

7 августа 2008 г.

Финансовые показатели АМЗ, млн. руб.

	2006	2007	6м2008
Активы	9 818	12 833	14 596
Капитал	9 009	10 353	11 365
Фин. Долг	73	1 314	1 305
Чистый долг	0	118	185
Выручка	7 426	9 504	7 155
ЕБИТДА	1 995	1 976	1 438
Чистая прибыль	1 455	1 343	1 013
Показатели эффективности и долговой нагрузки			
Рентабельность ЕБИТДА, %	27%	21%	20%
Рентабельность чистой прибыли, %	20%	14%	14%
Чистый долг/ЕБИТДА	0	0,06	0,06

Источник: отчетность АМЗ по РСБУ.

С учетом премии за дебютный выпуск в размере 150 б.п., справедливый уровень доходности облигаций АМЗ составляет 12,5-13% к годовой оферте.

Параметры облигационного займа

Эмитент	ООО «АМЕТ-финанс»
Поручитель	ОАО «Ашинский метзавод»
Номер эмиссии	01
Объем	2 000 млн. руб.
Дата размещения	Август 2008 г.
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 1 год и 2 года по цене 100% от номинала.
Порядок определения ставки купонов	1-й купон – на конкурсе в дату размещения. Ставка по 2-му, 3-му и 4-му купонам равна ставке по 1-му купону. Ставка 5-го и остальных купонов устанавливается Эмитентом.
Доходность	12,5-13% УТР
Организаторы	Всероссийский банк развития регионов, Промсвязьбанк

Монастыршин Дмитрий
аналитик
+7(495) 777-10-20
Monastyrshin@psbank.ru

ОАО «Ашинский метзавод»
Первый облигационный заем
Маржа есть


- ОАО «Ашинский металлургический завод» (АМЗ) специализируется на производстве и реализации толстолистового проката, проката из коррозионностойких и электротехнических сталей, аморфной ленты, непрерывнолитой заготовки (слябов), а также широкого ассортимента ТНП. Продукция ОАО «Ашинский метзавод» пользуется высоким спросом со стороны предприятий нефтегазовой, машиностроительной, метизной, трубной, строительной отраслей промышленности.
- АМЗ входит в пятерку лучших производителей листового проката России. Высокое качество продукции, устойчивые деловые связи с постоянными потребителями и эффективная ценовая политика позволяют АМЗ успешно конкурировать на металлургическом рынке.
- По кредитному качеству АМЗ превосходит все сопоставимые по масштабам бизнеса металлургические компании. Рентабельность АМЗ по чистой прибыли за 2007 г. и за первое полугодие 2008 г. составила 14%. Высокий уровень рентабельности позволяет заводу финансировать рост операционной деятельности исключительно за счет собственных средств. Чистый долг и отношение Чистый долг/ЕБИТДА находятся на уровне, близком к нулевому значению.
- Собственный капитал на 30.06.2008 г. составил 11.365 млрд. руб.
- Абсолютные финансовые показатели Завода демонстрируют положительную динамику. Выручка за 2007 г. составила 9.504 млрд. руб., увеличившись по сравнению с 2006 г. на 28%. Выручка за первое полугодие 2008 г. выросла до 7.155 млрд. руб., прирост к аналогичному периоду прошлого года составил 53%. Чистая прибыль за первое полугодие 2008 г. составила 1.013 млрд. руб.
- Стратегия развития АМЗ нацелена на обеспечение сырьевой независимости (путем увеличения числа собственных баз по заготовлению металлолома), увеличение производственных мощностей путем внедрения современных электросталеплавильных методов производства стали, освоение продукции с высокой добавленной стоимостью.
- Общая стоимость инвестиционной программы АМЗ на 2007-2009 гг. составляет 5,6 млрд. руб. Финансирование будет осуществляться на 50% за счет собственных средств, на 50% за счет внешних источников.
- Инвестиционная программа АМЗ предусматривает реконструкцию сталеплавильного производства завода (переход от мартеновского способа производства стали к электросталеплавильному) с увеличением производственной мощности с 657 тыс. тонн до 1 млн. тонн стали в год, а также увеличение производства слябов (металлических полуфабрикатов) до 200 тыс. тонн в год.
- Модернизация приведет к росту конкурентоспособности АМЗ и положительно отразится на финансовых показателях Завода
- Возможное снижение цен на металлы на мировом и российском рынке не окажет существенного негативного влияния на результаты деятельности АМЗ. В ситуации снижения цен на металл росту выручки АМЗ будет способствовать модернизация и расширение производственных мощностей, освоение производства продукции с высокой добавленной стоимостью.
- Риски недружественного поглощения АМЗ или вытеснения с рынка крупными металлургами являются незначительными в силу того, что АМЗ не занимает доминирующих позиций на металлургическом рынке (всего 1% от общероссийского объема выплавки стали) и является социально значимым и градообразующим предприятием.
- Справедливой доходностью для первого выпуска АМЗ мы считаем уровень 12,5-13% к годовой оферте, данный диапазон предусматривает премию за первичное размещение около 150 б.п.**

