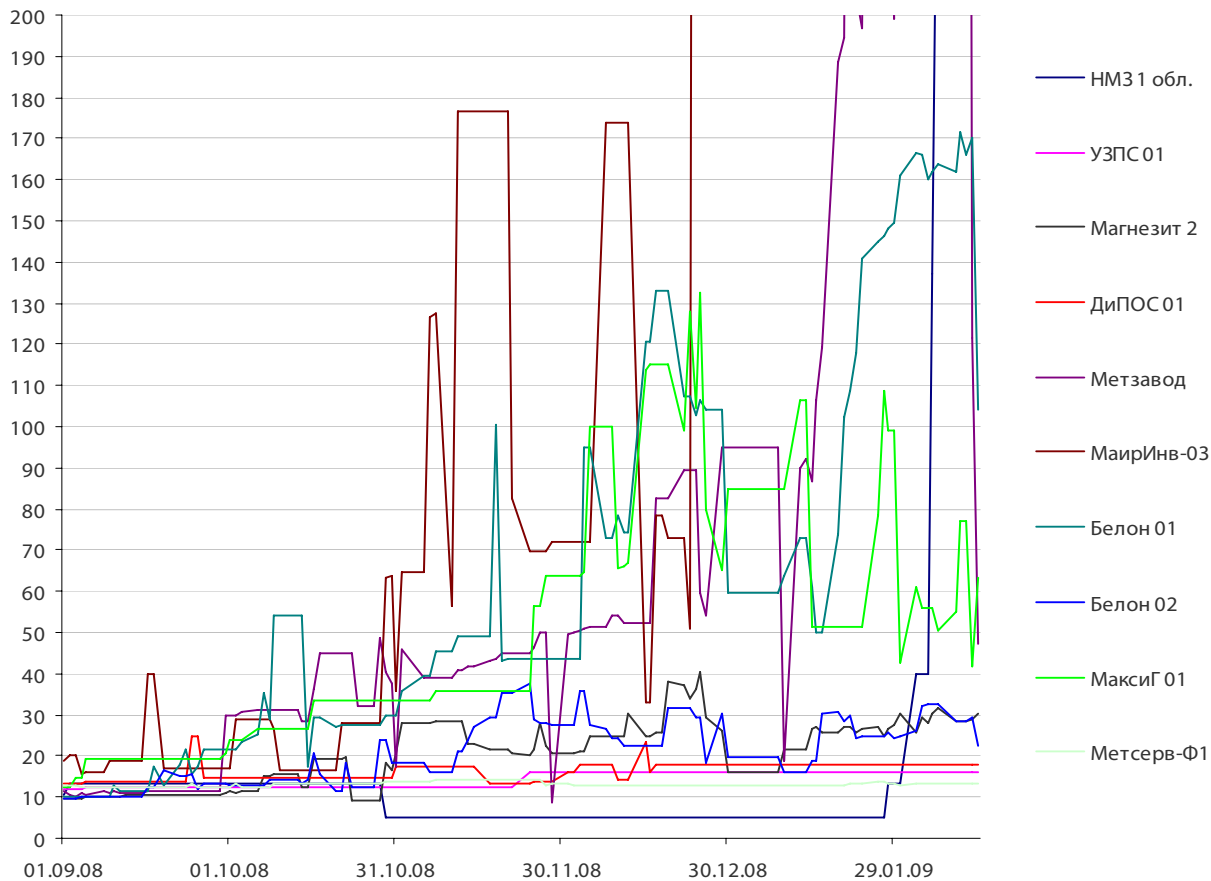
Источник: ММВБ

Рисунок 16. Динамика доходности рублевых облигаций металлургов 1 и 2 эшелонов, в % годовых



Источник: ММВБ

Рисунок 17. Динамика доходности рублевых облигаций металлургов 3 эшелона, в % от номинала



Источник: ММВБ

5.3. Прогноз ситуации на рынке в первом полугодии 2009 г.

Рецессия в экономике развитых стран, замедление темпов роста развивающихся рынков в 2009 г., девальвация рубля будут продолжать оказывать давление на цены облигаций российских металлургов. Наибольшее снижение котировок можно прогнозировать по бумагам эмитентов 2 и 3 эшелона с низким кредитным качеством, не имеющих поддержки в виде государственных заказов или приоритетного финансирования со стороны государственных банков.

Бумаги эмитентов металлургии (наряду с бумагами эмитентов нефтегазового сектора, энергетики и связи) будут выглядеть более привлекательно по сравнению с бумагами эмитентов строительного, финансового и потребительского секторов. Высокая инвестиционная привлекательность металлургических облигаций будет объясняться следующими факторами:

- хорошее кредитное качество большинства эмитентов (обусловленное низкой долговой нагрузкой, высокой рентабельностью бизнеса, высокой долей валютной выручки от продаж на экспорт, активной поддержкой со стороны госбанков);
- внутренний спрос на металлопродукцию будет поддерживаться заказами со стороны предприятий с госучастием (РЖД, Газпром, АвтоВАЗ, КАМаз, предприятия ОПК, сельхозмашиностроения, энергетики и др.). Стимулирующее влияние на внешний спрос будет оказывать девальвация рубля по отношению к мировым валютам.
- незначительный объем ценных бумаг предприятий металлургии (облигации металлургов составляют всего 4% от объема российского рынка корпоративных облигаций). Объем рынка облигаций ТЭК и металлургии в два раза меньше, чем объем рынка облигаций банков и розницы, тогда как данные сектора сопоставимы по размеру вклада в ВВП России.

В результате прошедшей девальвации и высокой неопределенности относительно дальнейших перспектив изменения курса российской валюты рублевые облигации даже эмитентов с высоким кредитным качеством не защищены от падения стоимости. Поэтому мы рекомендуем инвесторам обратить внимание в первую очередь на валютные инструменты.

Российские металлурги имеют существенные конкурентные преимущества, обусловленные высокой обеспеченностью сырьем и низкой себестоимостью. Девальвация рубля повышает экспортный потенциал, а государственная поддержка инфраструктурных проектов стимулирует спрос на продукцию металлургии на внутреннем рынке. Остановка крупных заводов в декабря 2008 г. способствовала сокращению складских запасов. В январе-феврале 2009 г. наметилась тенденция к восстановлению спроса и росту цен на металлы. Предприятия отчитались о наращивании объемов производства после декабрьского падения. Мы считаем, что большинству эмитентов металлургической отрасли 1-2 эшелонов удастся успешно противостоять кризису. При этом важно отметить, что на цены облигаций металлургов в 2009 г. будет влиять не столько кредитное качество эмитентов, сколько общий макроэкономический фон и политика Центробанка по снабжению рынка ликвидностью и контролю курса национальной валюты.

6. Анализ эмитентов рублевых облигаций

В текущих условиях кредитное качество эмитентов металлургических облигаций определяется следующими факторами:

- Наличие контрактов на поставку металлопродукции крупным потребителям, имеющих поддержку со стороны государства (РЖД, Газпром, Роснефть, Транснефть, АвтоВАЗ, предприятия ОПК, крупные застройщики),
- Объем продаж на внешнем рынке и поступление валютной выручки,
- Обеспеченность собственным сырьем,
- Объем долговой нагрузки и возможность рефинансировать кредиты.

Ниже мы приводим основные сведения по эмитентам облигаций черной металлургии.

6.1. Ключевые сведения по эмитентам облигаций черной металлургии.

Первый эшелон

Группа «Мечел» — вертикально интегрированный холдинг, включающий горнодобывающее, металлургическое, ферросплавное и энергетическое производство. Выручка в 2007 году — \$6 684 млн., за 9 мес. 2008 г. - \$8 581 млн.

«Трубная металлургическая компания» (ТМК) — лидирует в России (3 млн тонн, 27% рынка) и занимает 3 место в мире по производству стальных труб. Прогнозная выручка за 2008 год — \$5,8 млрд.

Второй эшелон

Группа «Кокс» — вертикально-интегрированный горно-металлургический холдинг, включающий в себя предприятия по добыче и обогащению угля (3 млн.т), железной руды (2 млн.т), производству кокса (3 млн.т), производству черных (3 млн.т) и цветных металлов (17 тыс.т), расположенных в России и Словении. Выручка Группы «Кокс» за 2007 год — \$1,8 млрд.

Группа «Челябинский трубопрокатный завод» (Группа ЧТПЗ) — занимает 2 место в России по объему выпуска труб, контролируя 22% рынка. Входит в первую десятку мировых производителей труб. Объем производства за 2008 г. – 1,5 млн. т трубной продукции. Челябинский цинковый завод, входящий в Группу ЧТПЗ, производит около 2% от мирового и более 60% от российского объема выпуска цинка. Выручка Группы за 2007 год — \$3.2 млрд., прогноз на 2008 г. - \$2,5 млрд.

Третий эшелон и высокодоходные бумаги

«Ашинский метзавод» - производство металлопроката, слябов, ТНП. Входит в пятерку лучших производителей листового проката в России. По показателям рентабельности, финансовой независимости, уровню долговой нагрузки «АМЕТ» сопоставим с металлургическими заводами 2 эшелона. Объем производства - 657 тыс. т стали в год. Выручка за 9 мес. 2008 г. – 11,2 млрд. руб.

«Белон» - многопрофильный холдинг, специализирующийся на добыче и обогащении угля (4 651 тыс. т в 2007 году) и продаже металлопроката (314 тыс. тонн.). Выручка за 2007 г. — 13,6 млрд. руб.

ДИПОС - входит в число пяти крупнейших в России независимых металлотрейдеров. Обладает собственным производством (которое формирует около 20% выручки) и оборудованными сервисными металлоцентрами по всей России. Объем отгрузки в 2006 г. – 830 тыс. т. Выручка за 9 мес. 2008 г. — 16,5 млрд. руб.

Магнезит - вертикально-интегрированный холдинг с полным циклом производства огнеупорной продукции. 15 производственных площадок Группы расположены в Челябинской области, Красноярском крае, Германии, Словакии и Китае. Производственная мощность: 2,2 млн. т – магнезитные порошки, 0,5 млн. т – огнеупорная продукция, 2 млн. т – щебень. Прогнозная выручка за 2008 г. — 18,0 млрд. руб.

Промышленная группа «МАИР» (ПГ «МАИР») — многопрофильный холдинг, осуществляет заготовку и переработку вторичных черных металлов (50% выручки), производство стальной заготовки (33% выручки), производство чугуна (8% выручки), лакокрасочной продукции (6% выручки). Включает 270 ломоперерабатывающих производственных площадок в России, Украине и Польше. По объемам поставок (2.3 млн т лома) занимает 1 место в России (около 8% рынка) и 2 место на Украине (около 4,5% рынка). После модернизации сталеплавильные мощности должны составить 2 млн. т в год. Выручка за 2007 г. — \$820 млн., прогноз на 2008 г. – \$1200 млн.

