

Промышленная группа «МАИР»: КРАТКИЙ ОБЗОР КОМПАНИИ И ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ

март 2007

Промышленная Группа «МАИР» (ПГ «МАИР») является крупнейшей российской компанией по сбору и переработке лома черных металлов – сырья для электросталеплавильной промышленности. В состав Группы также входят заводы по производству чугуна, литой заготовки, трубопроводной арматуры, железных порошков и лакокрасочных изделий.

Стратегия развития ПГ «МАИР» направлена на создание вертикально-интегрированного металлургического производства, в котором обеспечение сырьем будет осуществляться действующим бизнесом по сбору и переработке металлического лома, а на базе входящих в состав Группы металлургических заводов ВСМЗ и СМЗ «СТАКС» планируется развивать производство чугуна и стали.

К 2010 году ПГ «МАИР» планирует производить 180 тыс. тонн чугуна и 1.8 млн. тонн электростали, которая будет производиться на новом мини-заводе Группы, инвестиции в создание которого составят порядка \$123 млн.

ПГ «МАИР» обладает крупнейшей в мире сетью по сбору и переработке лома черных металлов, включающей в себя 270 производственных площадок, в том числе 35 заводов по переработке лома. Доля ПГ «МАИР» на российском рынке лома черных металлов составляет порядка 8%.

Выручка ПГ «МАИР» по итогам 2006 года составила 17.9 млрд. рублей, или порядка \$680 млн. Показатель EBITDA Группы составил 974 млн. рублей.

Активы ПГ «МАИР» по данным консолидированной отчетности по РСБУ составили 8.7 млрд. рублей. В то же время, по данным управленческой отчетности по МСФО, которая отражает основные средства по рыночной стоимости, подтвержденной оценкой компании Бейкер Тилли Русаудит, активы Группы составили 25.6 млрд. рублей.

В течение 2007-2010 гг. Группа планирует ежегодно увеличивать выручку на 24% (долларовый эквивалент), а объем выручки должен достигнуть \$1.6 млрд. в 2010 году. При этом компания планирует в течение указанного периода сохранять отношение долга к EBITDA на уровне ниже 3.

В марте 2007 года ПГ «МАИР» планирует осуществить размещение третьего облигационного займа объемом 2 млрд. рублей. Исходя из структуры выпуска и сложившейся доходности по обращающимся займам ПГ «МАИР», мы оцениваем справедливую доходность третьего выпуска в диапазоне 11.30-11.50% годовых.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ О ПГ «МАИР»

Промышленная Группа «МАИР» является крупнейшей российской компанией по сбору и переработке лома черных металлов – сырья для электросталеплавильной промышленности. Помимо бизнеса на рынке лома, на который приходится 62% выручки Группы, ПГ «МАИР» также производит чугуны, литую заготовку и железные порошки (24% выручки) трубопроводную арматуру (2% выручки) и владеет заводом по производству лакокрасочной продукции (11% выручки).

ПГ «МАИР» обладает крупнейшей сетью в мире по количеству собственных площадок по сбору лома и входит в первую сотню рейтинга крупнейших частных компаний России (57-е место), составленного журналом «Forbes» (№ 10, октябрь 2006 г.) по итогам 2005 года. Владелец холдинга является Виктор Макушин – Президент ПГ «МАИР». Оборот ПГ «МАИР» по итогам 2006 г. составил \$680 млн.

Стратегия развития ПГ «МАИР» направлена на создание вертикально-интегрированного металлургического производства, в котором обеспечение сырьем будет осуществляться действующим бизнесом по сбору и переработке металлического лома, а входящие в состав Группы ОАО «Верхнесинячихинский металлургический завод» (ВСМЗ) и Сулинский Металлургический завод «СТАКС» (СМЗ «СТАКС») будут центрами финишного металлургического производства.

Для реализации планов по созданию вертикально-интегрированного металлургического холдинга ПГ «МАИР» намерена осуществить инвестиции как в развитие сырьевой базы, так и в создание нового металлургического производства. Так, в 2007 году ПГ «МАИР» планирует осуществить вложения в развитие сбора и переработки металлолома, в том числе в расширение сети ломоперерабатывающих заводов в Польше и в оборудование, предназначенное для повышения глубины переработки металлолома (установка прессножниц, передвижные прессы и т.д.). Развитие металлургического производства предполагает продолжение поэтапной реконструкции производства на СМЗ «СТАКС» и строительство нового мини-завода, планируемые инвестиции в который составят \$123 млн., что позволит произвести к 2010 г. до 1.8 млн. тонн стального металлопроката.

Созданный Группой бизнес по сбору и переработке лома черных металлов является самостоятельной динамично развивающейся бизнес-единицей, наличие которой является ключевой предпосылкой как для развития действующих, так и создания в рамках Группы новых эффективных металлургических производств, не зависящих от сторонних поставщиков металлургического сырья.