«Металлургический завод, он - сердце города родного...»

АМЗ входит в пятерку лучших производителей листового проката России

Наличие широкого ассортимента «нишевой» продукции в производственной программе АМЗ снижает риск конкуренции со стороны крупнейших металлургических предприятий

Операционная деятельность

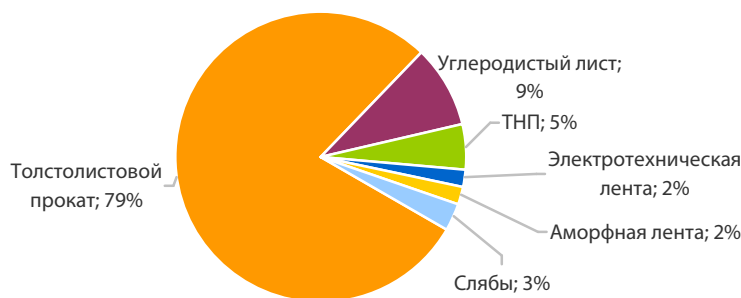
ОАО «Ашинский метзавод» расположен в городе Аша Челябинской области и является градообразующим предприятием. В июле 2008 г. городу и заводу исполнилось 110 лет со дня создания. Доля АМЗ на российском рынке составляет около 1% от общероссийского объема выплавки стали. Так, по итогам 2007 г. завод выплавил 657 тыс. тонн стали. Доля экспорта в выручке составляет 23%. Основные заказчики АМЗ – средние и мелкие предприятия строительной, нефтегазовой, энергетической, химической, машиностроительной, метизинной и трубной отраслей промышленности. Большая часть продаж (77%) осуществляется через собственных дистрибьюторов, расположенных в Москве, Екатеринбурге, Челябинске, Аше, Ижевске, Новокузнецке и Санкт-Петербурге. 20% продаж осуществляется напрямую с завода. Высокое качество продукции, устойчивые деловые связи с постоянными потребителями и эффективная ценовая политика позволяют АМЗ успешно конкурировать на металлургическом рынке.

По результатам исследования журнала "Металлоснабжение и сбыт" АМЗ входит в пятерку лучших производителей листового проката в России наряду с такими заводами как Северсталь, ММК, НЛМК, Уральская Сталь.

Благодаря росту российской экономики, спрос на стальную продукцию в стране растет темпами, опережающими рост внутренних объемов производства. Данная ситуация во многом связана с осуществлением в России крупных инвестиционных проектов в области машиностроения, строительством трубопроводов, ростом спроса со стороны нефтяных и газовых компаний, а также увеличением объемов строительства.

АМЗ не входит ни в одну из ФПГ. Владельцами АМЗ являются топ менеджеры завода, участвующие в собственности посредством номинальных держателей. Совет директоров АМЗ состоит из шести топ-менеджеров завода. Простая корпоративная структура и консолидация контроля в руках топ-менеджмента обеспечивают прозрачность и высокую управляемость бизнеса.