Холдинг «Макси-Групп» — Переработка лома черных металлов (2,7 млн. т за 2008 г.) в сталь (1,9 млн. т за 2008 г.) и производство стального проката (1,3 млн. т за 2008 г.), производство метизов (146 тыс. т); занимает 3 место (7% рынка) по объемам переработки лома черных металлов в России. «Макси-Групп» с 2008 г. входит в группу компаний НЛМК. Выручка за 9 мес 2008 г.— 39,6 млрд. руб.

«Уральский завод прецизионных сплавов» — Выпускает метизную продукцию и крепежные изделия в составе холдинга «Макси- Групп»; занимает 10% российского рынка метизной продукции. Выручка за 9 мес 2008 г. — 4 млрд. руб.

«Металлургический завод им. Серова» — Производство стального проката (490 тыс. т) в составе Группы «Уральская горно- металлургическая компания». Выручка за 9 мес 2008 г. — 11,3 млрд. руб.

Металлсервис – осуществляет предпродажную подготовку и продажу проката черных металлов (69% выручки), труб (26%), металлоизделий и металлургического сырья. Объем отгрузок за 2008 г. - 1,2 млн. т. Выручка за 2008 г. — 19,3 млрд. руб.

«Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина» — Производство стальных труб (185 тыс. т) и проката (177 тыс. т). Выручка за 9 мес 2008 г. — 4,9 млрд. руб. Завод входит в Группу «ЭСТАР». Эстар входит в топ-10 производителей стали в росии. Объем производства за 2008 г. 3,1 млн т. Выручка компании «Эстар» в 2007 г. составила 22,8 млрд. руб. Прогнозная консолидированная выручка Группы Эстар в 2008 г. – 65 млрд. руб.

Дефолты и реструктуризация займов

«Амурметалл» — Переработка лома черных металлов в сталь и стальной прокат. Выплавка стали за 2008 г. составила 1,1 млн т. После ввода новой печи стале-плавильные мощности увеличены до 2,1 млн. т стали в год. Выручка за 9 мес. 2008 г. – 16,3 млрд. руб.

Липецкий металлургический завод «Свободный сокол» — производство товарного чугуна (726 тыс. т за 2007 год – 83% выручки) и труб (80 тыс. т за 2007 г. – 17% выручки); доля завода на российском рынке чугуна — 3.7%. Выручка за 9 мес. 2008 г. — 8,6 млрд. руб.

«ИНПРОМ» - входит в пятерку крупнейших металлосервисных компаний России. Владеет собственной филиальной сетью в 29 крупных городах РФ. Специализируется на продаже стального проката и трубной продукции, обладает собственными мощностями по обработке стального проката. Общая площадь складских и производственных объектов превышает 1,2 млн кв. м. Объем отгрузок металла за 2007 г. – 825 тыс. т. Выручка за 2007 г. – 16,5 млрд руб., прогноз на 2008 г. – 20 млрд. руб.

6.2. Первый эшелон

Группа «Мечел»

Группа «Мечел» — вертикально интегрированный холдинг, контролирующий всю технологическую цепочку от добычи руды до выпуска металлургической продукции с высокой добавленной стоимостью. Бизнес «Мечела» состоит из четырех сегментов: горнодобывающего, металлургического, ферросплавного и энергетического. Выручка в 2007 г. — \$6 684 млн., за 9 мес. 2008 г. - \$8 581 млн.

Общие сведения о предприятиях Группы «Мечел»

Вид деятельности	Мощность	Компании
добыча и обогащение угля	27 млн. т	«Южный Кузбасс», «Якутуголь», «Эльгауголь»
добыча и обогащение железной руды	5 млн. т	«Коршуновский ГОК»
производство стали	6 млн. т	«Челябинский металлургический комбинат», «Ижсталь», «Уральская кузница», «Москокс», «Братский завод ферросплавов», «Mechel Campia Turzii SA» (Румыния), «Mechel Targoviste SA» (Румыния), «Mechel Zeljezara» (Хорватия), «Mechel Nemunas» (Латвия)
производство чугуна	4 млн. т	
производство кокса	4 млн. т	
производство спецсталей		
производство метизной продукции	750 тыс. т	«Белорецкий металлургический комбинат», «Вяртсильский метизный завод»
производство ферросплавов	никель - 17 тыс. т ферросилиций – 90 тыс. т феррохром – 64 тыс. т	«Южуралникель», «Тихвинский ферросплавный завод» (производство феррохрома), «Восход-Хром» (месторождение хромитовых руд и горно-обогатительный комбинат) и Братский завод ферросплавов (производство ферросилиция), Oriel Resources (Казахстан).
производство и продажа энергии		«Южно-Кузбасская ГРЭС», ОАО "Кузбассэнергообьт"
логистические услуги		морской «Торговый порт Посьет» (Японское море), глубоководный речной «Порт Камбарка» в Удмуртии
сбыт		«Торговый Дом Мечел», «Mechel International Holdings»
материнская компания Группы		ОАО «Мечел»

Обеспеченность сырьем

Группа «Мечел» на 100% обеспечена собственным коксующимся углем, на 92% железной рудой, на 100% собственными ферросплавами. Горнодобывающие предприятия группы располагаются в Сибири, Казахстане, на Дальнем Востоке.

Сбыт продукции

Продуктовый портфель Группы «Мечел» широко диверсифицирован и предназначен для потребителей металлургической, строительной, автомобильной, машиностроительной, трубной, метизной промышленности. Свыше 40% выручки Группы составляют продажи на внешнем рынке.

Рисунок 18. Структура выручки Группы «Мечел» по бизнес-сегментам за 9 мес. 2008 г.

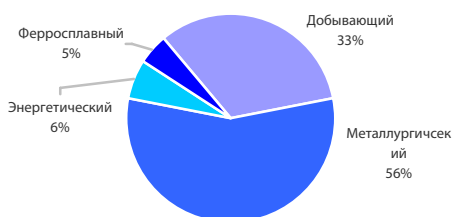
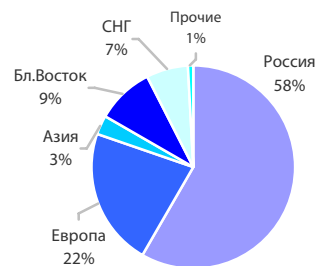


Рисунок 19. Региональная структура выручки



Источник: отчетность компании по МСФО

Одним из крупнейших покупателей продукции Группы «Мечел» в России является РЖД.

Сильные стороны

- Контроль значительной доли рынка по производству угля (2 место в РФ или 12% рынка), сортового проката из углеродистой стали (2 место в РФ) и специальной стали (39% рынка) в России. Диверсифицированный продуктовый портфель.
- Благодаря приобретению компании «Якутуголь» в октябре 2007 г. Группа «Мечел» увеличила в 2008 г. производство угля на 24%, а также угольного концентрата на 12%.
- Высокие темпы роста выручки: 52% за 2007 г. и 85% за 9 мес. 2008 г.
- Вертикальная интеграция в рамках холдинга мощностей по добыче сырья, производству металлопродукции, энергетике, логистике, сбыту обеспечивает синергетический эффект и позволяет добиваться высокой рентабельности. За 9 мес. 2008 г. получена чистая прибыль в размере \$1638 млн. маржа Ebitda составила 33%, маржа по чистой прибыли 19%.
- Значительный объем продаж на экспорт позволяет снизить зависимость от российского рынка и обеспечивает поступление валютной выручки.
- ВЭБ одобрил 31.12.2008 г. заявку Мечела на рефинансирование кредита в размере \$1,5 млрд., привлеченного для покупки Oriel Resources (по информации «Ведомостей»).

Риски

- В 2009 г. мы ожидаем снижение выручки и рентабельности Группы «Мечел» в связи с ухудшением конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках.
- Повышенная M&A активность привела к увеличению размера чистого долга за 9 мес. 2008 г. с \$3 220 млн. до \$4 947 млн. В общей структуре финансового долга \$3 152 млн. составляют краткосрочные кредиты. За 9 мес. 2008 г. «Мечел» потратил свыше \$2 млрд. на приобретения пакетов акций дочерних предприятий. В структуре долга основу составляют синдицированные кредиты (\$2 млрд. – кредит на покупку пакетов акций ОАО «Якутуголь» и ОАО «Эльгауголь» с погашением в 2010 – 2012 гг., \$1,5 млрд. – кредит на покупку производителя феррохрома Oriel Resources). Синдицированный кредит в размере \$1,5 млрд. предстоит погасить в марте 2009 г. Компания планирует рефинансировать кредит в ВЭБе.
- Продолжение роста долговой нагрузки в 2009 г. Так как, согласно условиям аукциона по приобретению акций ОАО «Эльгауголь», Группа «Мечел» обязалась произвести существенные инвестиции в освоение угольного месторождения:
 - к сентябрю 2010 г. завершить строительство ж/д подъездных путей к месторождению протяженностью 320 км (стоимость проекта - \$1,3 млрд.),
 - до октября 2010 г. завершить строительство шахты и приступить к добыче угля, с выходом к 2013 г. на уровень добычи угля в 9 млн. т в год (стоимость проекта - \$1,7 млрд.).Эльгинское угольное месторождение — самое крупное в России и имеет доказанные запасы в объеме более 2 млрд т угля. Однако положительный экономический эффект от реализации Эльгинского проекта «Мечел» сможет получить не ранее 2011 г.
- «Приезд докторов». Дефицит качественных спецсталей для оборонных предприятий в России наряду с высокой рентабельностью бизнеса могут стать причиной поглощения Группы «Мечел» со стороны госкорпорации «Ростехнологии» в лице «Русспецстали». Хотя в долгосрочной перспективе поддержка госсаказом весьма привлекательна, на этапе поглощения возможно ухудшение кредитного качества Группы «Мечел».
- Снижение объемов производства в 4 кв. 2008 г. (октябрь – снижение на 16%, ноябрь – снижение на 22%) негативно отразится на финансовых результатах.