БИЗНЕС ПГ «МАИР»

Сбор, переработка и продажа лома является основным видом деятельности ПГ «МАИР». Сбор и переработку лома осуществляют 15 компаний-вторметов, производственная база которых насчитывает 270 производственных площадок по сбору и переработке металлолома, в том числе 200 площадок в России, 66 в Украине и 4 в Польше, в т. ч. 35 заводов по переработке лома. 215 площадок находятся в собственности ПГ «МАИР» (включая землю). Крупнейшие вторметы Группы – ЗАО «ВТОРМЕТ» (г. Ростов), ЗАО «ВТОРМЕТ» (г. Саратов), ЗАО «Втормет-Запад» (г. Орел), ЗАО «СеверВтормет» (г. Ярославль) и ЗАО «Втормет-Центр» (г. Тула).

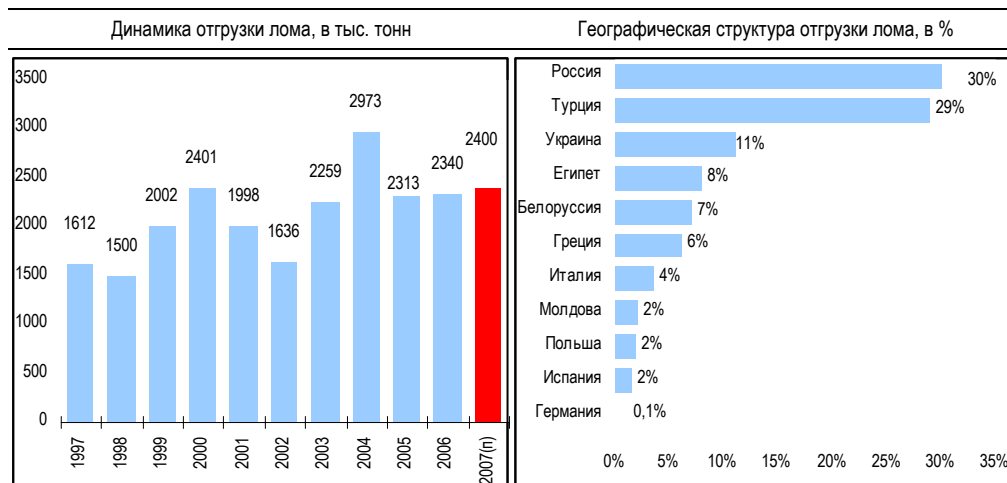
Типовая производственная база вторметов ПГ «МАИР» включает в себя специализированную автотехнику (помовозы, манипуляторы, краны и т.д.), площадки для складирования металлолома (автовесовые, производственные и офисные помещения), цеха по переработке лома (оборудование для пакетирования, резки, прессования, дробления) и железнодорожные подъездные пути.

Реализация лома осуществляется через металлотрейдеров Группы (95% объема отгрузки) и лишь незначительная часть осуществляется за счет прямых продаж вторметов (5% объема отгрузки). Основными металлотрейдерами ПГ «МАИР» на российском рынке и рынке СНГ являются ЗАО «ТК «МАИРЦЕНТР» и ЗАО «ПФК МАИРЦЕНТР», в Украине – ЗАО «Укрметаллснаб» (Украина), в Польше – Zlomtrade (Польша). Эксклюзивным трейдером ПГ «МАИР» по международным поставкам является швейцарская компания CENTRAMET TRADING SA.

Экспорт происходит преимущественно морским путем через Ростовский Новороссийский, Николаевский и более 10 прочих морских и речных портов. Основными потребителями продуктов ломопереработки Группы являются как крупные российские металлургические компании – Северсталь (17.1% отгрузки на внутреннем

рынке), ММК (15.7%) и НЛМК (7.4%), так и зарубежные металлургические компании, в том числе турецкие ICDAS и HABAS (Турция), греческая компания SOVEL и итальянская BELTRAME.

В 2006 году объем отгрузки лома ПГ «МАИР» составил 2.34 млн. тонн, что на 1.23% превышает уровень 2005 года. В 2007 году Группа планирует довести отгрузку до 2.4 млн. тонн. Из отгруженного лома порядка 57% пришлось на экспортные поставки. Ниже представлена динамика отгрузки лома ПГ «МАИР» и географическая структура реализации лома в 2006 году:



Источник: ПГ «МАИР»

ПГ «МАИР», по оценкам самой компании, является ведущей в России компанией на рынке металлолома. С учетом того, что объем поставок стального лома на российские металлургические заводы составил в 2006 году порядка 19.6 млн. тонн, доля ПГ «МАИР» на данном рынке составила порядка 8%. Конкурирующих фирм, имеющих свободный выбор в поставках лома на внутреннем рынке России, у ПГ «МАИР» нет. Доля ближайших конкурентов по собственной заготовке и переработке (без учета трейдерских операций) – ОАО «Макси-Групп» и ЗАО «Профит-Групп», принадлежащих металлургическим заводам, составляют 2,5% и 3% соответственно, при этом данные структуры поставляют лом почти полностью на собственные предприятия. Доля трех крупнейших игроков на данном рынке, таким образом, составляет около 13,5%, а доля 10 крупнейших – 18%.