Структура выручки АМЗ в разрезе продукции



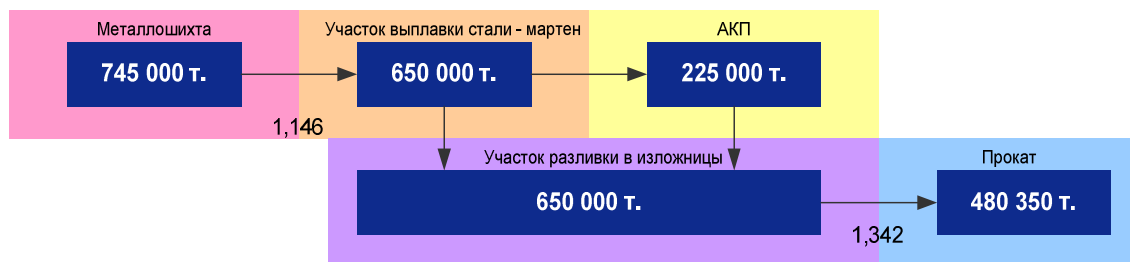
Источник: данные АМЗ

Производственные мощности

В настоящее время сталеплавильное производство АМЗ представлено мартеновским цехом в составе 3-х мартеновских печей емкостью 120 т каждая. Также имеется электросталеплавильный цех (ЭСЦ-1) небольшой мощности, в котором выплавляются аморфные сплавы.

Прокатное производство представлено листопрокатными цехами ЛПЦ-1, ЛПЦ-2 и ЛПЦ-3. В состав завода входит также комплекс по производству товаров народного потребления, выпускающий посуду, термосы с металлической колбой и столовые приборы.

Технологическая схема и баланс металла на АМЗ



Для выплавки стали на АМЗ используется скрап-процесс, при котором шихта состоит из стального лома (скрапа) и 25-45% чушкового передельного чугуна. Выплавка стали происходит в результате вдувания в печь раскаленной смеси горючего газа и воздуха.

Текущий уровень загрузки производственных мощностей АМЗ превышает 90%. Это с одной стороны обеспечивает высокий уровень рентабельности, но с другой стороны, существенно ограничивает потенциал роста. В целях увеличения объемов производства стали и выпуска

продукции с высокой добавочной стоимостью на АМЗ в 2007 г. начата программа комплексной модернизации Завода.

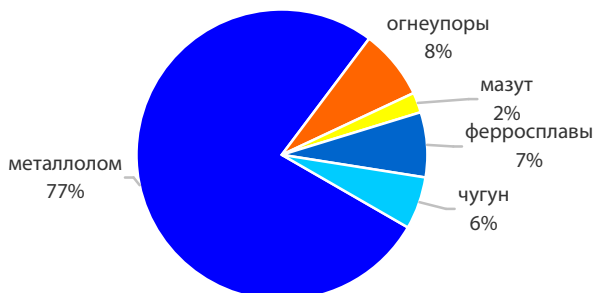
Обеспечение сырьем

АМЗ расположен на Транссибирской железнодорожной магистрали, что позволяет заводу эффективно доставлять на завод сырье, а также поставлять свою продукцию в любую точку России.

Собственные базы по закупке лома черных металлов действуют в следующих регионах: Челябинская область, Татарстан, Башкирия, Ханты-Мансийский АО. Благодаря данной программе Компания на 20% обеспечивает себя собственным сырьем, в планах увеличение данной доли до 50%.

У сторонних поставщиков АМЗ закупает металлолом, огнеупоры, ферросплавы, чугун, мазут.

Структура материальных затрат АМЗ за 1 п/г 2008 г.



