



Металлсервис-1

Металлсервис-1

Дата размещения

Среда, 30 мая 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 1,5 млрд руб., полугодовые купоны, погашение через 5 лет. Структурой выпуска предусмотрена годовая оферта.

Металлсервис-1 '12

Сектор	металлургия
Размещение	30 мая 2007 г.
Эмитент	ОАО "Металлсервис-Финанс"
Объем	1,5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	5 лет
Оферта	1 год по цене 100%
Организатор	Транскредитбанк
Ориентир орг-ра	УТР 10,8-11%
Справ. д-ть	УТР 10,5-10,7%

Цель облигационного займа

- 600 млн руб. (около 23 млн долл.), или 40% привлеченных средств, предполагается направить на рефинансирование текущего долга;
- 400 млн руб. (примерно 15,4 млн долл.), или 27% вырученных средств – на пополнение оборотного капитала;
- 500 млн руб. (около 19,3 млн долл.), то есть 33% поступлений – на развитие региональной сети компании.

Чистое увеличение долга в результате размещения облигаций составит 900 млн руб. (около 35 млн долл.).

Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Профиль компании

Металлсервис – одна из крупнейших в России компаний по оптовой торговле металлопродукцией. Компания закупает металлопродукцию у крупнейших российских металлургических предприятий, включая ММК и Евраз, а также украинской Интерпайп и ряда менее крупных сталелитейных компаний, обрабатывает ее с учетом потребностей заказчиков и продает многочисленным потребителям. Клиентская база Металлсервиса насчитывает 50 тыс. заказчиков.

Металлсервис осуществляет деятельность на всей территории России, а также имеет отделения в Белоруссии, на Украине, в Таджикистане, Армении и Болгарии. Основные для компании рынки – Москва и Московская область, на долю которых приходится более 70% выручки группы.

Компания планирует расширить свое присутствие на региональных рынках, в том числе в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, Ростове-на-Дону, Таганроге и Новосибирске.

В 2006 г. Металлсервис вместе с дочерними предприятиями продал 931 тыс. тонн металлопродукции на сумму 19,5 млрд руб. (около 753 млн долл.). По итогам прошлого года вклад металлопроката в физический объем продаж составил около 60%, а трубной продукции – около 22%. В текущем году компания планирует увеличить продажи в натуральном выражении до 1 150 тыс. тонн, в результате чего ее выручка возрастет до 28 млрд руб. (1,08 млрд долл.).

Основные фонды, включая металлообрабатывающие и складские мощности, находятся в собственности компании, их рыночная стоимость, согласно оценке «BDO Unicon», составляет 4,4 млрд руб. (около 170 млн долл.).

Структура собственности

Менеджмент Металлсервиса контролирует компанию через ряд офшорных и российских фирм.

Рыночные позиции

По оценке СПК, являющейся конкурентом Металлсервиса, компания занимает на рынке второе место с долей 5,3%, за нею следуют Комтех (4,9%) и Инпром (4,1%). СПК считает себя лидером вторичного рынка металлоторговли, оценивая свою долю в 5,9%.



Сильные стороны

- Прочные позиции на вторичном рынке металлоторговли.
- Высокая рыночная стоимость активов, подтвержденная независимой оценкой. Отношение стоимости активов к долгу составляет 5,9х.

Риски

- Отсутствие как консолидированной аудированной, так и консолидированной управленческой отчетности. Металлсервис, может привлекать новые заимствования, отражая их на балансах компаний, не включенных в структуру выпуска. Таким образом, группа может увеличивать долговую нагрузку, не раскрывая этого инвесторам. Возможно, уже сейчас на балансах этих компаний числится задолженность или другие обязательства.
- Крупные металлургические компании могут со временем укрепить свои позиции на вторичном рынке за счет предоставления предпочтительных условий своим собственным торговым подразделениям в ущерб независимым торговым фирмам, таким как Металлсервис.
- Сложная структура собственности.

Финансовая отчетность

Металлсервис готовит отчетность по РСБУ. Поскольку компания не представила консолидированную управленческую отчетность, для целей финансового анализа мы были вынуждены воспользоваться финансовой отчетностью ОАО «Металлсервис». По данным менеджмента, ОАО «Металлсервис» формирует более 70% выручки группы и консолидирует весь объем долга и большинство основных фондов группы.

Активы

Активы – 185 млн долл. на конец 2006 г., рост на 50% по сравнению с 2005 г. Самый большой удельный вес в структуре активов принадлежит оборотным активам, поскольку согласно РСБУ основные фонды, отражаются на балансе по первоначальной стоимости, а она в настоящий момент значительно ниже текущей стоимости основных фондов, находящихся в собственности компании. Согласно независимой оценке «BDO Unicon», текущая рыночная стоимость основных фондов компании составляет 4.2 млрд руб. (около 753 млн долл.), тогда как балансовая стоимость по состоянию на 2006 г. равна 11,5 млн долл.

Структура активов:

- основные средства – 6%;
- товарно-материальные запасы – 55,6%;
- дебиторская задолженность – 31%.

Ключевые финансовые показатели Металлсервиса, млн долл.