В целом, рынок черного лома является сегментированным, однако с введением в России с начала 2007 года обязательного лицензирования всех видов данной деятельности, количество участников рынка будет сокращаться. При этом ПГ «МАИР» обладает прекрасными условиями для того, чтобы стать центром консолидации. Так, в настоящий момент Группа покрывает практически всю центральную Россию площадками для сбора металлического лома и вторметами, текущий уровень загрузки которых позволяет существенно увеличить объемы переработки лома без дополнительных инвестиций.

Учитывая, что металлолом, как сырье для производства стали, является экономически более выгодным в отличие от других видов сырья, а спрос на него со временем будет только расти, ПГ «МАИР» обладает всеми предпосылками для увеличения объемов сбора и переработки лома, сохраняя при этом свое лидерство в отрасли.

Металлургическое производство является другим ключевым видом деятельности ПГ «МАИР». В состав данного направления входят ОАО «Верхнесинячихинский металлургический завод» (ВСМЗ), который занимается производством чугуна, и Сулинский Металлургический завод «СТАКС» (СМЗ «СТАКС»), производящий литейную заготовку и железные порошки.

Процесс производства чугуна на ВСМЗ является уникальным в силу использования в качестве основного сырьевого компонента продуктов переработки черного лома (стружки), поставляемых вторметами, входящими в ПГ «МАИР». Данная технология позволяет снизить объем потребляемой в производственном процессе энергии, что снижает себестоимость производства.

ВСМЗ производит чугун двух видов: литейный, на который приходится около 15% суммарного производства, и передельный в слитках – 85% производства. В 2006 году объем производства чугуна на ВСМЗ составил 151 тыс. тонн, что на 21% превысило

уровень 2005 года. Порядка 4% отгрузки чугуна пришлось на экспортные поставки через компанию CENTRAMET TRADING SA.

Доля ВСМЗ на российском рынке чугуна по итогам 2006 года составила порядка 11%, что делает ВСМЗ четвертым крупнейшим поставщиком чугуна на российский рынок после ОАО «Тулачермет», КМК и Косогорского МЗ. Основными потребителями продукции ВСМЗ являются машиностроительные заводы.

СМЗ «СТАКС» вошел в состав ПГ «МАИР» в марте 2000 года и с этого времени в завод было инвестировано порядка \$20 млн. Основной продукцией СМЗ «СТАКС» является литая стальная заготовка и металлические порошки. В 2006 году объем производства литой стальной заготовки на СМЗ «СТАКС» составил 108 тыс. тонн против 118 тыс. тонн в 2005 году. Для сравнения, до вхождения в ПГ «МАИР» завод производил не более 35 тыс. тонн стали в год.

Снижение объема производства литой заготовки в 2006 году связано с частичной остановкой производства в ноябре для проведения мероприятий по запуску оборудования «печь-ковш», в результате которого график динамики объема производства заготовки в феврале 2007 года вырос до уровня 18 тыс. тонн в месяц (среднемесячный объем производства в 2006 г. — 9 тыс. тонн), а производственные мощности завода увеличились до 240 тыс. тонн литой заготовки в год. В 2007 году завод планирует произвести 220 тыс. тонн стали.

99% производимой на СМЗ «СТАКС» литой заготовки экспортируется, преимущественно в Иран, Египет и Украину. Основным поставщиком сырья для СМЗ «СТАКС» являются вторметы ПГ «МАИР», поставляющие лом черных металлов, а также ЗАО «Промспецкомплект» и ЗАО «Домкомплект», поставляющие ферросилиций и силикомарганец, необходимые для повышения качества стали. Производимые СМЗ «СТАКС» металлические порошки (75% доли рынка России), в т.ч. восстановленные порошки (95% доли рынка России), реализуются на внутреннем рынке. Ключевыми потребителями являются российские машиностроительные заводы, использующие продукцию СМЗ «СТАКС» для отливки деталей, а также производители сельхоз- и автомобильной техники.

Производство лакокрасочных материалов (ЛКМ) является непрофильным видом деятельности ПГ «МАИР». Расположенный в Московской области ОАО «Торговый Дом «ЗЛКЗ» (ЗЛКЗ) является ведущим в России производителем ЛКМ специального назначения, работающих в условиях резкого перепада температур, химически стойких, огнезащитных материалов. В 2006 году объем производства ЛКМ на заводе составил порядка 43 тыс. тонн, а около 13% краски было поставлено на экспорт. В 2006 году завод вышел на 1-ое место в стране по объемам производства красок промышленного назначения.

Основными потребителями продукции ЗЛКЗ на российском рынке являются ОАО «Тульский патронный завод», Воронежское Акционерное Самолетостроительное общество, НПО «Звезда-Стрела» (г.Королев), ОАО «Вертолетный завод» (г.Казань), ГУП ПО «Ульяновский машиностроительный завод». Учитывая, что значительная часть потребителей продукции ЗЛКЗ являются предприятиями ВПК, доходы завода зависят в том числе от гособоронзаказа, объем которого в 2006 году увеличился в 2.3 раза по сравнению с 2002 годом.