Источник: данные АМЗ

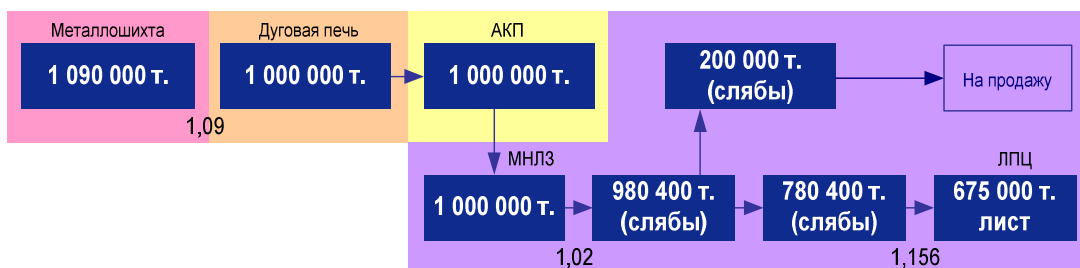
Ни один из поставщиков АМЗ не занимает монопольные позиции на рынке. Политика конкурсного отбора поставщиков и заключение долгосрочных контрактов на поставку основных видов сырья одновременно с несколькими поставщиками позволяют АМЗ снизить зависимость от срыва поставок и роста цен отдельных контрагентов.

Стратегия развития

Стратегия развития АМЗ направлена на повышение стоимости бизнеса в долгосрочной перспективе. Ключевые элементы стратегии развития АМЗ:

- Увеличение мощностей по выплавке стали с 657 тыс. т до 1 000 тыс. т, повышение качества выплавки стали, повышение эффективности производства путем замены мартенов на дуговые сталеплавильные печи (ДСП). По сравнению с мартеновским способом производства стали электросталеплавильный является более дешевым и производительным благодаря меньшим потерям и расходу материалов и большей интенсивности производства.
- Снижение себестоимости производства стали и снижение энергетической зависимости за счет эксплуатации собственного энерговырабатывающего комплекса,
- Повышение сырьевой независимости путем создания собственных баз по заготовлению стального лома, обеспечивающих до 50% поставок сырья на АМЗ,
- Освоение продукции с высокой добавленной стоимостью (слябов), путем внедрения машины непрерывного литья заготовки (МНЛЗ),
- Расширение рынков сбыта, увеличение объемов продаж продукции на экспорт (до 32% от общей выручки в 2012 г.)

Технологическая схема и баланс металла на АМЗ после реконструкции



В рамках программы комплексной модернизации АМЗ уже реализованы следующие мероприятия:

- Запущен в промышленную эксплуатацию собственный энерговырабатывающий комплекс мощностью 12 МВт. Стоимость одного кВт-часа собственной электроэнергии существенно дешевле, чем у ОАО «Челябэнерго», что является одним из факторов высокой рентабельности АМЗ,

АМЗ реализует комплексную программу модернизации, которая позволит увеличить объемы производства стали, а также позволит освоить выпуск продукции с высокой добавочной стоимостью

Дуговая сталеплавильная печь - это печь нового поколения в электрометаллургии. На АМЗ это будет пятая печь в Европе. Сталеплавильная печь «Danieli», аналогичная проектируемой на АЗМ, уже десять лет успешно эксплуатируется на итальянском заводе «Ори-Мартин» в г. Брешиа

Модернизация приведет к росту конкурентоспособности АМЗ на внутреннем и внешнем металлургическом рынках, а также положительно отразится на финансовых показателях Завода

По кредитному качеству АМЗ превосходит все сопоставимые по масштабам бизнеса металлургические компании.

Отдача от инвестиции и рост цен на сталь обеспечат рост выручки АМЗ в 2009 – 2010 гг.

- В декабре 2006 г. введён в эксплуатацию агрегат внепечной обработки «ковш-печь» (АКП),
- С июня 2007 г. начала работать машина непрерывного литья заготовки (МНЛЗ). Данная технология позволяет добиваться более высоких качественных характеристик и снижения расхода металла на переделах по сравнению с разливкой в изложницы. После запуска в эксплуатацию МНЛЗ на Заводе начался выпуск новой продукции – слябов,
- В июле 2007 г. АМЗ подписал контракт на поставку оборудования для нового электросталеплавильного производства. Согласно утвержденному графику выполнения проекта, ДСП-120 должна выйти на горячие испытания в апреле 2009 г., что совпадает с пуском подстанции 500 киловольт, на проектирование которой заключен контракт с немецкой фирмой «ЭнергоФихтнер».

Запуск полной технологической линии (ДСП - АКП - МНЛЗ) и выход на проектную мощность - 1 млн. т стали в год запланирован в 2010 г.