Финансовые показатели Группы «Мечел», \$ млн

	2005	2006	2007	9м2008	Рост, % 08/07 г.
Основные показатели баланса					
Активы	3 600	4 457	9 228	13 383	45%
Денежные средства и эквиваленты	311	173	237	137	-42%
Дебиторская задолженность	140	191	341	667	96%
Запасы	497	653	994	1 774	78%
Прочие оборотные активы	411	626	665	800	20%
Основные средства	1509	2 013	3 702	4 668	26%
Прочие внеоборотные активы	732	801	3 289	5 337	62%
Пассивы	3 600	4 457	9 228	13 383	45%
Краткосрочные кредиты	389	166	1 135	3 152	178%
Долгосрочные кредиты	46	323	2 322	1 932	-17%
Кредиторская задолженность	482	507	717	577	-20%
Прочие обязательства	473	596	1 549	3 196	106%
Чистый долг	124	316	3 220	4 947	54%
Капитал	2 210	2 865	3 505	4 526	29%
Основные показатели прибылей и убытков					
					к 9м'2007 г.
Выручка	3 805	4 398	6 684	8 581	85%
Ebitda	714	1 080	1 734	2 864	138%
Чистая прибыль	381	603	913	1 638	132%
Основные финансовые коэффициенты					
Маржа Ebitda	19%	25%	26%	33%	
Маржа чистой прибыли	10%	14%	14%	19%	
Чистый долг/ Ebitda	0.2	0.3	1.9	1.3	
Чистый долг/Капитал	0.06	0.11	0.92	1.09	
Чистый долг/Выручка	0.03	0.07	0.48	0.43	

Источник: отчетность компании по МСФО

Трубная металлургическая компания

«Трубная металлургическая компания» (ТМК) — лидирует в России (3,2 млн. т, 27% рынка) и занимает 3 место в мире по производству стальных труб. Выручка в 2007 г. — \$4,1 млрд., в 2008 г. - \$5,8 млрд. (предварительные данные).

Общие сведения о предприятиях Группы «ТМК»

Основная деятельность	Мощность	Компании
производство стали	2 163 тыс. т	Северский трубный завод, Волжский трубный завод, Синарский трубный завод, Таганрогский металлургический завод, ТМК-Казтрубпром (Казахстан), ТМК-КПВ, ТМК-ARTROM (Румыния), ТМК-RESITA (Румыния)
производство труб	4 600 тыс. т	ТМК IPSCO (США)
производство труб	1 400 тыс. т	Орский машиностроительный завод, Управление по ремонту труб, Трубопласт
нефтесервисные услуги и оборудование		Торговый дом ТМК, ТМК Sinara North America, ТМК Global (Швейцария), ТМК Italia, ТМК Middle East (ОАЭ), ТМК Europe (Германия)
сбыт		ТМК Capital (Люксембург)
финансирования		

Обеспеченность сырьем

Группа ТМК полностью обеспечена собственной непрерывнолитой заготовкой для изготовления бесшовных труб.

Сбыт продукции

Основными потребителями продукции ТМК являются крупнейшие российские компании топливно-энергетического комплекса, включая Газпром, Сургутнефтегаз, Лукойл, Роснефть, ТНК-ВР и Сибнефть. Около 30% выручки составляют продажи на экспорт потребителям в Европе, Ближнем и Среднем Востоке, Америке, Азии. Основу экспорта ТМК составляют бесшовные трубы нефтегазового сортамента и промышленного назначения.

Рисунок 20. Структура выручки по видам продукции за 6 мес. 2008 г.

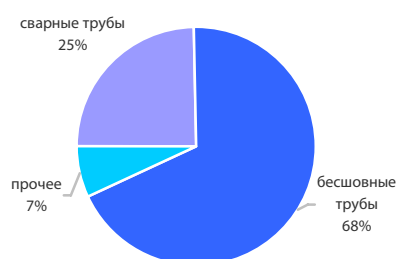
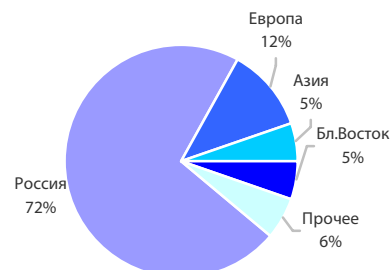


Рисунок 21. Региональная структура выручки за 6 мес. 2008 г.



Источник: отчетность компании

Спрос на продукцию ТМК в 2009 г. будет поддерживаться продолжением строительства таких проектов, как Бованенково-Ухта и «Северный поток», а также реализацией новых проектов по развитию нефтегазопроводной инфраструктуры, включая Сахалин-Хабаровск-Владивосток, БТС-2, Джубга-Лазаревское-Сочи.

Сильные стороны

- Группа ТМК входит в тройку лидеров мирового трубного бизнеса. Наличие уникальных производственных технологий по производству бесшовных труб и ориентация на платежеспособных потребителей нефтегазовой промышленности будут продолжать обеспечивать высокое кредитное качество ТМК.
- Покупка IPSCO обеспечит ТМК выход на привлекательный американский трубный рынок и увеличит объем валютной выручки группы. За счет консолидации IPSCO в 2008 г. Группа ТМК увеличила отгрузку труб на 5% относительно уровня 2007 г.
- Консолидированная выручка ТМК за 2008 г. по предварительным данным, увеличилась на 39% и составила \$5,8 млрд., а показатель EBITDA возрос на 7% и превысил \$1 млрд.
- Учитывая статус Группы ТМК как ключевого поставщика для российского нефтегазового сектора, мы высоко оцениваем вероятность рефинансирования кредитов ТМК в госбанках в 2009 г. По данным компании, в январе 2009 г. Группа ТМК привлекла краткосрочный кредит в Сбербанке на сумму \$300 млн. для рефинансирования краткосрочной задолженности. В феврале 2009 г. ТМК привлекла серию кредитов у Газпромбанка на общую

сумму около 1,1 млрд долларов США на срок 2,5 года для рефинансирования синдицированного бридж-кредита, привлеченного ранее для финансирования приобретения американских трубных активов компании IPSCO.

Риски

- Согласно отчетности за 1 полугодие 2008 г., Группа ТМК демонстрирует снижение рентабельности и рост долговой нагрузки. Ухудшение ситуации с ликвидностью нашло свое отражение в понижении 7.10.2008 агентством S&P рейтинга ТМК с BB- до B+.
- Финансовый долг Группы ТМК за 6 мес. 2008 г. вырос в два раза и составил \$ 3 169 млн. Отношение Чистый долг/Ebitda выросло до 3,8х по сравнению с 1,8х на начало 2008 г. Рост долга связан с привлечением средств на покупку американского производителя труб IPSCO. Из общей суммы сделки в \$ 1 700 млн. часть в размере \$ 1 200 млн. оплачена и еще \$ 500 млн. предстоит оплатить в 2009 г.
- В условиях девальвации рубля значительный объем валютного долга приведет к увеличению убытков от курсовых разниц.
- Снижение спроса и цен на трубы промышленного назначения в 2009 г. В результате сокращения бюджетов нефтяных компаний в 1 полугодии 2009 г. рынок OCTG и нефтегазопроводных труб в России и США может уменьшиться на 10-15%. При этом снижение цен в 1 квартале предположительно составит около 20% по сравнению с 4 кварталом 2008 г. Период низких цен может продлиться до конца 2009 г.
- Снижение рентабельности в результате усиления ценового давления со стороны потребителей с одной стороны и увеличения процентных расходов с другой стороны. За 6 месяцев 2008 г. рентабельность по чистой прибыли снизилась до 7% (ниже уровня 2005 г.)

Финансовые показатели ОАО «ТМК», \$ млн

	2005	2006	2007	6м2008	Рост, % 08/07 г.
Основные показатели баланса					
Активы	2 453	3 551	4 676	7 823	67%
Денежные средства и эквиваленты	48	144	89	83	-7%
Дебиторская задолженность	125	274	523	810	55%
Запасы	459	593	782	1 327	70%
Прочие оборотные активы	175	390	257	345	34%
Основные средства	1548	2 008	2 984	3 672	23%
Прочие внеоборотные активы	98	142	41	1 586	3768%
Пассивы	2 453	3 551	4 676	7 823	67%
Краткосрочные кредиты	426	368	1 033	2 459	138%
Долгосрочные кредиты	165	663	506	710	40%
Кредиторская задолженность	197	352	385	747	94%
Прочие обязательства	412	415	645	1 595	147%
Чистый долг	543	887	1 450	3 086	113%
Капитал	1 253	1 753	2 107	2 312	10%
Основные показатели прибылей и убытков					
					к 6м'2007 г.
Выручка	2 938	3 402	4 178	2 368	17%
Ebitda	429	701	807	408	-15%
Чистая прибыль	254	506	462	158	-45%
Основные финансовые коэффициенты					
Маржа Ebitda	15%	21%	19%	17%	
Маржа чистой прибыли	9%	15%	11%	7%	
Чистый долг/ Ebitda	1.3	1.3	1.8	3.8	
Чистый долг/Капитал	0.43	0.51	0.69	1.33	
Чистый долг/Выручка	0.18	0.26	0.35	0.65	

Источник: отчетность компании по МСФО

6.3. Второй эшелон

Группа «Челябинский трубопрокатный завод»

Группа «Челябинский трубопрокатный завод» (Группа ЧТПЗ) — занимает 2 место в России по объему выпуска труб, контролируя 22% рынка. Входит в первую десятку мировых производителей труб. Объем производства за 2008 г. – 1,5 млн. т трубной продукции. Челябинский цинковый завод, входящий в Группу ЧТПЗ, производит около 2% от мирового и более 60% от российского объема выпуска цинка. Выручка Группы за 2007 г. — \$3,2 млрд., прогноз на 2008 г. - \$2,5 млрд.

Общие сведения о предприятиях Группы «ЧТПЗ»

Основная деятельность	Мощность	Компании
Дивизион черной металлургии		
производство труб	2 млн. т	«Челябинский трубопрокатный завод», «Первоуральский новотрубный завод»
заготовка и переработка металлолома	1 млн. т	«ЧТПЗ-Мета»
сбыт		Торговый Дом "Уралтрубосталь"
Нефтесервисный дивизион		
услуги по разведке и обустройству месторождений, а также комплектующие для строительства трубопроводов		«Соединительные отводы трубопроводов» (СОТ), «Магнитогорский завод механомонтажных заготовок» (МЗМЗ), MSA a.s. (Чехия), Трубодеталь, АЛНАС, Юганскнефтегазгеофизика и Томскнефтегазгеофизика, Таймырнефтегазразведка
Дивизион цветной металлургии		
производство цинка и сплавов на его основе	200 тыс.т	«Челябинский цинковый завод», Акжальский горно-обогатительный комбинат (Казахстан), Brock Metal (Великобритания)

Структура активов Группы ЧТПЗ: 75% - дивизион черной металлургии, 20% - дивизион цветной металлургии, 5% - нефтесервисный дивизион.

Обеспеченность сырьем

Основную долю сырья и материалов для производства труб Группа ЧТПЗ закупает на стороне. В целях формирования замкнутой производственной цепочки Группа ЧТПЗ ведет строительство сталеплавильного комплекса, который к 2009 году полностью обеспечит трубные предприятия заготовкой для производства бесшовных труб. Поставки металлолома для сталеплавильного производства обеспечивает «ЧТПЗ-Мета».