Стратегия ПГ «МАИР» в отношении ЗЛКЗ заключается в создании прибыльного, эффективного бизнеса, занимающего ведущие позиции на рынке специальных ЛКМ. При этом ПГ «МАИР» при условии роста капитализации ЗЛКЗ может рассматривать выход из капитала завода в среднесрочной перспективе.

Таким образом, текущий портфель бизнесов ПГ «МАИР» уже сейчас включает в себя крупнейшую в России структуру по сбору и переработке металлолома, по сути дела, представляющую собой сырьевую базу для развития металлургических производств. При этом планы Группы по развитию производства чугуна и стали являются полностью оправданными, учитывая как имеющийся у компании опыт в производстве металлопродукции, так и высокий уровень сырьевой обеспеченности.

КРАТКИЙ ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

В настоящий момент ПГ «МАИР» не готовит консолидированную отчетность по МСФО, что связано с продолжающейся консолидацией активов Группы и изменениями во внутрикорпоративной структуре. Консолидированную отчетность по МСФО ПГ «МАИР»

планирует подготовить по итогам 2007 года, когда будет окончательно сформирована корпоративная структура Группы.

В настоящий момент анализ финансовых показателей ПГ «МАИР» имеет смысл проводить на основании данных консолидированной отчетности, подготовленной в соответствии с РСБУ. При этом показатели баланса имеет смысл рассматривать в том числе по данным управленческой отчетности, которая показывает реальную стоимость основных средств, находящихся на балансе Группы. Рыночная стоимость части основных средств ПГ «МАИР», находящихся на балансе ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ», подтверждена оценкой компании Бейкер Тилли Русаудит, завершенной 31 января 2007 года. Ниже представлены основные показатели консолидированного отчета о прибылях и убытках ПГ «МАИР» по РСБУ за 2002-2006 гг.

данные в млн. рублей	2002	2003	2004	2005	2006
Выручка	7 990	11 736	20 519	19 381	17 909
Себестоимость	-6 428	-9 269	-15 621	-15 525	-14 375
Валовая прибыль	1 512	2 468	4 898	3 855	3 535
Валовая рентабельность	18.9%	21.0%	23.9%	19.9%	19.7%
Прибыль от продаж	1 128	1 958	1 650	750	733
Рентабельность продаж	14.1%	16.7%	8.0%	3.9%	4.1%
Проценты к уплате	-285	-316	-412	-445	-495
Прибыль до налогообложения	842	1 642	1 237	306	238
Чистая прибыль	698	1 354	1 008	203	226
Чистая рентабельность	8.7%	11.5%	4.9%	1.1%	1.3%
Справочно: EBITDA	1 190	2 039	1 774	1 015	974
Рентабельность EBITDA	14.9%	17.4%	8.6%	5.2%	5.4%

Источник: консолидированная отчетность ПГ «МАИР» по РСБУ

Снижение показателей выручки ПГ «МАИР» в 2006 году обусловлено тремя факторами. Во-первых, в течение 2006 года номинальный курс российского рубля к доллару США вырос на 8.4%, что, с учетом значительной доли экспортных поставок, осуществляемых за доллары США, привело к уменьшению стоимости рублевого эквивалента экспорта.

Во-вторых, ПГ «МАИР» значительно снизила в 2006 году долю экспортных поставок, что, с учетом имеющегося ценового дисконта внутрироссийской цены на лом к цене за рубежом в размере порядка 21%, также привело к снижению выручки.

В-третьих, в течение 2005 года группа окончательно сформировала основные направления бизнеса, что привело к продаже непрофильных активов (объем реализации данных предприятий составил по 2005 году \$84 млн.).

Кроме того, 2003-2004 гг. были годами стремительного роста цен на металлопродукцию, в результате которого рентабельность компании значительно превышала нормативные значения. Данная ситуация характерна практически для всех металлургических и горнорудных компаний, результаты которых в 2003-2004 гг. были значительно лучше результатов за 2005-2006 гг. Иными словами, в 2005-2006 гг. рентабельность ПГ «МАИР» вернулась к нормальному для отрасли ломосбора и ломопереработки уровню, который для международных компаний составляет 1.5-5% (чистая рентабельность).