Общая стоимость инвестиционной программы АМЗ на 2007 – 2009 гг. составляет 5,6 млрд. руб. Структура финансирования инвестиционной программы:

- собственные средства 2 858 млн. руб.
- средства от размещения облигационного займа 2 000 млн. руб.
- кредиты 800 млн. руб.

Простой срок окупаемости инвестиций составляет 4 года.

Учитывая высокий уровень рентабельности операционной деятельности и низкий уровень долговой нагрузки АМЗ, собственники не планируют проведение IPO или привлечение стратегического инвестора.

Риски недружественного поглощения АМЗ или вытеснения с рынка крупными металлургами мы оцениваем как незначительные в силу того, что АМЗ занимает незначительную долю рынка (всего 1% от общероссийского объема выплавки стали) и является социально значимым и градообразующим предприятием.

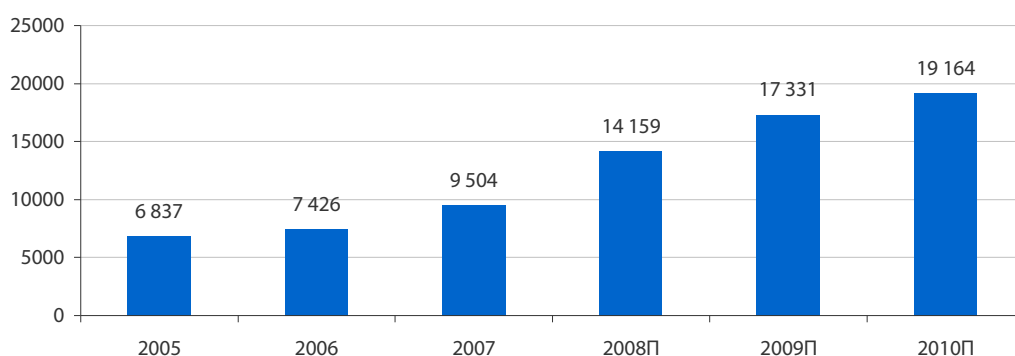
Возможное снижение цен на металлы на мировом и российском рынке не окажет существенного негативного влияния на результаты деятельности АМЗ. В ситуации снижения цен на металл росту выручки АМЗ будет способствовать расширение производственных мощностей и освоение производства продукции с высокой добавленной стоимостью (слябов). АМЗ планирует сохранение высокой рентабельности даже в ситуации снижения цен на металл за счет минимизации себестоимости (с помощью расширения сети собственных баз по заготовке стального лома) и повышения эффективности производства на новом сталеплавильном оборудовании.

Кредитный анализ

Финансовые показатели АМЗ демонстрируют положительную динамику. Выручка АМЗ за 2007 г. составила 9.504 млрд. руб., увеличившись по сравнению с 2006 г. на 28%. Выручка за первое полугодие 2008 г. выросла до 7.155 млрд. руб., прирост к аналогичному периоду прошлого года составил 53%. Чистая прибыль за первое полугодие 2008 г. составила 1.013 млрд. руб.

В силу высокого уровня загрузки производственных мощностей (более 90%) основным драйвером выручки АМЗ в течение последних трех лет был рост цен на сталь на внутреннем и на мировом рынке. Для выхода на новые рынки сбыта (рынок слябов), увеличения производственных мощностей предприятия, а также в целях снижения себестоимости на ОАО «Ашинский метзавод» реализуется программа комплексной модернизации. Реализация инвестиционной программы и рост цен на металлы обеспечат дальнейший рост выручки и повышение рентабельности АМЗ в 2008-2010 гг.

Прогноз динамики выручки от реализации ОАО «Ашинский метзавод», млн. руб.