Сбыт продукции

Основными потребителями продукции являются ведущие предприятия нефтегазового и энергетического комплекса России (Газпром, Транснефть и другие), предприятия машиностроения, черной металлургии, строительной индустрии и сельского хозяйства. Объем продаж на экспорт составляет 10%.

Сильные стороны

- Группа ЧТПЗ занимает 2 место в России по объему выпуска труб, контролируя 22% рынка.
- Бизнес-модель группы ЧТПЗ предполагает построение вертикально-интегрированной компании, включающей все циклы технологической цепочки: от изготовления трубной заготовки до производства и реализации труб конечному потребителю.
- Снижение цен на металлопрокат в 2009 г. позволит снизить себестоимость и отпускные цены на трубы, что наряду с государственной поддержкой инфраструктурных проектов, будет оказывать стимулирующее воздействие на спрос в 2009 г.
- Группа ЧТПЗ пользуется финансовой поддержкой крупнейших госбанков (ВТБ, Банк Москвы). По данным компании, в декабре 2008 г. группа привлекла в декабре кредит в ВТБ (7 млрд. руб.), а в январе в Банке Москвы (\$200 млн.) для рефинансирования краткосрочной задолженности.

Риски

- Снижение спроса на трубы в связи со стагнацией в строительном секторе и снижение спроса на трубы со стороны предприятий топливно-энергетического комплекса в результате сокращения инвестиционных программ по освоению новых месторождений
- В 2008 г. предприятия трубного дивизиона Группы ЧТПЗ – Челябинский трубопрокатный и Первоуральский новотрубный заводы – отгрузили потребителям 1,5 млн. т трубной продукции, что на 20% меньше результатов 2007 года.
- Согласно отчетности за 9 месяцев 2008 г. ОАО «ЧТПЗ» демонстрирует снижение выручки на 20% и рентабельности по чистой прибыли на 63%.
- За 9 месяцев 2008 г. чистый долг ОАО «ЧТПЗ» вырос в два раза (с 13,2 млрд. руб. до 26,8 млрд. руб.) Отношение Чистый долг/Ebitda выросло до 5,5х по сравнению с 1,9х на начало 2008 г.

Финансовые показатели Группы «ЧТПЗ», млн руб.

	Группа ЧТПЗ, МСФО			ОАО "ЧТПЗ", РСБУ		
	2006	2007	2006	2007	9м2008	Рост, %
Основные показатели баланса						08/07 г.
Активы	33 983	50 136	23 124	29 177	45 684	57%
Денежные средства и эквиваленты	727	682	17	102	38	-63%
Дебиторская задолженность	8 077	10 542	6 173	7 785	9 969	28%
Запасы	8 482	9 745	4 211	4 469	8 188	83%
Прочие оборотные активы	1 303	5 386	247	2 022	3 085	53%
Основные средства	14 799	21 817	6 881	7 142	9 845	38%
Прочие внеоборотные активы	595	1 964	5 595	7 657	14 559	90%
Пассивы	33 983	50 136	23 124	29 177	45 684	57%
Краткосрочные кредиты	6 496	19 236	1 856	8 437	12 326	46%
Долгосрочные кредиты	4 405	4 574	5 780	4 891	14 473	196%
Кредиторская задолженность	3 807	3 359	5 319	1 685	3 152	87%
Прочие обязательства	4 821	2 520	149	239	769	222%
Чистый долг	10 174	23 128	7 619	13 226	26 761	102%
Капитал	14 454	20 447	10 020	13 925	14 964	7%
Основные показатели прибылей и убытков						к 9м'2007 г.
Выручка	60 811	80 664	30 805	42 631	26 254	-20%
Ebitda	8 324	10 258	5 231	6 915	3 638	-35%
Чистая прибыль	5 382	6 552	2 778	4 036	1 240	-63%
Основные финансовые коэффициенты						
Маржа Ebitda	14%	13%	17%	16%	14%	
Маржа чистой прибыли	9%	8%	9%	9%	5%	
Чистый долг/ Ebitda	1.2	2.3	1.5	1.9	5.5	
Чистый долг/Капитал	0.70	1.13	0.76	0.95	1.79	
Чистый долг/Выручка	0.17	0.29	0.25	0.31	0.76	

Группа «Кокс»

Группа «Кокс» представляет собой вертикально-интегрированный горно-металлургический холдинг, включающий в себя предприятия по добыче и обогащению угля (3 млн.т), железной руды (2 млн.т), производству кокса (3 млн.т), производству черных (3 млн.т) и цветных металлов (17 тыс.т), расположенных в России и Словении. Выручка Группы «Кокс» за 2007 г. — \$1,8 млрд.

Общие сведения о предприятиях Группы «Кокс»

Основная деятельность	Мощность	Компании
Дивизион угледобычи и коксохимии		
Добыча угля	3,3 млн. т	ООО «Участок «Коксовый», ЗАО «Сибирские ресурсы», ООО «Горняк», ЗАО «Инертник»
Обогащение угля	3,6 млн. т	ОАО ЦОФ «Березовская»
Производство кокса	3 млн. т	ОАО «Кокс»
Сбыт		ООО «Торговый дом Кемерово-Кокс»
Дивизион черной металлургии		
Добыча и обогащение железных руд	2 млн. т	ОАО «Комбинат КМАруда»
Производство чугуна	3 млн.т	ОАО «Тулачермет» - Группе принадлежит 62% акций
Изготовление чугунных изделий	150 тыс. т	ЗАО «Кронтиф-центр»
Производство металлопроката и изделий	500 тыс. т	Словенская стальная группа (SIJ), включающая заводы "Акрони" и "Метал Равне". Группе принадлежит 61% акций
Дивизион цветной металлургии		
Производство никеля	14 тыс. т	ОАО «Уфалейникель», ЗАО «ПО «Режникель»
Производство хрома	3 тыс. т	ОАО «Полема»
Управляющая компания		ООО УК «Промышленно-металлургический холдинг» -

ОАО «Кокс» является головным предприятием Группы «Кокс» (консолидирует пакеты акций дочерних компаний). Структура активов Группы: 22% - Добыча угля и производство кокса, 15% - Добыча и производство железорудного сырья, 14% - Производство чугуна, 26% - Производство стали, 18% - Производство никеля, 5% - порошковая металлургия и прочее. В России сосредоточено 65% стоимости активов Группы.

Обеспеченность сырьем

Группа на 100% обеспечена собственными запасами угля и на 70% запасами железорудного сырья. Балансовые запасы Группы составляют 218 млн. т угля.

Входящее в состав Группы Серовское месторождение силикатных никелевых руд располагает запасами промышленных категорий в размере: 32 млн.т руды (260 тыс.т никеля). Ежемесячно добывается 140 тыс.т руды. Производство кобальта ведется на давальческом сырье Группы «Норильский никель».

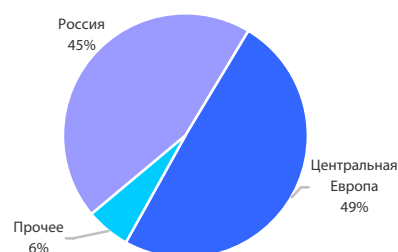
Сбыт продукции

Основными потребителями ОАО «Кокс» являются предприятия Группы: «Тулачермет» и «Уфалейникель». Большая часть производимого «Тулачермет» чугуна реализуется на экспорт, включая приобретенные заводы Группы в Словении.

Рисунок 22. Структура выручки по видам продукции за 2007 г.



Рисунок 23. Региональная структура выручки за 2007 г.



Источник: отчетность по МСФО

Сильные стороны

- Вертикальная интеграция предприятий полной технологической цепочки по добыче и обогащению угля, железной руды, производству кокса, чугуна, цветных металлов, металлопроката, спецсталей позволяет обеспечить высокую рентабельность бизнеса. Маржа Ebitda за 2007 г. составила 33,4%, маржа по чистой прибыли – 25%.
- Диверсифицированный продуктовый портфель, включающий в себя продукцию низкого передела (добычу угля, коксохимию, производство чугуна) и высокого передела (металлопрокат, цветные металлы, спецстали) позволяет снизить риски ухудшения конъюнктуры в отдельных товарных сегментах.
- Покупка Словенской стальной группы (SIJ) повысила экспортный потенциал холдинга. Продажа более 55% продукции Группы на внешнем рынке обеспечивает поступление валютной выручки и будет залогом сохранения высокой рентабельности бизнеса в условиях девальвации рубля.
- Включение в состав консолидированной отчетности финансовых показателей Тулачермет и SIJ (после приобретения в них контроля в 2007 г.) приведет к росту финансовых результатов Группы за 2008 г. Согласно отчетности Тулачермет по РСБУ, выручка компании за 9 месяцев 2008 г. составила 29 млрд. руб., чистая прибыль 4,2 млрд. руб., чистый долг 2 млрд. руб. Выручка SIJ за 2007 г. должна превысить 600 млн. евро.

Риски

- Снижение спроса на продукцию в связи ухудшением конъюнктуры на товарных рынках в России и в мире.
- Остановка производства на заводах группы в ноябре-декабре 2008 г. обусловит падение выручки и чистой прибыли за 4 кв. 2008 г.
- Рост долговой нагрузки в связи с финансированием модернизации заводов и приобретением акций дочерних компаний. В 2007 г. отток по инвестиционной деятельности составил 13 млрд. руб. и превысил размер годовой чистой прибыли на 1,5 млрд. руб.
- За 2007 г. чистый долг Группы вырос более чем в два раза (с 11,6 млрд. руб. до 26,3 млрд. руб.).
- Финансовая закрытость эмитента. Группа не раскрывает финансовые результаты за 2008 г., отсутствуют кредитные рейтинги.

Финансовые показатели Группы «Кокс», млн руб.