Активы ПГ «МАИР» по состоянию на конец 2006 года составили 8.7 млрд. рублей, согласно данным консолидированной отчетности по РСБУ, и 25.6 млрд. рублей по данным управленческого баланса. Ниже приводятся основные показатели баланса ПГ «МАИР» и сопоставление различных стандартов учета:

данные в млн. рублей	2004 (РСБУ)	2005 (РСБУ)	2005 (упр.)	2006 (РСБУ)	2006 (упр.)
Активы, в т.ч.	6 779	8 466	25 112	8 743	25 576
внеоборотные активы, в т.ч.	1 364	2 930	19 576	3 082	19 417
основные средства	1 659	2 743	8 391	2 817	12 735
долгосрочные финансовые вложения	58	8	10 735	8	6 683
оборотные активы, в т.ч.	5 461	5 537	5 537	5 662	6 158
запасы	2 423	1 123	1 123	1 319	1 815
дебиторская задолженность	754	2 991	2 991	2 922	2 922
краткосрочные финансовые вложения	471	75	75	110	110
денежные средства	47	56	56	53	53
Пассивы, в т.ч.	6 779	8 466	25 112	8 743	25 576
капитал, в т.ч.	2 178	3 331	19 977	3 457	20 290

уставный капитал	758	686	686	697	697
добавочный капитал	207	1 787	18 433	1 684	18 020
долгосрочные обязательства, в т.ч.	0	1 344	1 344	1 225	1 225
займы и кредиты	0	1 344	1 344	1 225	1 225
краткосрочные обязательства, в т.ч.	4 601	3 791	3 791	4 060	4 060
займы и кредиты	3 565	2 448	2 448	2 786	2 786
кредиторская задолженность	452	1 340	1 340	1 272	1 272

Источник: консолидированная отчетность ПГ «МАИР» по РСБУ

Как видно из таблицы, основные различия между консолидированным балансом по РСБУ и управленческим балансом связаны с различными подходами к оценке основных средств ПГ «МАИР». Так, в первом случае, она балансовая, а во втором – рыночная.

Ниже представлена структура стоимости внеоборотных активов ПГ «МАИР» на конец 2006 года (в млн. \$, если не указано иное):

Наименование	Стоимость основных фондов как обособленных объектов	Добавочная стоимость при оценке стоимости бизнеса (goodwill)	Итого, стоимость основных фондов
Ломоперерабатывающие предприятия, в т.ч.	281	135	417
ЛПК 1-й категории, 16 штук	121		
ЛПК 2-й категории, 26 шт.	70		
ЛПК 3-й категории, 45 шт.	32		
ЛПК 4-й категории, 166 шт.	58		
Металлургические заводы, в т.ч.	98	29	127
СМЗ «СТАКС»	79	21	100
ВСМЗ	19	8	27
Лакокраска, в т.ч.	31	15	46
ЗЛКЗ	31	15	46
Прочие предприятия, в т.ч.	15	3	18
АрЗил (арматурный завод)	15	3	18
Трейдера	0	72	72
Центральные офисные помещения	15	0	15
ERP – корпоративная информационная управленческая система	43	0	43
Всего	475	262	737
Всего, в млн. рублей	12 507	6 899	19 417

Источник: ПГ «МАИР»

ЛПК (ломоперерабатывающие площадки), являющиеся наиболее значительной частью основных средств ПГ «МАИР», подразделяются на четыре категории:

- 1-я категория: ломоперерабатывающие заводы (ЛПЗ) стоимостью более \$7,5 млн. с полным комплексом специализированного оборудования;
- 2-я категория: ЛПЗ стоимостью в среднем \$2,7 млн. со стандартным комплектом оборудования областного вторчермета;
- 3-я категория: ЛПК стоимостью в среднем \$0.7 млн. – хорошо оборудованные площадки;
- 4-я категория: ЛПК стоимостью в среднем \$0.35 млн. – стандартные площадки.

Адекватность используемой рыночной оценки основных средств подтверждена компанией Бейкер Тилли Русаудит, которая 31 января 2007 года завершила оценку стоимости основных фондов ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ» - балансодержателя значительной части основных фондов ПГ «МАИР», которыми пользуются три предприятия, входящие в Группу – ЗАО «Втормет», ЗАО «Втормет-Запад» и ЗАО «Кироввтормет».

Указанные выше компании ведут деятельность на 80 ломоперерабатывающих площадках и заводах, т.е. представляют собой порядка 31% ЛПК Группы по количеству и порядка 21% по стоимости (с учетом количества площадок различной категории), но без учета добавочной стоимости при оценке бизнеса. Согласно проведенной оценке, стоимость основных фондов ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ» составила по состоянию на 1 ноября 2006 года 1.51 млрд. рублей.

Ниже представлены характеристики вторметов, по которым проводилось оценка:

Наименование	ЗАО «Втормет»	ЗАО «Втормет- Запад»	ЗАО «Кироввтормет»	Сумма / доля в количестве по Группе, %
ЛПК, в т.ч.	45	25	10	80
ЛПК 1-й категории	1	1	1	3 / 19%
ЛПК 2-й категории	2	0	0	2 / 8%
ЛПК 3-й категории	4	3	1	8 / 18%
ЛПК 4-й категории	38	21	8	67 / 40%

Источник: ПГ «МАИР»

Значительную часть внеоборотных активов ПГ «МАИР» составляет корпоративная информационная система стоимостью \$43 млн. – собственная разработка ПГ «МАИР». Данная система объединяет более 2 000 пользователей в четырех странах – России, Украине, Польше и Швейцарии – и позволяет на ежедневной основе осуществлять планирование, управление и контроль за бизнес-процессами, а также создавать ежедневную отчетность по результатам деятельности. Наличие централизованной системы управления является одним из ключевых конкурентных преимуществ ПГ «МАИР», учитывая широкую сеть подконтрольных предприятий, сложность систем логистики, закупок, продаж и т.д. Переоцененные в сравнении с отчетностью по РСБУ внеоборотные активы ПГ «МАИР» по пассивам отражены в статье «Добавочный капитал» управленческой отчетности.