Интегрированная система Oracle Applications позволяет организовать эффективное управление материальными потоками и обеспечить жесткий контроль себестоимости на АМЗ

Реализация большей части инвестиционной программы за счет собственных средств, а также рост EBITDA позволит удержать долговую нагрузку на консервативном уровне. Чистый долг/ EBITDA в 2008-2009 гг. не превысит 2.0x

Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения (средства в доверительном управлении) превышают размер финансового долга

Рентабельность АМЗ по чистой прибыли за 2007 г. и за первое полугодие 2008 г. составила 14%. Высокий уровень рентабельности, несмотря на использование устаревшей мартеновской технологии производства, и отсутствие вертикальной интеграции с поставщиками сырья, удается достигать за счет следующих мероприятий:

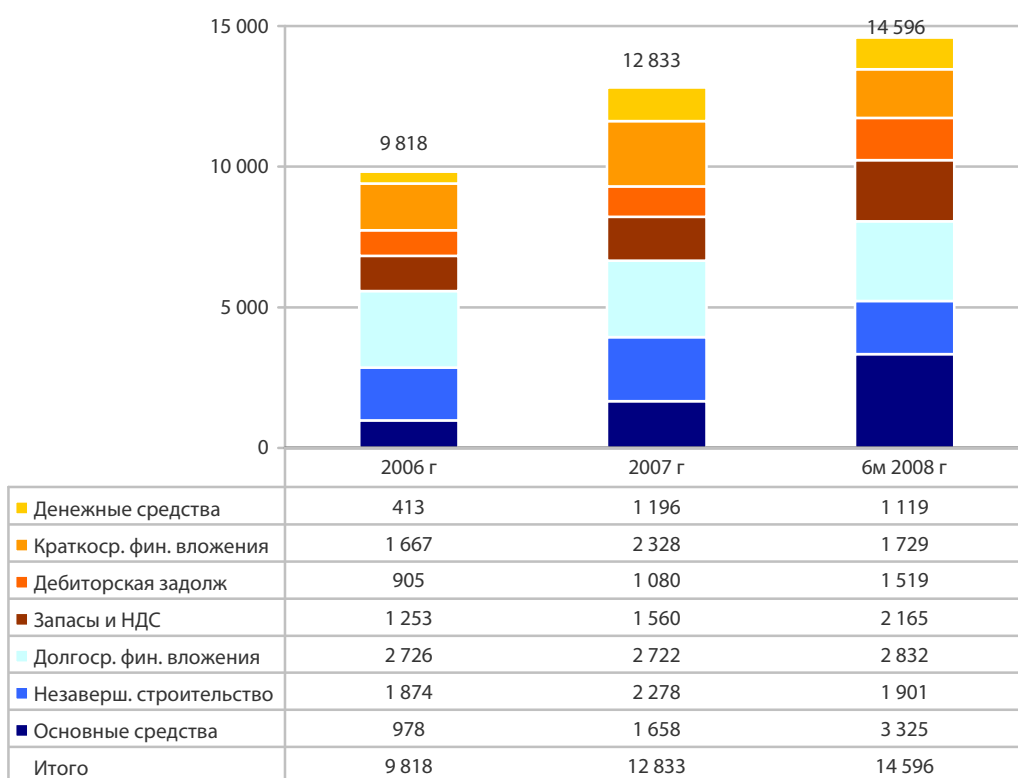
- Минимизации закупочных цен на сырье и материалы за счет конкурсного отбора поставщиков и заключения долгосрочных договоров с альтернативными поставщиками;
- Установления жесткого контроля за себестоимостью продукции, а также за капитальными затратами, путем управления материальными потоками в интегрированной информационной системе Oracl Applications;
- Использования собственных энергетических мощностей;
- Внедрения эффективной системы мотивации персонала;
- Оптимизации логистических затрат.

АМЗ отличается высоким уровнем финансовой независимости. Собственный капитал на 30.06.2008 г. составил 11.365 млрд. руб. или 78% от валюты баланса. За счет капитализации прибыли и дополнительной эмиссии акций за период с 01.01.2006 г. по 01.07.2008 г. собственный капитал АМЗ вырос в 2,5 раза.

Высокий уровень рентабельности позволяет заводу финансировать рост операционной деятельности исключительно за счет собственных средств. Чистый долг и отношение Чистый долг/EBITDA находятся на уровне, близком к нулевому значению.

Кредитный портфель АМЗ на 30.06.2008 г. составил 1.305 млрд. руб. Крупнейшим кредитором АМЗ является Челябинское ОСБ №8597, предоставившее 22.11.07 г. пятилетний кредит в размере 27.625 млн. евро.