	Группа Кокс, МСФО		ОАО "Тулачермет", РСБУ		
	2006	2007	2007	9м2008	Рост, %
	Основные показатели баланса				08/07 г.
Активы	36 630	71 274	7 836	11 167	43%
Денежные средства и эквиваленты	167	2 928	32	256	700%
Дебиторская задолженность	1 029	5 406	2 586	3 957	53%
Запасы	2 477	9 345	2 006	2 501	25%
Прочие оборотные активы	1 859	5 582	506	1 266	150%
Основные средства	11 349	26 600	1 337	1 728	29%
Прочие внеоборотные активы	19 749	21 413	1 369	1 459	7%
Пассивы	36 630	71 274	7 836	11 167	43%
Краткосрочные кредиты	5 650	10 777	2 572	716	-72%
Долгосрочные кредиты	6 127	18 467	1 726	1 600	-7%
Кредиторская задолженность	1 725	6 193	979	2 026	107%
Прочие обязательства	7 583	9 505	968	1 012	5%
Чистый долг	11 610	26 316	4 266	2 060	-52%
Капитал	15 545	26 332	1 591	5 813	265%
Показатели прибылей и убытков	2006	2007	9м2007	9м2008	к 9м'2007 г.
Выручка	15 892	46 377	16 837	29 151	73%
Ebitda	4 989	15 481	1 300	6 087	368%
Чистая прибыль	1 996	11 565	816	4 223	418%
	Основные финансовые коэффициенты				
Маржа Ebitda	31%	33%	8%	21%	
Маржа чистой прибыли	13%	25%	5%	14%	
Чистый долг/ Ebitda	2.3	1.7	2.5	0.3	
Чистый долг/Капитал	0.75	1.00	2.68	0.35	
Чистый долг/Выручка	0.73	0.57	0.19	0.05	

7. Анализ эмитентов еврооблигаций

7.1. Ключевые сведения по эмитентам еврооблигаций

«Северсталь» - объединяет свыше 100 предприятий металлургической, горнодобывающей (добыча и обогащение железной руды и угля), автомобильной и других отраслей. Производитель стали №1 в России (16% внутреннего рынка, 13 место в мире). Объем производства стали за 2008 г. составил 19,2 млн т. Выручка за 2007 г. — \$14,5 млрд., за 9м2008 г. — \$18,1 млрд.

«Евраз» - крупнейший российский производитель стали, вертикально интегрированная горно-металлургическая промышленная группа. В группу входят три ведущих сталелитейных предприятия России: Нижнетагильский, Западно-Сибирский и Новокузнецкий металлургические комбинаты, более 10 горно-обогатительных предприятий, угольные шахты, а также дочерние и зависимые общества неметаллургического профиля. Группа занимает 14 место в мире по объему производства стали, обеспечивает 93% собственных потребностей в железной руде и 100% - в угле.

Выручка за 2007 г. — \$12,8 млрд., за 6м2008 г. — \$10,7 млрд.

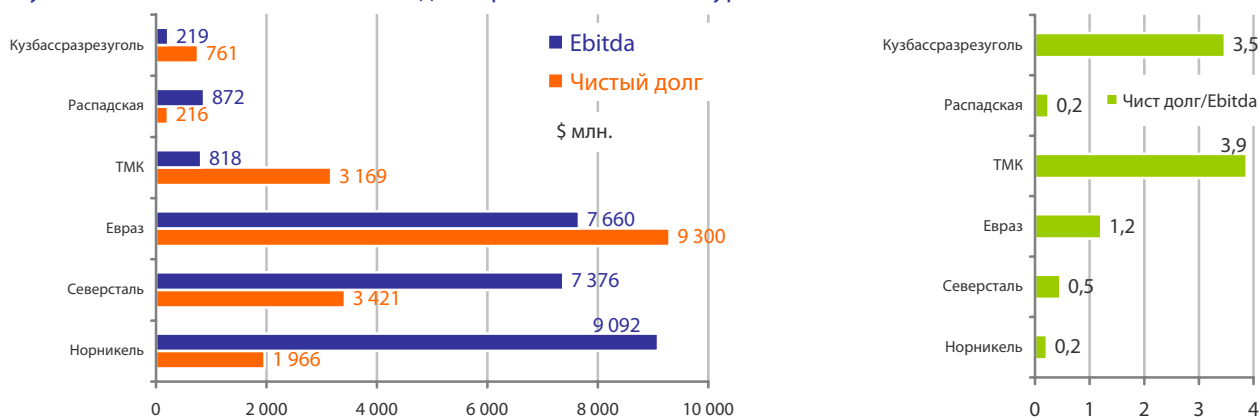
«Распадская» - занимает 1 место по объему производства коксующегося угля в России. Объем добычи коксующегося угля по итогам 2007 г. составил 13,6 млн. т., за 9 мес. 2008 г. - 8 млн. т. Входит в Группу Евраз. Выручка за 2007 г. — \$ 778 млн., за 6м2008 г. — \$607 млн.

«Кузбассразрезуголь» - Крупнейшая в России компания по добыче угля открытым способом. Объем добычи угля в 2008 г. - 50 млн. т. (в т.ч. 4,6 млн. т. на коксование). Входит в состав УГМК (Уральской горно-металлургической компании).

Выручка за 2007 г. — \$ 1 244 млн.

«Трубная металлургическая компания» (ТМК) — лидирует в России (3 млн тонн, 27% рынка) и занимает 3 место в мире по производству стальных труб. Прогнозная выручка за 2008 г. — \$5,8 млрд.

Рисунок 24. Сопоставление EBITDA и долга российских металлургов



Источник: отчетность компаний за 6м2008 г. и 9м2008 г., расчеты Промсвязьбанка

Примечание: Данные за 6м2008 г. и 9м2008 г. приведены к годовым значениям

Северсталь

Северсталь – занимает 13 место в рейтинге крупнейших сталелитейных компаний в мире, контролирует 17% рынка стального проката в России и 5% в США. Владеет металлургическими заводами в России, США и Европе. Основной продукцией является плоский горячекатаный и холоднокатаный прокат, в том числе автолист, сталь для машиностроения, судосталь и оцинкованный лист, трубная заготовка и трубы, метизы, а также сортовой прокат. Объем производства стали за 2008 г. составил 19,2 млн т.

Выручка за 2007 г. — \$14,5 млрд., за 9м2008 г. — \$18,1 млрд.

Общие сведения о предприятиях Группы «Северсталь»

Дивизион	Мощность	Компании
Горнодобывающий сегмент	14 млн. т окатышей, 11 млн. т угля	Добыча железорудного сырья «Карельский окатыш», «Олкон», Добыча угля - «Воркутауголь», «Кузбасс-суголь», «Шахта Октябрьская», «Шахта Полысаевская», «Интинская Угольная Компания», Золотодобыча – «Нерюнгри-Металлик», «Балажал», «Рудник Апрельково», Celtic Resources Holdings PLC
Российская сталь	11 млн. т проката	«Череповецкий металлургический комбинат», «Севергал», 4 предприятия по сбору и переработке металлолома
Луккини (Европа)	4 млн. т проката	Lucchini Group
Северная Америка	3 млн. т проката	Severstal-North America, Sparrows Point, Esmark
Метизы, трубы и прочая продукция	1,1 млн. т металлоизделий	«Северсталь-метиз», «Днепромметиз», «Ижорский трубный завод», Carrington Wire

За 9 месяцев 2008 г. Группа «Северсталь» инвестировала \$ 2 192 млн. в приобретение производственных активов (расположенных преимущественно в США). Все вошедшие в Группу «Северсталь» в 2008 г. предприятия с момента приобретения до даты подготовки отчетности (30.09.2008 г.) продемонстрировали прибыль.

Таблица 15. Приобретение долей Группой «Северсталь» за 9 мес. 2008 г.

Компания	Вид деятельности и продукция	Сумма, \$ млн.	Доля
Esmark	Плоский прокат. Производство коксующегося угля	978	100%
Sparrows Point LLC	Сталелитейный з-д. Собственный порт и ж/д пути	818	100%
WCI Steel, Inc.	Сталелитейный з-д	443	100%
Baracom Limited	Стальной прокат	84	100%
Redaelli Tecna SpA.	Канаты для подъемных механизмов, канатных дорог	55	100%
Балажал	Золотодобыча в Казахстане	39	100%
Стальмаг	Производство ферроникеля для нужд группы	18	100%

В целях увеличения свободного денежного потока в 2008 г. Группа «Северсталь» продала пакеты акций ОАО «Шахта Березовская», ОАО «Шахта Первомайская», ОАО «Жерновская-3» компании ArcelorMittal за \$652 млн., а также доли в Relco Spzoo и Coimrex Spzoo за \$18 млн.

Рисунок 25. Структура выручки Группы «Северсталь» по дивизионам за 9 мес. 2008 г.



Рисунок 26. Структура прибыли Группы «Северсталь» по дивизионам за 9 мес. 2008 г.



Источник: МСФО отчетность компании

Обеспеченность сырьем

Заводы Группы «Северсталь» в России на 100% обеспечены собственным железорудным сырьем и на 80% углем. Горнодобывающий сегмент Группы занимает 2-е место в РФ по объемам производства окатышей и коксующегося угля.

Закупка железорудного сырья для заводов в США и Европе осуществляется по долгосрочным контрактам. 2/3 потребностей в коксе Severstal North America обеспечивает дочернее предприятие Mountain State.

Сбыт продукции

Продажи группы «Северсталь» диверсифицированы по регионам: Россия (41%), Европа (29%), Северная Америка (22%), другие регионы мира (8%).

Рисунок 27. Структура выручки по группам продукции за 9 мес. 2008 г.

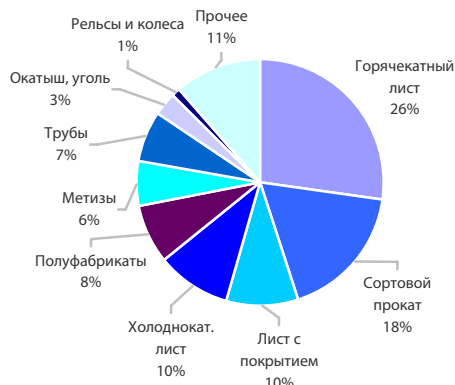
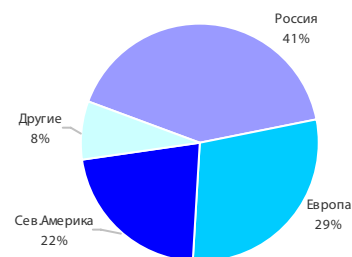


Рисунок 28. Структура выручки по регионам за 9 мес. 2008 г.



Источник: МСФО отчетность компании

Основные потребители продукции ОАО «Северсталь» в России это предприятия автомобилестроения, машиностроения, трубные и строительные предприятия. Ключевые факторы конкурентоспособности на внутреннем рынке - высокое качество продукции, широкий сортамент, надежность поставок, гибкий сервис, привлекательные цены. На экспортных рынках эмитент в большинстве случаев работает в сегменте металлопродукции базового качества, поэтому основным фактором конкуренции на внешнем рынке является цена.

Severstal North America контролирует 5% рынка стального листового проката США и 8% рынка поставок стали для автомобильной промышленности. Конкурентные преимущества Severstal North America заключаются в близости к штамповочным производствам компании «Форд» и основным потребителям североамериканской автомобильной промышленности. Заводы Severstal North America имеют выход к водным и ж/д путям сообщения, что позволяет оптимизировать поставки сырья и готовой продукции.