Суммарный финансовый долг ПГ «МАИР» составил на конец 2006 года 4.01 млрд. рублей. В настоящий момент у ПГ «МАИР» в обращении находятся два облигационным займа на общую сумму 1.23 млрд. рублей, которые будут погашены в апреле и ноябре 2007 года. Прочий долг формируется за счет банковских кредитов, преимущественно российских банков. Основным российскими кредиторами ПГ «МАИР» являются Транскапиталбанк, Банк «Возрождение», Альфа-Банк и ПСБ. Основным зарубежным кредитором ПГ «МАИР» является Finansbank.

Ниже представлена структура кредитного портфеля ПГ «МАИР»:

Вид обязательства	Общая сумма, млн. руб.	В т.ч. в долларах США (млн.)	В т.ч. в российских рублях (млн.)
Рыночные обязательства, в т.ч.	1 225		1 225
Облигационный заем серии 01	723		723
Облигационный заем серии 02	500		500
Кредиты в российских банках, в т.ч.	2 426	36	1 474
Транскапиталбанк	643		643
Банк «Возрождение»	419	11	130
Альфа-Банк	305	12	
ММБ	200		200
ПСБ	200		200
Петрокоммерц	184	7	
BSGV	173	7	
Сбербанк	152		152
Финансбанк	142		142
ВБРР	7		7
Кредиты в украинских банках, в т.ч.	28		28
Базис	28		28
Кредиты в западных банках	332	12	
BCG (Banque Cantonale de Geneve)	88	3	
BCV (Banque Cantonale Vandoise)	84	3	
Finansbank	160	6	
Кредитный портфель всего	4 010	49	2 726

Источник: ПГ «МАИР»

По итогам 2006 года отношение долга к показателю EBITDA составило 4.1, а отношение EBITDA к процентным выплатам – 2. Ниже представлена динамика показателей долговой нагрузки и структуры капитала ПГ «МАИР»:

данные в млн. рублей	2004 (РСБУ)	2005 (РСБУ)	2005 (упр.)	2006 (РСБУ)	2006 (упр.)
Долг / EBITDA	2.0	3.7	3.7	4.1	4.1
EBITDA / процентные платежи	4.3	2.3	2.3	2.0	2.0
Долг / капитал	1.6	1.1	0.2	1.2	0.2

Источник: ПГ «МАИР»

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ПГ «МАИР»

Ключевой задачей ПГ «МАИР» на среднесрочную перспективу является формирование вертикально-интегрированной металлургической компании, в которой сырьевой дивизион представлен имеющимися мощностями по сбору и переработке лома, а производственный – заводами по производству чугуна и стали.

В течение 2007-2010 гг. ПГ «МАИР» планирует ежегодно увеличивать реализацию лома на 7.3%, доведя ее до уровня 3.1 млн. тонн к 2010 году. При этом доля экспортных поставок должна сократиться с 57% в 2006 году до порядка 10%, что обусловлено как введением в России новых электросталеплавильных мощностей – основных потребителей металлургического лома, так и развитие собственного стального производства. При этом доля лома, отгруженного на собственные производственные предприятия Группы, должна увеличиться до 65%.

ПГ «МАИР» в 2007-2010 гг. планирует значительно увеличить производство чугуна: со 151 тыс. тонн в 2006 году до 180 тыс. тонн в 2010 году, а также увеличить производство стальной заготовки, объем которого к 2008 году должен составить 480 тыс. тонн в сравнении с 108 тыс. тонн, произведенными в 2006 году.

Начиная с 2009 года, ПГ «МАИР» начнет производить на построенном за базе СМЗ «СТАКС» мини-заводе стальной прокат. Объем производства проката в 2009 году планируется на уровне 620 тыс. тонн, а в 2010 году – 1.8 млн. тонн. Ниже представлены прогнозы производственных показателей ПГ «МАИР» на 2007-2010 гг.:

Показатель	2007	2008	2009	2010
Реализация лома, млн. тонн	2.35	2.5	2.8	3.1
В т.ч. на собственные предприятия	0.35	0.65	0.8	2.0
Доля поставок на собственные предприятия	15%	26%	29%	65%
Доля экспортных поставок	38%	20%	15%	10%
Справочно: цена лома на внутреннем рынке, \$/тонна	222	240	280	300
Справочно: цена лома на внешнем рынке, \$/тонна	270	300	320	330
Производство чугуна, тыс. тонн	170	170	175	180
Справочно: цена чугуна, \$/тонна	300	310	320	330
Производство стальной заготовки, тыс. тонн	220	480	0	0
Производство стального проката, тыс. тонн	0	0	620	1800
Справочно: цена стали, \$/тонна	450	470	570	600

Источник: ПГ «МАИР»

Модель развития ПГ «МАИР» основана на консервативных оценках роста цен на производимую продукцию. Так, заложенный в план среднегодовой темп роста цены лома черных металлов составляет 6-7%, темп роста цены на чугун – 3.2%, на стальную заготовку и стальной прокат – 10%.

