



РМК-1

РМК-1

Ожидаемая дата аукциона

Четверг, 10 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 3 млрд руб, полугодовые купоны, срок погашения – 3 года.

Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Цели облигационного займа

Привлеченные средства (около 115 млн долл.) будут направлены на финансирование инвестиционной программы компании и рефинансирование долга (в пропорции 60% к 40%).

Профиль компании

Русская медная компания (РМК) – третий по величине производитель меди в России, контролирующей 18% российского и 1% мирового рынка.

РМК – вертикально интегрированная группа, в состав которой входит 12 горно-металлургических компаний, обеспечивающих полный цикл производства – от добычи и переработки черновой меди в катодную до производства медных сплавов, катанки, медного проката, а также драгоценных металлов, содержащихся в медной руде.

РМК владеет лицензиями на добычу медной и медно-цинковой руды на 14 рудниках с совокупным объемом запасов 280 млн тонн. С учетом предполагаемого увеличения добывающих и перерабатывающих мощностей в результате осуществления инвестиционной программы запасов меди хватит на 25 лет непрерывной работы предприятий компании.

Добыча и производство меди обеспечивает 80% выручки компании, остальная ее часть приходится на долю производства цинка и побочной продукции.

На долю экспорта приходится 60% выручки компании. Основные экспортные рынки – Европа и Юго-Восточная Азия.

Инвестиционная программа имеет основной целью наращивание добывающих и перерабатывающих мощностей. Помимо прочего? она призвана решить одну из первоочередных стратегических задач компании: увеличение доли собственной меди в поставках до 33% в 2007 г. и 45% к 2010 г. Общий объем капиталовложений в период с 2007 по 2010 гг. составит 550 млн долл., из них 210 млн долл. – в 2007 г.

Кредитная история РМК включает синдицированные кредиты иностранных банков, находящиеся в обращении CLN, а также рублевые кредиты. Среди кредиторов компании – ведущие иностранные и российские банки, в том числе Fortis Bank, Natexis Banques Populaires, HVB, BCEN-Eurobank, Международный московский банк, Райффайзенбанк Австрия, Сбербанк, Газпромбанк, ВТБ, Альфа-Банк, МДМ и Банк Москвы.

Обзор отрасли

На долю России приходится 12,7% от совокупных мировых запасов меди и 5% ее добычи. На российском рынке действует три основных игрока: Норильский никель, УГМК и РМК, добывающие соответственно 2,5%, 2% и 1% от мирового объема добычи.

Ежегодный рост внутреннего потребления меди в период с 2000 по 2006 гг. составил лишь 3,1%. Как следствие, львиная доля произведенной рафинированной меди отправляется на экспорт.

Структура собственности

РМК контролирует единственный акционер компании – Игорь Алтушкин.

РМК-1 '10	
Сектор	Металлургия
Размещение	10 апреля 2007
Эмитент	РМК
Объем	3 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Организатор	Альфа-Банк
Ориентир орг-ра	УТМ 9.20-9.40%
Справ. д-ть	УТМ 9.10-9.30%



Благоприятные факторы

- Сильные рыночные позиции на российском рынке меди.
- Вертикальная интеграция.
- Умеренная долговая нагрузка.
- Высокие стандарты финансовой отчетности. Эмитент представляет финансовую отчетность по МСФО, аудированную фирмой Ernst & Young.
- Положительная кредитная история, сильной стороной которой является наличие в списке кредиторов компании ряда крупнейших международных банков.

Риски

- Ожидающееся в краткосрочной перспективе постепенное снижение цен на медь.
- Зависимость от внешних поставок медной руды, и, следовательно, недостаточная степень вертикальной интеграции.

Финансовая отчетность

РМК готовит финансовую отчетность по МСФО начиная с 2004 г. Последний год, за который имеется аудированная (Ernst & Young) отчетность группы – 2005.

Отчет о прибылях и убытках

Рост выручки, достигнутый в 2006 г., был обусловлен существенным повышением цен на медь. В 2005 г. выручка компании достигла 571 млн долл., увеличившись на 35% по сравнению с 2004 г., когда она составила 422 млн долл. По итогам 2006 г. руководство компании рассчитывает увеличить оборот сразу на 81% против 2005 г. и довести его до 1 млрд долл.

Оценочный показатель EBITDA по итогам 2006 г. составил 309 млн долл., почти втрое превысив уровень предыдущего года. Рентабельность по EBITDA также выросла с 19% в 2005 г. до 30% в 2006 за счет благоприятной ценовой конъюнктуры, наблюдавшейся на протяжении года.

Активы

За 2005 г. совокупные активы увеличились на 27% и составили 833 млн. долл, тогда как в 2004 г. их объем был равен 656 млн долл.

Долг

Долг на конец года составил 653 млн. долл., на 32% превысив показатель 2005 г., равный 496 млн долл..

Долг/EBITDA – 4.4х по итогам 2005 г. Согласно оценке, показатель 2006 г. уменьшился до 2.1х.