Сильные стороны

- Вертикальная интеграция мощностей по добыче угля и железной руды, производству и реализации металлопродукции с высокой добавленной стоимостью обеспечивают высокую рентабельность бизнеса.
- Наличие производственно-сбытовых мощностей в России, ЕС, США обеспечивает диверсификацию страновых и валютных рисков.
- Высокая доля собственных средств в источниках финансирования. Собственный капитал составляет \$12 млрд. (48% от валюты баланса) и в 3,5 раза превышает размер чистого финансового долга.
- Низкие риски рефинансирования. Объем денежных средств на балансе составляет \$2,3 млрд. и превышает размер краткосрочного долга - \$1,8 млрд.
- Высокая рентабельность по чистой прибыли 18% за 9м2008 г. В абсолютном выражении чистая прибыль за 9м2008 г. составила \$3,3 млрд.
- «Северсталь» в 2008 г. увеличила выпуск стали на 9,7% до 19,2 млн т.

Риски

- Сокращение спроса и снижение цен на металлы в силу ухудшения макроэкономической конъюнктуры может привести к снижению выручки и рентабельности в 2009 г.
- Высокая M&A активность обуславливает рост долговой нагрузки. Финансовый долг за 9 мес. 2008 г. вырос с \$3.8 млрд. до \$6.8 млрд.
- В 4 кв. 2008 г. группа продемонстрирует ухудшение финансовых показателей. В связи с падением заказов сокращение объемов производства в октябре составило 25%, в декабре - 50%.

Финансовые показатели ОАО «Северсталь», \$ млн

	2005	2006	2007	9м2008	Рост, % 08/07 г.
Основные показатели баланса					
Активы	11 812	14 713	17 372	24 967	44%
Денежные средства и эквиваленты	2270	3 170	2 494	3 363	35%
Дебиторская задолженность	1174	1 325	1 797	3 364	87%
Запасы	1726	2 222	2 616	5 001	91%
Прочие оборотные активы	826	762	1 143	841	-26%
Основные средства	5320	6 470	8 226	11 182	36%
Прочие внеоборотные активы	496	764	1 096	1 216	11%
Пассивы	11 812	14 713	17 372	24 967	44%
Краткосрочные кредиты	996	958	973	1 853	90%
Долгосрочные кредиты	1932	2 048	2 813	4 931	75%
Кредиторская задолженность	1359	1 215	1 266	2 151	70%
Прочие обязательства	1 810	1 938	2 212	4 005	81%
Чистый долг	658	-164	1 292	3 421	165%
Капитал	5715	8 554	10 108	12 027	19%
Основные показатели прибылей и убытков					
Выручка	9 786	11 723	14 543	18 152	61%
Ebitda	2 825	2 961	3 745	5 532	88%
Чистая прибыль	1 625	1 510	1 973	3 314	111%
Основные финансовые коэффициенты					
Маржа Ebitda	29%	25%	26%	30%	
Маржа чистой прибыли	17%	13%	14%	18%	
Чистый долг/ Ebitda	0.2	-0.1	0.3	0.6	
Чистый долг/Капитал	0.12	-0.02	0.13	0.28	
Чистый долг/Выручка	0.07	-0.01	0.09	0.14	

Источник: отчетность компании по МСФО

Евраз

Евраз - международная вертикально-интегрированная металлургическая и горнодобывающая компания. Занимает 14-е место среди крупнейших производителей стали в мире. За 2008 г. на предприятиях группы Евраз произведено 16,08 млн. т стального проката. Мощности группы Евраз по добыче руды и производству металлопродукции располагаются в России (81% от совокупной мощности), Украине, Африке, Италии, Чехии, США, Канаде, Китае. Выручка за 2007 г. — \$12,8 млрд., за 6м2008 г. — \$10,7 млрд.

Общие сведения о предприятиях Группы «Евраз»

Дивизион	Мощность	Компании
Сталелитейные предприятия	19 млн. т проката	Россия - Нижнетагильский, Западно-Сибирский и Новокузнецкий металлургические комбинаты, Украина - Днепропетровский металлургический завод им. Петровского Италия - «Евраз Палини и Бертоли» Чешская республика - «Евраз Витковице Стил» США - «Евраз Орегон Стил Милз», «Клеймонт Стил» Канада - IPSCO
Горнодобывающее подразделение	15,1 млн. т угля	железная руда - «Евразруда», «Качканарский ГОК», «Высокогорский ГОК», ГОК «Сухая балка» уголь и кокс - «Южкузбассуголь», «Распадская», «Шахта 12», «Баглейкокс», «Днепродзержинский коксохимический завод», «Днепрококс»
Производство ванадия	82 тыс.т ванадия	США - «Стратиджик Минералз Корпорейшн» Чехия - «Ником» ЮАР - «Хайвелд Стил энд Ванадиум Корпорейшн»
Прочие		Торговля - Ferrotrade Limited (Гибралтар), «ТД ЕвразХолдинг» Логистика – «Находкинский морской торговый порт» Энергетика - Западно-Сибирская ТЭЦ, Евро-Азиатская энергетическая компания Управляющая компания – ООО «ЕвразХолдинг»

Рисунок 29. Структура выручки Группы «Евраз» по дивизионам за 6 мес. 2008 г.

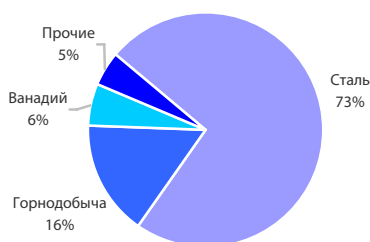
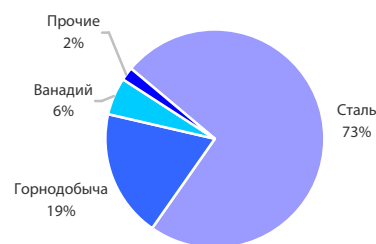


Рисунок 30. Структура прибыли Группы «Евраз» по дивизионам за 6 мес. 2008 г.



Источник: МСФО отчетность компании

Обеспеченность сырьем

На начало 2009 г. горнорудное производство обеспечивает потребности Группы в железной руде на 93% и в коксующемся угле на 100%. Продажи руды и угля для собственных потребностей группы составляют 63% выручки горнодобывающего дивизиона. 37% выручки горнодобывающего дивизиона формируется за счет продажи сырья внешним потребителям.

Сбыт продукции

Наличие производственных мощностей в ключевых регионах – потребителях металлопродукции (Россия, ЕС, США) позволяет использовать статус локального (местного) производителя для лоббирования сбыта продукции Группы Евраз.

Группа Евраз лидирует в области производства металлопроката для строительной и железнодорожной отраслей в России и СНГ. Сбыт продукции Группы Евраз в России обеспечивается контрактом с РЖД на поставку рельс и колес.

Производимая продукция на заводах Группы в США (рельсы, трубы) реализуется по долгосрочным контрактам с четко прописанной формулой цены, привязанной к стоимости лома. Это позволяет обеспечить гарантированную загрузку производства и получение маржи. Приобретение прокатных мощностей в США открывает дополнительные возможности по экспорту слэбов, производимых Группой в России.

Рисунок 31. Реализация продукции Группы «Евраз», производимой в России

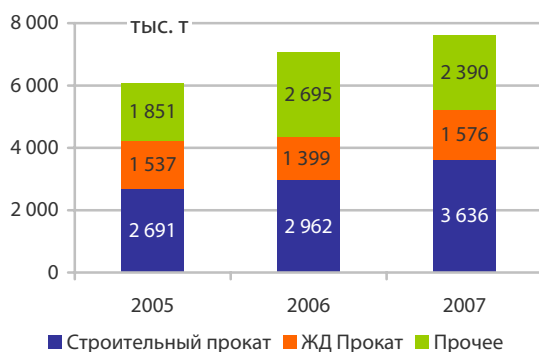
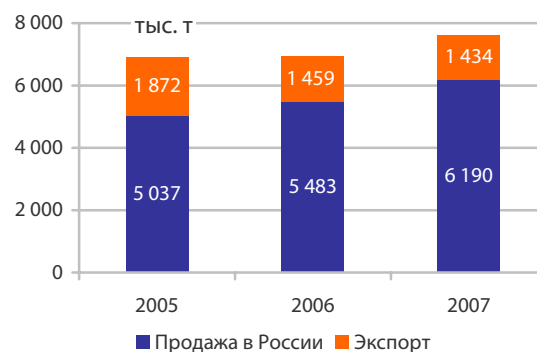


Рисунок 32. Структура продаж продукции Группы «Евраз», производимой в России.



Сильные стороны

- Эффективная бизнес-модель компании, предполагающая региональную диверсификацию и вертикальную интеграцию бизнеса.
- Производство и продажа металлопродукции в различных регионах мира (Россия, ЕС, США, Китай) позволяет диверсифицировать валютную выручку и нивелировать риски девальвации отдельных национальных валют. Основные потребители продукции (по итогам 2007 г.): Россия 47%, Америка 17%, Европа 15%, Азия - 15%, Другие страны 7%.
- Поддержка государством крупных инфраструктурных проектов по расширению сети железных дорог и нефтегазопроводов обеспечит спрос на продукцию группы «Евраз» (рельсы, колеса, трубные заготовки) в условиях мирового экономического кризиса.
- Обеспеченность собственным железорудным сырьем и углем обуславливает высокую рентабельность. Рентабельность по чистой прибыли за 6 мес. 2008 г. составляет 19%, рентабельность Ebitda – 36%.
- Евраз как важнейший российский экспортер и работодатель пользуется поддержкой государства. Для частичного рефинансирования краткосрочного долга Евраза в размере \$ 3,8 млрд. одобрен кредит ВЭБ на \$ 1,8 млрд. Оптимизация оборотного капитала и прибыль от текущей деятельности на фоне сокращения инвестиционных затрат позволят компании выполнить в 2009 г. обязательства по погашению остальной части краткосрочного долга.
- Высокие темпы роста. За 6 мес. 2008 г. выручка выросла на 78% к прошлому году и составила \$ 10,7 млрд. Чистая прибыль выросла на 81% и составила \$ 2 млрд.
- Группа в 2008 г. увеличила объем производства проката на 5,4% по сравнению с 2007 г. – до 16,08 млн. т. Производство чугуна увеличено на 4,7% до 13,26 млн. т. Производство стали выросло на 7,1% и достигло 17,67 млн. т кокса – на 33,1%, до 1,87 млн. т.
- Девальвация национальных валют Украины и России в 4 квартале 2008 г. повысила экспортный потенциал продукции группы «Евраз» и позволили увеличить загрузку заводов в январе на 20-30% к уровню декабря. Благодаря наличию долгосрочных контрактов заводы Группы в США загружены на 92%.
- Акции Группы «Евраз» свободны от залогов по кредитам самой Группы, что исключает риски смены акционеров.