Ниже представлены некоторые прогнозные показатели отчета о прибылях и убытках ПГ «МАИР» в 2007-2010 гг.:

Показатель, млн. \$	2007	2008	2009	2010
Выручка, в т.ч.	701	823	1 091	1 606
От реализации лома сторонним потребителям	480	466	572	333
От реализации чугуна	51	53	56	59
От реализации стали	99	226	353	1080
Прочая реализация (ЛКМ, арматура, железные порошки)	70	79	110	133
Валовая прибыль, в т.ч.	76	108	146	274
От реализации лома	45	55	67	81
От реализации чугуна	6	6	6	6
От реализации стали	18	38	59	171
От прочей реализации	8	9	13	16
Валовая рентабельность	11%	13%	13%	17%
Общие и административные расходы	24	24	24	24
Операционная прибыль	52	84	122	250
Операционная рентабельность	7%	10%	11%	16%
EBITDA	61	94	132	261
Рентабельность EBITDA	9%	11%	12%	16%

Источник: ПГ «МАИР»

Для достижения плановых показателей ПГ «МАИР» запланировала инвестиционную программу, общий объем которой в течение 2007-2010 гг. должен составить порядка

\$200 млн. Пик инвестиций придется на 2008-2009 гг., когда планируется завершить строительство мини-завода по производству стального проката.

Финансирование инвестиционной программы планируется осуществлять как из собственных, так и из привлеченных средств, примерно в равных пропорциях. Ниже представлен прогноз реализации инвестиционной программы ПГ «МАИР», финансирования инвестпрограммы и долговой нагрузки компании:

Показатель, млн. \$	2007	2008	2009	2010
Расходы на инвестиции всего	36	57	82	25
Финансирование за счет собственных средств	20	32	23	25
Финансирование за счет долга	16	25	59	0
Изменение финансового долга	16	25	59	-48
Финансовый долг, в т.ч.	168	194	253	205
Долгосрочный	76	95	177	129
Краткосрочный	92	99	76	76
Долг / EBITDA	2.8	2.1	1.9	0.8
EBITDA / процентные расходы	3.2	4.6	5.1	12.4

Источник: ПГ «МАИР»

Таким образом, в течение 2007-2010 гг. бизнес по сбору и переработке лома останется ключевым профит-центром ПГ «МАИР». Вместе с производством стальной заготовки (до 2008 года включительно) и стального проката (2009-2010 гг.), данный бизнес будет приносить свыше 80% выручки и прибыли. Получаемая за счет этих бизнесов прибыль будет являться ключевым источником финансированием инвестиционной программы в пиковые 2008-2009 годы.

Долговую политику ПГ «МАИР», согласно прогнозных данных, можно охарактеризовать как консервативную. Отношение долга к EBITDA, находившееся по итогам 2006 года на уровне 4.1, по итогам 2007 года должно снизиться до 2.8 и будет продолжать снижаться до уровня 0.8 к 2010 году.

Абсолютный размер долга ПГ «МАИР» достигнет своего пика в размере порядка \$250 млн. в 2009 году, при этом планируется, что в структуре долга будет увеличиваться доля долгосрочных заимствований.

В целом, прогноз развития ПГ «МАИР» представляется реалистичным, особенно учитывая консервативные оценки по динамике цен на основные виды продукции, производимой Группой. Созданный Группой бизнес по сбору и переработке лома будет генерировать достаточное количество денежных средств для обеспечения реализации инвестиционной программы ПГ «МАИР» без значительного увеличения долговой нагрузки. При этом, учитывая планы компании по развитию собственного производства стального проката, наличие бизнеса по лому черных металлов представляет собой ключевое конкурентное преимущество от собственной развитой сырьевой базы.

СТРУКТУРА ВЫПУСКА И ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ

В конце марта 2007 года ПГ «МАИР» планирует начать размещение третьего облигационного займа, основные параметры которого представлены ниже:

Параметры облигационного займа ООО «МаирИнвест»	
Эмитент	ООО «МаирИнвест»
Поручитель	ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ», ЗАО «ТК «МАИРЦЕНТР», CENTRAMET TRADING SA (Швейцария)
Объем выпуска	2 000 000 000 рублей
Срок обращения	2 года (728 дней)
Купонный период	6 месяцев (182 дня)
Амортизация	364-й день – 25% от номинала 546-й день – 25% от номинала 728-й день – 50% от номинала
Дата и место размещения	Март 2007 года, ФБ ММВБ
Регистрация	4-03-36047-R от 6 марта 2007 года, ФСФР
Депозитарий	НДЦ
Организатор и платежный агент	ВТБ

Средства, полученные от размещения облигационного займа, ПГ «МАИР» планирует использовать для:

- Выкупа в апреле 2007 года обращающегося облигационного займа объемом 500 млн. рублей;
- Пополнения оборотного капитала в размере 1 млрд. рублей;
- Рефинансирования краткосрочных кредитов в размере 500 млн. рублей.