РСБУ	2005	2006
Выручка	335	538
EBIT	11	27
Активы	124	186
Собств. капитал	17	29
Долг	46	128
Норма EBIT	3,4%	5,1%
Текущ. ликвидность	1,1	1,1
Краткоср. долг	100%	100%
Долг/Собств. капитал	277%	439%
Долг/Активы	37%	69%
Долг/EBIT	4,05	4,72
EBIT/Проценты	1,71	2,59

Источник: Данные компании

Существенная трудность, с которой Металлсервис, так же, как и другие металлоторговцы, сталкивается при осуществлении деятельности, заключается в том, что в большинстве случаев компания вынуждена приобретать у поставщиков металл на условиях предоплаты, накапливая в то же время значительную дебиторскую задолженность – она равна у компании почти трети совокупных активов.

P&L

По итогам 2006 г. выручка компании составила 538 млн долл., превысив результат 2005 г. на 60,5%. В данном случае EBITDA и норма EBITDA едва ли могут служить адекватными показателями рентабельности, поскольку амортизационные отчисления не отражают стоимость основных средств. По этой причине мы пользуемся для анализа показателем EBIT.

EBIT по итогам 2006 г. – 27 млн долл., рост на 145% по сравнению с 2005 г., норма EBIT – 5,1%, на 1,7 проц. пункт выше уровня предыдущего года.

Чистая рентабельность по итогам прошлого года – 2,45% по сравнению с 1,2% в 2005 г.

Долг

Совокупный долг на конец 2005 г. – 128 млн долл. в виде кредитов Транскредитбанка, Сбербанка, Хансабанка и Финансбанка, а также векселей.



Долг/ЕВІТ – 4,7х на конец 2006 г. Прирост долга после размещения составит 35 млн долл. Предположив, что выручка ОАО «Металлсервис» будет расти такими же темпами, как и по группе в целом (43%), и применив показатель нормы ЕВІТ по итогам 2006 г. – 5,%, получаем оценку отношения долг/ЕВІТ на конец 2007 г. – 4х.

Мы не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки Металлсервиса в 2007 г.

Ликвидность

ЕВІТ/процентные расходы –2,6х в 2006 г.

Коэффициент текущей ликвидности в 2006 г. был равен 1,1 оставшись на том же уровне, что в 2005 г.

Доля краткосрочного долга на конец 2006 г. – 100%, что обусловлено характером торгового бизнеса, который обычно отличает высокая оборачиваемость средств. Еще одна цель облигационного займа – диверсификация временной структуры долга компании, поскольку инвестиции в региональное развитие сети требуют долгосрочного финансирования.

Конкуренты

Ближайшие аналоги Металлсервиса на рынке рублевых облигаций – его прямые конкуренты СПК и Инпром, причем первый намерен разместить дебютный выпуск облигаций в мае 2007 г.

СПК представляет консолидированную управленческую отчетность, Инпром – консолидированную аудированную отчетность по РСБУ.

Согласно данным отчетности, по размеру выручки Металлсервис превосходит Инпром, но уступает СПК. Однако по оценке менеджмента Металлсервиса, показатели выручки группы весьма близки к результатам СПК.

Инпром и Металлсервис превосходят СПК по показателям нормы ЕВІТ – соответственно 5,4% и 5,1%, однако у СПК самый низкий уровень долговой нагрузки, выраженной как отношением долг/ЕВІТ, так и балансовыми коэффициентами.

Риски компании являются общими для всей отрасли.

В целом, нам представляется, что выпуск Металлсервис-1 должен торговаться с премией к Инпром-3, обусловленной дебютным характером размещения и низким уровнем финансовой прозрачностью, которые в значительной степени сводят на нет влияние таких положительных факторов, как масштабы бизнеса, низкая долговая нагрузка относительно Инпрома и более высокая ликвидность. Мы оцениваем размер премии в 100–120 бп.

СПК-1 еще не размещен, и, следовательно, доходность этой бумаги неизвестна.

Прайсинг

Инпром-3 торгуется с доходностью 9% к оферте через 18 месяцев. Облигации Инпрома обладают существенным преимуществом: они включены в котировальный список «А1» ММВБ. В данном случае мы оцениваем это преимущество примерно в 50 бп. Таким образом, если бы бумага не была включена в котировальный список, в настоящий момент она торговалась бы на уровне 9,5%. С учетом премии в размере 100–120 бп получаем оценку справедливой доходности в диапазоне 10,5%–10,7%.

Ориентир доходности, объявленный организаторами размещения, находится в диапазоне 10,8–11%, благодаря чему облигации Металлсервиса представляются привлекательным вложением, даже если аукцион пройдет по нижней границе объявленного диапазона.

Металлсервис в сравнении с компаниями сектора, 2006 г.

РСБУ, млн долл.	Металлсервис	СПК	Инпром
Выручка	538,4	750,0	443,0
ЕВІТ	27,2	28,0	24,0
Активы	186,0	155,0	274,0
Собств. капитал	29,2	42,0	53,0
Долг	128,4	69,0	206,0
Норма ЕВІТ	5,1%	3,7%	5,4%
Краткоср. долг	100,0%	100,0%	44,0%
Долг/Собств. капитал	439,4%	164,3%	388,7%
Долг/Активы	69,1%	44,5%	75,2%
Долг/ЕВІТ	4,7	2,5	8,6
ЕВІТ/Проценты	2,59	4,67	1,26

Источник: Данные компаний, Тройка

Kutu Панцхава, +7 495 7880888, 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, myr_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
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@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

Политика / Экономика

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

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормициков, CFA, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@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, Nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, 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 2007