Риски

- Снижение объемов производства в 4 кв. 2008 г. негативно отразится на финансовых результатах Группы. В 4 кв. по сравнению с 3 кв., Евраз снизил производство по основным видам продукции: чугуна – на 36,7% (до 2,29 млн. т), проката – на 35,1% (до 2,9 млн.т), стали – на 33,5% (до 3,25 млн. т), кокса – на 39,9% (до 0,26 млн. т).
- Сокращение спроса и снижение цен в силу ухудшения макроэкономической конъюнктуры в 2009 г. приведет к снижению выручки и уменьшению рентабельности в 2009 г. по сравнению с показателями 2008 г.

-
- Рост долговой нагрузки в результате M&A активности. Финансовый долг за 6 мес. 2008 г. вырос с \$ 6,7 млрд. до \$10,1 млрд.
 - Слабая обеспеченность собственными средствами. Собственный капитал составляет 31% от валюты баланса.

Финансовые показатели Группы «Евраз», \$ млн

	2005	2006	2007	6м2008	Рост, % 08/07 г.
Основные показатели баланса					
Активы	6 754	8 510	18 634	24 234	30%
Денежные средства и эквиваленты	665	842	327	919	181%
Дебиторская задолженность	375	556	1 117	2 027	81%
Запасы	964	864	1 575	2 536	61%
Прочие оборотные активы	640	667	1 706	1 460	-14%
Основные средства	3062	3 655	9 967	10 495	5%
Прочие внеоборотные активы	1 048	1 926	3 942	6 797	72%
Пассивы	6 754	8 510	18 634	24 234	30%
Краткосрочные кредиты	835	741	2 103	3 831	82%
Долгосрочные кредиты	1545	1 897	4 703	6 388	36%
Кредиторская задолженность	404	462	1 241	1 347	9%
Прочие обязательства	1 083	1 175	4 234	5 061	20%
Чистый долг	1 715	1 796	6 479	9 300	44%
Капитал	2887	4 235	6 353	7 607	20%
Основные показатели прибылей и убытков					к 6м'2007 г.
Выручка	6 508	8 292	12 808	10 726	78%
Ebitda	1 915	2 619	4 308	3 830	82%
Чистая прибыль	1 053	1 450	2 217	2 091	81%
Основные финансовые коэффициенты					
Маржа Ebitda	29%	32%	34%	36%	
Маржа чистой прибыли	16%	17%	17%	19%	
Чистый долг/ Ebitda	0.9	0.7	1.5	1.2	
Чистый долг/Капитал	0.59	0.42	1.02	1.22	
Чистый долг/Выручка	0.26	0.22	0.51	0.43	

Источник: отчетность компании по МСФО

Структура финансового долга Группы «Евраз» на 30.06.2008 г.

	US\$ млн.	Погашение	Ставка
Банковские кредиты	7 120		
Еврооблигации	1300	2013 г.	8.875%
Еврооблигации	750	2015 г.	8.25%
Еврооблигации	700	2018 г.	9.50%
Еврооблигации	300	2009 г.	10.875%
Всего:	10 170		

Распадская

Группа Распадская – занимает 1 место по объему производства коксующегося угля в России. Объем добычи коксующегося угля по итогам 2007 г. составил 13,6 млн. т, за 9 мес. 2008 г. – 8 млн. т. Входит в Группу «Евраз». Выручка за 2007 г. — \$ 778 млн., за 6м2008 г. — \$607 млн.

Общие сведения о предприятиях Группы «Распадская»

Вид деятельности	Мощность	Компании
Добыча	14 млн. т	ОАО «Распадская», ОАО «МУК-96», ЗАО «Разрез Распадской», ЗАО «Распадская коксовая»
Обогащение	14 млн. т	ЗАО «Распадская обогатительная фабрика»
Услуги		ж/д транспорт – ОАО «Томусинское погрузочно-транспортное управление», Строительство шахт – ОАО ОШПУ, проходка горных выработок – ООО «Распадская Джой», ремонт ж/д путей - ООО «Путеец», изготовление анкерной крепи металлической решетки - ООО «Монтажник Распадский», продажи и маркетинг – ООО «Распадский уголь», управляющая компания – ЗАО «Распадская угольная компания»

Обеспеченность сырьем

Производственный комплекс по добыче и обогащению угля, расположен в Кемеровской области РФ. Согласно оценкам IMC Consulting, по состоянию на 31 июня 2006 г. общие ресурсы ОАО «Распадская» в соответствии с классификацией JORC составили 1,461 млн. т, а общие запасы - 782 млн. т. Согласно показателям 2007 г. извлекаемые запасы ОАО «Распадская» в состоянии обеспечить ее деятельность на 55 лет.

ОАО «Распадская» располагает благоприятными горно-геологическими условиями. Резервы компании преимущественно включают в себя мощные сплошные пласты толщиной 1,5-5 м при пологом залегании менее 10°.

Сбыт продукции

ОАО «Распадская» контролирует 19% общей добычи коксующегося угля в России. «Распадская» поставляет свою продукцию на крупнейшие российские металлургические предприятия – ММК, НЛМК и предприятия ЕвразГруп. ОАО «Распадская» также осуществляет экспорт производимой продукции в Украину и страны Восточной Европы (Румынию, Венгрию, Болгарию). Компания планирует выход на рынки Азиатско-Тихоокеанского региона, включая Японию, Южную Корею и Индию.

Рисунок 33. Структура выручки ОАО «Распадская» по регионам за 6 мес. 2008 г.

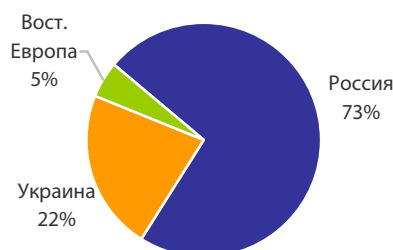


Рисунок 34. Крупнейшие производители коксующегося угля в России

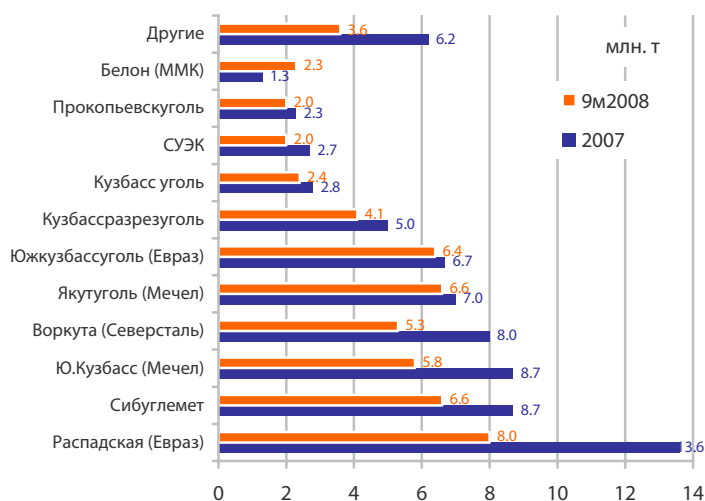
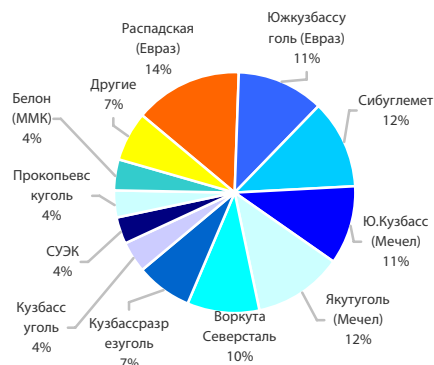


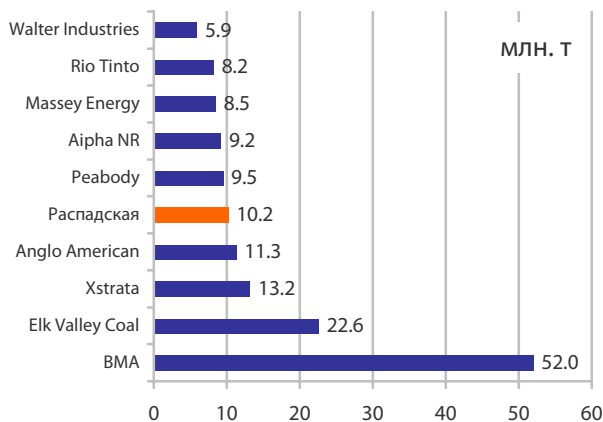
Рисунок 35. Структура добычи коксующегося угля в России по производителям за 9м`2008 г.



Источник: ЦДУ ТЭК, данные компаний

Примечание: Кузбасс уголь в 2007 г. входил в Группу Северсталь, а в 2008 г. продан Группе ArcelorMittal

Рисунок 36. Крупнейшие производители угольного концентрата в мире в 2007 г.



Источник: данные компаний

Примечание: Продукция Распадской пересчитана в тоннах угольного концентрата с выходом 75.6%

Сильные стороны

- 1 место по производству коксующегося угля в России и 5 место в мире. Высокая обеспеченность запасами угля высококачественных марок, не менее 55 лет при текущем объеме выработки.
- Высокая производственная эффективность обеспечивают низкую себестоимость производства.
- Высокая рентабельность: 71% маржа Ebitda, 43% маржа по чистой прибыли - за 6 мес. 2008 г. (предварительная отчетность по МСФО).
- Низкие риски рефинансирования. Размер денежных средств на балансе (\$111 млн.) превышает размер краткосрочного долга (\$26 млн.). Отношение Чистый Долг/Ebitda равно 0,2х. Размер совокупного чистого долга (\$216 млн.) меньше объема чистой прибыли за 6 мес. 2008 г. (\$262 млн.). Основной объем финансового долга (91%) является долгосрочным (еврооблигации по ставке 7.5% годовых с погашением в 2012 г.)
- Высокая обеспеченность собственными средствами. Собственный капитал равен \$ 1 262 млн. и составляет 65% пассивов.

Риски

- Сокращение спроса и снижение цен в силу ухудшения макроэкономической конъюнктуры.
- Возможны претензии ФАС с требованием снижения отпускных цен.