Сравнительный анализ компаний-аналогов

Нижняя граница доходности облигаций РМК, задана, как нам представляется, размещенными недавно облигациями Уралэлектромеди, основного производственного актива группы УГМК, и ведущей компании металлургической отрасли – Мечела. Ориентиром для верхней границы могут служить долговые инструменты небольших независимых компаний отрасли – Амурметалла и Белона, каждая из которых разместила второй выпуск облигаций.

РМК в сравнении Уралэлектромедью. Хотя Уралэлектромедь несколько уступает РМК по показателям выручки за 2005 и 2006 финансовые годы, компания имеет более низкий уровень долговой нагрузки и опирается на поддержку со стороны сильного акционера, группы УГМК. К числу преимуществ РМК перед Уралэлектромедью относится высокое качество финансовой отчетности по МСФО, однако повышающаяся прозрачность группы УГМК, по-видимому, перевесит влияние этого фактора. В целом, мы оцениваем основанную на фундаментальных показателях премию РМК к

Ключевые финансовые показатели РМК, млн долл.

МСФО	2004	2005	2006П
Выручка	422	571	1 034
EBITDA	78	108	309
Активы	656	833	1 123
Собств. капитал	125	186	328
Долг	352	496	653
Норма EBITDA	18,5%	18,9%	29,9%
Текущ. ликвидность	0,46	0,52	-
Краткоср. долг	81%	72%	-
Долг/Собств. капитал	282%	267%	199%
Долг/Активы	54%	60%	58%
Долг/EBITDA	4,5	4,4	2,1
EBITDA/Проценты	2,6	2,6	-

Источник: Компания, оценки Уралсиба

РМК в сравнении с другими компаниями отрасли, 2005г.

млн долл.	Уралэлектромедь (РСБУ)	РМК (МСФО)	Мечел (МСФО)
Выручка	400	571	3 805
EBIT	84	77	567
EBITDA	-	108	726
Активы	290	833	3 600
Собств. капитал	139	186	2 338
Долг	123	496	435
Норма EBIT	20,9%	13,5%	14,9%
Норма EBITDA	-	18,9%	19,1%
Текущ. ликвидность	1,68	0,52	1,40
Краткоср. долг	51%	72%	90%
Долг/Собств. капитал	88%	267%	19%
Долг/Активы	42%	60%	12%
Долг/EBIT	1,5	6,5	0,8
Долг/EBITDA	-	4,4	0,6
EBIT/Проценты	7,2	1,7	13,9

Источник: Компании, оценки Уралсиба



Уралэлектромеди в 50-70бп.

РМК в сравнении с Мечелом. Кредитное качество Мечела, безусловно выше, чем у РМК, и находящийся в обращении выпуск Мечел-2'13 служит ориентиром доходности для облигаций горно-металлургических компаний высокого кредитного качества. Мечел – публичная компания, достигшая высоких стандартов корпоративного управления, регулярно и своевременно представляющая аудированную финансовую отчетность по МСФО и промежуточные результаты, отличающаяся более низкой долгой нагрузкой и высоким уровнем ликвидности. Мы оцениваем премию РМК к Мечелу в 120-150бп.

РМК в сравнении с Амурметаллом и Белон. Амурметалл и Белон – небольшие независимые компании, одна сталелитейная, другая – угледобывающая. Обе отличает высокая долгой нагрузка и значительные потребности в капиталовложениях на ближайшие несколько лет. Мы оцениваем выручку каждой из компаний по итогам 2006 г. на уровне несколько ниже 500 млн долл. Кредитное качество Амурметалла несколько выше за счет более низкой долгой нагрузки. По нашему мнению, эти выпуски определяют верхнюю границу доходности размещения РМК при плохой конъюнктуре рынка в день размещения. Однако при благоприятной ситуации выпуск РМК должен торговаться с доходностью на 10-20бп ниже уровня Амурметалла и Белона.

Доходность РМК-1

Нижняя граница: Мечел-2'13 торгуется с доходностью 8,01% к погашению через три года. Уралэлектромедь-1'12 был размещен с доходностью 8,42% к оферте через три года. Применяя спред 50-70бп к Уралэлектромедь-1'12 и 120-150бп к Мечелу-2'13, определяем нижнюю границу доходности РМК RSC-1'10 приблизительно в 9,10%-9,20%.

Верхняя граница: Амурметалл-2'10 был размещен с доходностью 9,36% к погашению через три года, Белон-2'12 – с доходностью 9,46% к трехлетней оферте. При применении соответствующих дисконтов получаем верхнюю границу доходности на уровне 9,20%-9,3%.

Итак, справедливый уровень доходности РМС-1'12 равен 9,10%-9,3%.

Организаторы займа определяют ориентир доходности РМК-1'10 на уровне 9,2%-9,4% к оферте. Согласно нашему анализу, ее справедливый уровень находится в диапазоне 9,0%-9,2%. Мы рекомендуем инвесторам приобретать бумагу на аукционе с ориентиром по доходности 9,2% и выше.

Kumu Панцхава, PantskhavaKS@uralsib.ru

Магнезит-2

Ожидаемая дата проведения аукциона

Вторник, 12 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 2,5 млрд руб., полугодовой купон, срок погашения – четыре года. Условиями выпуска предусмотрена оферта через два года.

Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Цели облигационного займа

Привлеченные средства (около 96 млн долл.) предполагается направить на рефинансирование долга (60%) и капиталовложения (40%).

Профиль компании

Группа «Магнезит» – крупнейший российский производитель огнеупорных материалов с долей рынка 38,6% в России и 36,1% в СНГ.

Уникальные рыночные позиции эмитента определяются наличием у компании лицензии на разработку магнезитовых месторождений с совокупным объемом запасов, обеспечивающий добычу промышленным способом в течение 60 лет. Компания – единственный в России вертикально интегрированный производитель огнеупорных материалов.

Источник спроса на огнеупоры – компании, применяющие высокотемпературные технологии. Естественно, что львиная доля выручки Магнезита – 78%, поступает от металлургических предприятий.

Производственные активы группы базируются в России (3 предприятия), Германии (1 предприятие) и Китае (2 предприятия). Географическая диверсификация обеспечивает высокую долю экспорта в выручке компании – 29% по итогам 2006 г.

На период 2007-2010 гг. группа запланировала капиталовложения в размере 265 млн. долл.

Магнезит-2 '11	
Сектор	Производство
Размещение	12 апреля 2007
Эмитент	Магнезит
Объем	2.5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	4 года
Оферта	2 года
Организатор	Росбанк
Ориентир орг-ра	УТР 9.40-9.50%
Справ. д-ть	УТР 9,20-9,30%



Структура собственности

Основные акционеры Магнезита – Сергей Коростелев и Владимир Дунаев, каждому из которых принадлежит 37,15% акций компании.

Благоприятные факторы

- Магнезит является единственной вертикально интегрированной компанией в отрасли.
- Низкий уровень долговой нагрузки.
- **Риски**
- Снижение спроса со стороны сталеплавильных предприятий может повлечь за собой замедление роста выручки.
- Компания не представляет аудированную консолидированную отчетность по МСФО.

Финансовая отчетность

Магнезит готовит финансовую отчетность по РСБУ, а также консолидированную управленческую отчетность, которой мы воспользовались при оценке.

Отчет о прибылях и убытках

По итогам 9М2006 получена выручка в размере 343 млн долл., что составляет 84% от показателя за 2005 год в целом. Таким образом, можно предположить, что по итогам 2006 г. компания добьется роста этого показателя.

EBITDA росла теми же темпами, что выручка, в результате чего рентабельность по EBITDA осталась на прежнем уровне – 23,4% по итогам 9М2006 против 23,3% за 2005 г. в целом.

Ключевые финансовые показатели Магнезита, млн долл.

управл. отчетность	2004	2005	9М2006
Выручка	320	407	343
EBITDA	68	95	80
Активы	360	454	515
Собств. Капитал	260	274	305
Долг	52	133	155
Норма EBITDA	21,2%	23,3%	23,4%
Краткоср. долг	81%	41%	34%
Долг/Собств. капитал	20%	49%	51%
Долг/Активы	14%	29%	30%
Долг/EBITDA	0,8	1,4	1,5
EBITDA/Проценты	23,2	19,1	12,4

Источник: Компания

Активы

Совокупный объем активов за 9М2006 – 515 млн долл., что на 15% превышает показатель того же периода 2005 г. – 454 млн долл.

Долг

Долг компании по окончании 9М2006 г. составил 155 млн долл., превысив уровень 2005 г. в целом (133 млн долл.) на 16,5%.

Вполне умеренный показатель Долг/EBITDA – 1,5х по итогам 9М2006, почти не изменился по сравнению с 1,4х в 2005 г.

Доходность Магнезита-2

При оценке доходности Магнезита-1 мы исходили из исторического спреда Магнезита-1'08, котирующегося с доходностью 8,57% к трехлетней оферте. Магнезит-1 был размещен в декабре 2005 г., и его средний спред к кривой доходности ОФЗ на вторичном рынке составил в первые полгода обращения 300бп.

Применяя исторический спред Магнезита-1 к выпуску Магнезит-2, получаем оценку доходности к оферте на уровне 9,0%.

Мы выполнили также оценку, основанную на предположении, что выручка Магнезита определяется потребностью металлургического сектора в огнеупорах. Исходя из этого, доходность обязательств компании должна превышать доходность долговых инструментов металлургического сектора. Облигации металлургических предприятий второго эшелона торгуются со спредом 320-330бп к кривой доходности ОФЗ. Увеличив этот спред на 20-30бп, получаем справедливый спред к кривой ОФЗ на уровне 340-360бп. Справедливая доходность, оцененная при помощи данной методики, находится в диапазоне 9,40%-9,60%.

Сочетание обоих подходов дает ориентир справедливой доходности Магнезита-2 на уровне 9,2%-9,3%

Ориентир доходности по версии организаторов размещения Магнезита-2'11 – 9,40%-9,50% к оферте. Наша оценка справедливой доходности по результатам анализа – 9,2%-9,3%. Мы рекомендуем подавать заявки на уровне 9,3% и выше.

Kumu Панцхава, PantskhavaKS@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru
Павел Попиков, аналитик, PopikovPN@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля/Транспорт

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Металлургия / Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2006