Динамика и структура активов АМЗ, млн. руб.



Источник: отчетность АМЗ по РСБУ

Позиционирование облигационного займа

Бенчмарками для определения справедливой доходности облигаций АМЗ являются облигации таких заводов малой металлургии как Металлургический завод им. А. К. Серова, Амурметалл, Липецкий металлургический комбинат «Свободный сокол», а также более крупные производители необеспеченные полностью собственным сырьем: Группа Кокс и Группа ЧТПЗ.

Бизнес модель АМЗ сравнима с моделью Амурметалла и Метзавода Серова. Заводы осуществляют производство стали, используя в качестве сырья не железорудный концентрат как традиционные крупные металлургические заводы, а стальной лом и чугун. С операционной точки зрения такой подход позволяет избежать привязки к месторождениям железной руды. Близость к крупным потребителям металла и интеграция с ломозаготовительными предприятиями определяют эффективность малых металлургических заводов. Амурметалл и Метзавода Серова также реализуют проекты по модернизации производства:

- на Амурметалле запущено сталеплавильное оборудование мощностью 1.1 млн тонн стали в год, ведется строительство второй печи и слябовой МНЛЗ;
- на Метзаводе Серова в 2006 году, запущена 80-тонная дуговая ЭСП-печь Danieli, которая в течение 2008 года должна выйти на полную проектную мощность. На заводе ведутся работы по окончанию второго этапа реконструкции, включающие строительство кислородного цеха, газоочистных сооружений, объектов электроснабжения. В ближайшей перспективе – третий этап реконструкции, включающий в себя установку машин непрерывного литья.

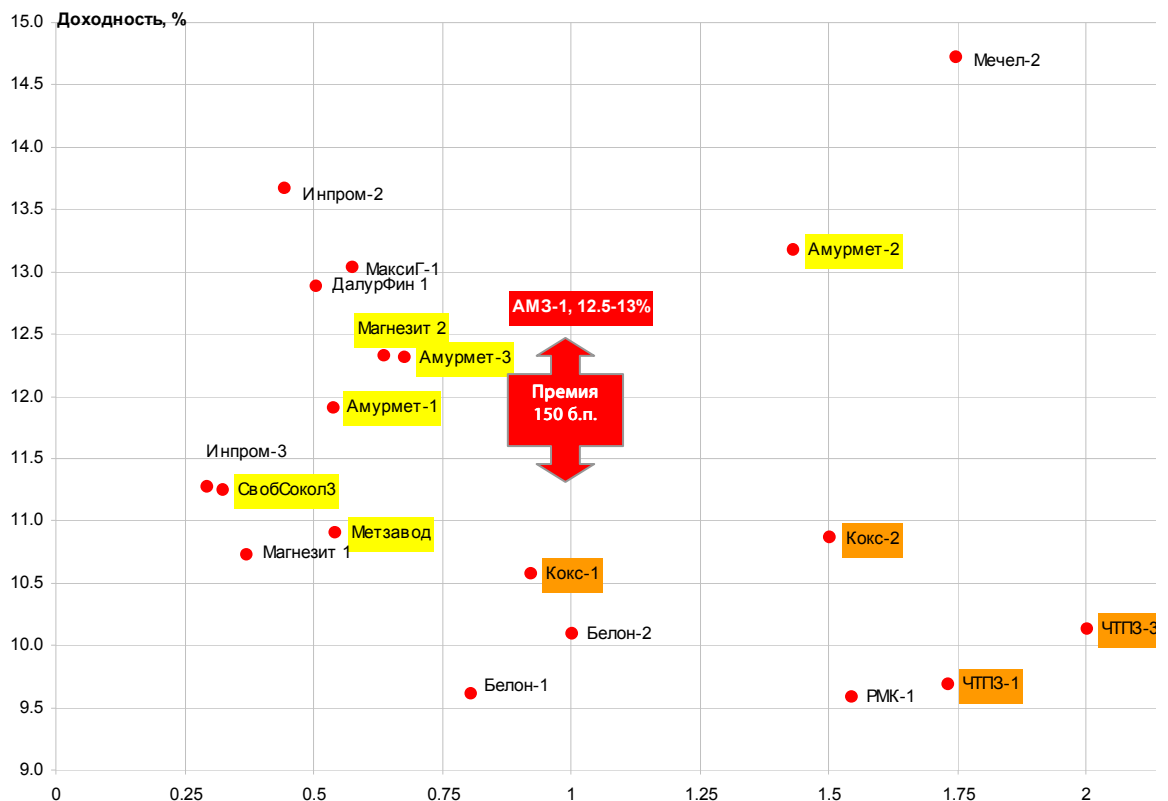
По размеру выручки и объему выпуска продукции АМЗ несколько уступает Метзаводу Серова и Амурметаллу, однако несмотря на это имеет больший размер EBITDA и чистой прибыли. Высокая рентабельность и капитализация прибыли позволяют АМЗ вести консервативную долговую политику.