Финансовые показатели ОАО «Распадская», \$ млн

	2005	2006	2007	6м2008	Рост, % 08/07 г.
Основные показатели баланса					
Активы	421	1 502	1 726	1 938	12%
Денежные средства и эквиваленты	27	49	82	111	35%
Дебиторская задолженность	24	31	42	43	2%
Запасы	19	27	51	51	0%
Прочие оборотные активы	59	32	62	92	48%
Основные средства	289	1 354	1 479	1 633	10%
Прочие внеоборотные активы	3	9	10	8	-20%
Пассивы	421	1 502	1 726	1 938	12%
Краткосрочные кредиты	46	323	39	26	-33%
Долгосрочные кредиты	17	29	308	301	-2%
Кредиторская задолженность	12	21	37	47	27%
Прочие обязательства	352	271	272	302	11%
Чистый долг	36	303	265	216	-18%
Капитал	-6	858	1 070	1 262	18%
Основные показатели прибылей и убытков					к 6м'2007 г.
Выручка	549	472	778	607	79%
Ebitda	219	220	491	434	117%
Чистая прибыль	133	100	240	262	185%
Основные финансовые коэффициенты					
Маржа Ebitda	40%	47%	63%	71%	
Маржа чистой прибыли	24%	21%	31%	43%	
Чистый долг/ Ebitda	0,2	1,4	0,5	0,2	
Чистый долг/Капитал	-6,00	0,35	0,25	0,17	
Чистый долг/Выручка	0,07	0,64	0,34	0,18	

Источник: отчетность компании по МСФО

Кузбассразрезуголь

«Кузбассразрезуголь» (КРУ) – крупнейшая в России компания по добыче угля открытым способом. Объем добычи угля в 2008 г. – 50 млн. т. (в т.ч. 4,6 млн. т. на коксование). Входит в состав УГМК (Уральской горно металлургической компании).

Выручка за 2007 г. — \$ 1 244 млн.

Общие сведения о Кузбассразрезуголь

«Кузбассразрезуголь» управляет 11 филиалами (угольными разрезами): Кедровский, Моховский, Сартакинский, Караканский, Бачатский, Краснобродский, Вахрушевский, Талдинский, Ерунаковский, Калтанский, Осинниковский. Ежегодно компания увеличивает объем добычи и продаж угольной продукции.

Обеспеченность сырьем

Запасы каменного угля на балансе компании составляют 2 млрд. 300 млн. т. Коэффициент обеспеченности запасами составляет 50 лет.

Сбыт продукции

Продукция «Кузбассразрезугля» поставляется как энергетическое топливо для коммунально-бытовых нужд, электростанций, как энерго-технологическое сырье для металлургии, для производства полукокса участия в шихте для коксования.

Экспортные поставки (22 млн.т. угля за 2008 г.) составляют 46% от совокупного объема продаж КРУ. Экспорт продукции «Кузбассразрезугля» составляет 25% от совокупного экспорта угля из России. На внешнем рынке продукция КРУ используется как энергетическое сырье, а также в спецтехнологиях, в металлургической промышленности и технологии PCI.

Рисунок 37. Динамика добычи угля КРУ

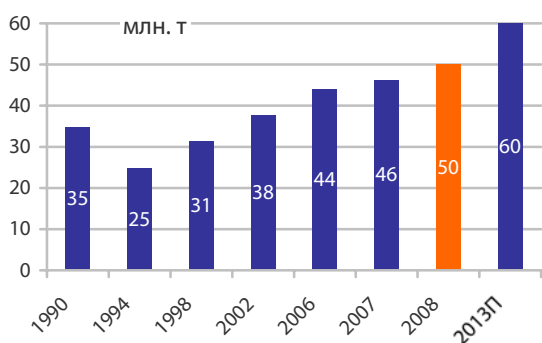
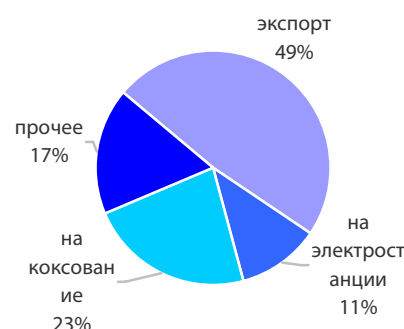


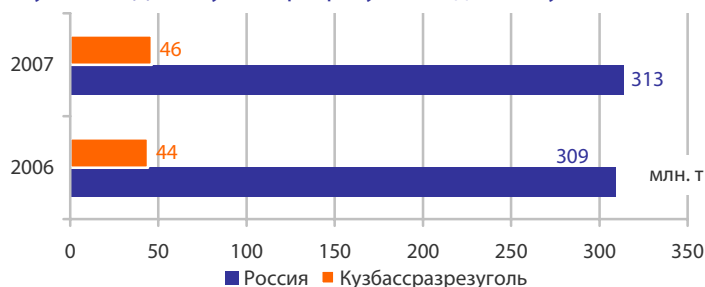
Рисунок 38. Структура продаж Кузбассразрезуголь 2008П г.



Источник: данные компании

Доля Кузбассразрезуголь в объеме общероссийской добычи составила за 2007 год 15%.

Рисунок 39. Доля Кузбассразрезуголь в добыче угля по России



Сильные стороны

- Позитивная динамика ежегодного увеличения объемов производства на протяжении 1994 – 2008 гг. Прирост производства продукции в натуральном выражении в 2008 г. составил 8% к уровню 2007 г.

- Кузбассразрезуголь получает валютную выручку от экспорта угля в объеме до 19 миллионов тонн в год (25% всего российского экспорта угля).
- Среднесписочная численность промышленно-производственного персонала в ОАО «УК «Кузбассразрезуголь» в ноябре 2008 г. составила 21 тыс. человек. С учетом выручки за 2006 г. в размере 31 млрд. руб., компания входит в список 300 предприятий, выделенных для приоритетной государственной поддержки.
- Крупнейшим кредитором УГМК является ВТБ, увеличивший в 2008 г. кредитный лимит на группу до 60 млрд. руб.

Риски

- Сокращение спроса и снижение цен в силу ухудшения макроэкономической конъюнктуры. «Кузбассразрезуголь» планирует на треть сократить добычу в 2009 г.
- Возможны претензии гос. органов о необоснованном занижении налоговой базы. Прибыль компании аккумулируется за рубежом, у экспортного трейдера компании Krutrade.
- В отчетности КРУ отражается крайне низкая для отрасли прибыль. Рентабельность по чистой прибыли за 2007 г. составила всего 5%.
- Высокая доля заемных средств в источниках финансирования. Отношение Долг/EBITDA превышает 5,0х. Общий размер финансового долга (21 млрд. руб.) превышает размер собственного капитала (10 млрд. руб.) в 2 раза.
- Высокие транспортные затраты при продаже угля на экспорт.
- МСФО отчетность не публикуется.

Финансовые показатели ОАО «Угольная компания «Кузбассразрезуголь», \$ млн.

	2005	2006	2007	Рост, % 07/06 г.
Основные показатели баланса				
Активы	638	1 126	1 481	32%
Денежные средства и эквиваленты	61	113	64	-44%
Дебиторская задолженность	157	375	279	-26%
Запасы	55	71	83	16%
Прочие оборотные активы	36	46	38	-18%
Основные средства	192	349	611	75%
Прочие внеоборотные активы	137	171	406	137%
Пассивы	638	1 126	1 481	32%
Краткосрочные кредиты	17	320	186	-42%
Долгосрочные кредиты	278	319	639	100%
Кредиторская задолженность	115	170	250	46%
Прочие обязательства	5	13	17	29%
Чистый долг	234	526	761	45%
Капитал	224	303	389	29%
Основные показатели прибылей и убытков				
Выручка	787	1 006	1 244	24%
Ebitda	85	165	219	33%
Чистая прибыль	10	57	62	9%
Основные финансовые коэффициенты				
Маржа Ebitda	11%	16%	18%	
Маржа чистой прибыли	1%	6%	5%	
Чистый долг/ Ebitda	2.8	3.2	3.5	
Чистый долг/Капитал	1.05	1.74	1.96	
Чистый долг/Выручка	0.30	0.52	0.61	

Источник: консолидированная отчетность компании по РСБУ
Примечание: Пересчет произведен курсу доллара США к рублю за соответствующий год, по данным ЦБ РФ

ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва,
ул. Смирновская, 10, стр. 22

Круглосуточная**информационно-справочная служба банка:**

8 800 555-20-20 (звонок из регионов РФ бесплатный)
+7 (495) 787-33-34

Инвестиционный департамент

т.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00
ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37
E-mail: ib@psbank.ru

Руководство

Зибарев Денис Александрович Zibarev@psbank.ru	Руководитель департамента	70-47-77
Тулинов Денис Валентинович Tulinov@psbank.ru	Руководитель департамента	70-47-38
Миленин Сергей Владимирович milenin@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	70-47-94
Субботина Мария Александровна Subbotina@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	70-47-33

Аналитическое управление

Бобовников Андрей Игоревич Bobovnikov@psbank.ru	Начальник отдела	70-47-31
Монастыршин Дмитрий Владимирович Monastyrshin@psbank.ru	Заместитель начальника отдела	70-20-10
Шагов Олег Борисович Shagov@psbank.ru	Заместитель начальника отдела	70-47-34
Крусткалн Ян Эдуардович Krustkaln@psbank.ru	Главный аналитик	70-47-32
Грицкевич Дмитрий Александрович Gritskevich@psbank.ru	Главный аналитик	70-20-14
Жариков Евгений Юрьевич Zharikov@psbank.ru	Ведущий аналитик	70-47-35
Захаров Антон Александрович Zakharov@psbank.ru	Аналитик	70-47-75

Управление торговли и продаж

Панфилов Александр Сергеевич Panfilov@psbank.ru	Синдикация и продажи	icq 150-506-020	Прямой: +7(495)705-90-97 +7(495)777-10-20 доб. 70-20-13 +7(905) 507-35-95
Галямина Ирина Александровна Galiamina@psbank.ru	Синдикация и продажи	icq 314-055-108	+7(495) 777-10-20 доб. 70-47-85
Павленко Анатолий Юрьевич APavlenko@psbank.ru	Треjder	icq 329-060-072	Прямой: +7(495)705-90-69 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-23
Рыбакова Юлия Викторовна Rybakova@psbank.ru	Треjder	icq 119-770-099	Прямой: +7(495)705-90-68 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-41
Пинаев Руслан Валерьевич pinaev@psbank.ru	Треjder		Прямой: +7(495)705-97-57 или +7(495)777-10-20 доб. 70-20-23

Управление по работе с неэмиссионными долговыми обязательствами

Бараночников Александр Сергеевич baranoch@psbank.ru	Синдикация и продажи	Прямой: +7(495)228-39-21 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-96
---	----------------------	--

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть её содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: www.psbank.ru
Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20(доб. 704733), e-mail: ib@psbank.ru