Необходимость пополнения оборотного капитала обусловлена сезонностью бизнеса ПГ «МАИР», в котором основные денежные потоки формируются в середине года. В ноябре 2007 года ПГ «МАИР» по мере формирования оборотного капитала за счет основной деятельности планирует погасить обращающийся облигационный заем серии 02 на сумму 1 млрд. рублей без использования дополнительных заимствований. Таким образом, фактически все средства, полученные от размещения третьего облигационного займа Группы, будут направлены на рефинансирования, а выпуск облигаций не приведет к увеличению долговой нагрузки ПГ «МАИР».

При оценке справедливой доходности выпуска облигаций МАИР-3 имеет смысл ориентироваться на доходности обращающихся выпусков эмитента, но также принимать во внимание изменения в структуре облигационного займа.

Ниже представлены торговые параметры обращающихся облигационных займов ПГ «МАИР»:

Выпуск	Объем, млн. руб.	Дюрация, лет	Доходность	Спрэд к ОФЗ за 10 дней	Среднедневной объем торгов, млн. руб.
МАИР-1	500	0.08	10.88%	648	4
МАИР-2	1 000	0.70	11.15%	560	35

Наиболее адекватным для индикативной оценки справедливого спреда, в силу дюрации и ликвидности, является второй выпуск облигаций ПГ «МАИР», средний спред которого к ОФЗ в течение 10 последних торговых дней составил порядка 560 б.п. Данный уровень можно рассматривать в качестве базового при оценке справедливой доходности облигаций МАИР-3.

Принципиальным отличием нового выпуска от размещенных ранее бумаг является включение в структуру займа в качестве поручителя (прописанного в проспекте ценных бумаг) компании CENTRAMET TRADING S.A. – швейцарской компании ПГ «МАИР», через которую компания осуществляет экспортные поставки лома. Ранее данная компания, которая является ключевым центром выручки и прибыли ПГ «МАИР», не включалась в структуру облигационных займов, что приводило к дисбалансу между заявляемой структурой Группы и фактическим включением генераторов денежных потоков в структуру выпусков. Также в качестве поручителя впервые присутствует фирма, являющаяся балансодержателем значительной части основных средств, участвующих в основном бизнесе группы – ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ».

Таким образом, в настоящий момент в структуре облигационного выпуска ПГ «МАИР» присутствуют:

- ЗАО «ТК «МАИРЦЕНТР» - компания-трейдер, осуществляющая продажу лома черных металлов внутри России и на которой формируется выручка от внутрироссийских продаж;
- ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ» - крупнейшая компания – балансодержатель вторметов Группы;
- CENTRAMET TRADING SA – швейцарская компания-трейдер, осуществляющая продажу лома черных металлов и другой продукции, производимой предприятиями ПГ «МАИР», на экспортных рынках.

По нашему мнению, присутствие в структуре выпуска компаний CENTRAMET TRADING S.A. и ЗАО «ВТОРЧЕРМЕТ», позволяет ПГ «МАИР» получить при размещении дисконт к спреду обращающихся бумаг в размере порядка 30-50 б.п. в силу значительного улучшения структуры выпуска с точки зрения его обеспеченности активами и денежными потоками Группы.

Таким образом, мы оцениваем справедливый размер спреда облигаций МАИР-3 к ОФЗ на уровне 510-530 б.п.

Учитывая незначительную дюрацию бумаги (около 1.5 года), а также благоприятную ситуацию на долговом рынке, премия ко вторичному рынку при размещении облигаций не должна превысить 20 б.п.

С учетом текущего уровня ставок по 1.5-годовым ОФЗ на уровне 6.00% годовых, мы оцениваем справедливую доходность облигаций МАИР-2 в диапазоне 11.30-11.50% годовых, что соответствует ставке купона в диапазоне 11.00-11.19% годовых.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

СЛУЖБА ПРОДАЖ И КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ ВТБ

Кирилл Зарезов, руководитель службы.

Тел. +7-495-775-70-21. Email: zarezov@vtb.ru.

Тимур Быков, заместитель руководителя службы.

Тел. +7-495-775-70-26. Email: tbikov@vtb.ru.

Сергей Харлампович.

Тел. +7-495-775-70-25. Email: kharlampovich@vtb.ru.

СИНДИКАЦИЯ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Алексей Лушин

Тел. +7-495-775-71-13. Email: lushin@vtb.ru.

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые ВТБ считает надежными, ВТБ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. ВТБ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

ВТБ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур ВТБ по избежанию конфликтов интересов). ВТБ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, ВТБ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). ВТБ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© ВТБ, 2007. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью ВТБ. Без письменного разрешения ВТБ запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: +7-495-775-70-21