По показателям эффективности деятельности и финансовой устойчивости АМЗ значительно превосходит все заводы малой металлургии.

Высокие показатели рентабельности и низкий уровень долговой нагрузки обуславливают высокое кредитное качество АМЗ и позволяют позиционировать облигационный заем АМЗ на границе доходности предприятий черной металлургии второго и третьего эшелонов.

С учетом премии за дебютный выпуск в размере 150 б.п., справедливый уровень доходности облигаций АМЗ составит 12,5-13% к годовой оферте, что соответствует ставке купона 12,1-12,6% годовых.

Карта доходности облигаций металлургической отрасли



Источник: Данные по торгам на ММВБ 5.08.2008 г.

По показателям эффективности деятельности АМЗ превосходит все сопоставимые по масштабам бизнеса предприятия черной металлургии третьего эшелона.

АМЗ имеет меньшие масштабы бизнеса, чем металлургии 2-го эшелона, однако не уступает по показателям рентабельности и финансовой независимости. Более высокая доходность при сопоставимом кредитном качестве с бумагами эмитентов второго эшелона делает облигации АМЗ привлекательными для инвесторов.

Финансовые показатели АМЗ и сопоставимых металлургических компаний, млн. долл.

	ЛМК					
	Амур-металл	Метзавод им. Серова	"Свободный сокол"	АМЗ	Группа "Кокс"	Группа ЧТПЗ
	РСБУ за 2007 г	РСБУ за 2007 г	РСБУ за 2007 г	РСБУ за 2007	МСФО за 2007 г	РСБУ за 2007 г
Выручка	520	421	286	387	1 815	1 676
ЕБИТДА	74	57	23	91	527	254
Чистая прибыль	22	20	5	55	453	159
Активы	728	405	273	523	2 789	1 189
Капитал	233	114	74	422	1 031	567
Фин. долг	421	233	174	54	1 145	543
Показатели эффективности и долговой нагрузки						
Фин. долг/ЕБИТДА	5.7	4.1	7.6	0.8	2.2	2.1
Рентаб. по ЕБИТДА	14%	14%	8%	24%	29%	15%
Рентаб. по чистой прибыли	4%	5%	2%	14%	25%	9%
Производственные показатели						
Промежуточное производство	Сталь 807 тыс. т		Чугун 802 тыс. т	Сталь 657 тыс. т	Кокс 2-3 млн. т	Сталь 1 млн.т
Производство продукции	Стальной прокат 417 тыс. т	Стальной прокат 490 тыс. т	Трубы 80 тыс. т	Прокат 480 тыс. т	Чугун 2831 тыс. т	Трубы 1723 тыс. т
Сырье	Закупает стальной лом	Закупает стальной лом	Закупает кокс и руду	Закупает стальной лом	Закупает руду, частично уголь	Закупает лом, трубную заготовку
Технология производства	ЭСП, МНЛЗ	ЭСП - запущена, МНЛЗ - в проекте	Доменные печи	Мартены, МНЛЗ	Доменные печи	Мартены, в 2009 – переход на ЭСП

* При расчете ЕБИТДА использован показатель «Прибыль от продаж»

Источник: отчетность компаний, расчеты Промсвязьбанка