



Аналитический обзор

9 июля 2008 г.

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

Тел: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

ОАО «Инпром»
«Шаг» в будущее

Аналитики : Иван Манаенко
Максим Андросов
E-mail: IManaenko@veles-capital.ru

Основные моменты

Основные показатели

- ☑ ОАО «Инпром» – одна из крупнейших российских металлосервисных компаний с филиальной сетью в 29 городах России. Собственный капитал компании – 1,504 млрд руб.
- ☑ Согласно отчетности по РСБУ за 2007 г. объем продаж компании составил 16,5 млрд руб., что на 36,9% превысило показатели предыдущего года.
- ☑ За счет сдержанной долговой политики компании и увеличения показателя EBITDA на 10,4%, по итогам 2007 г. уровень долговой нагрузки компании (финансовый долг/EBITDA) снизился с 5,7 до 5,4.
- ☑ По итогам 2007 г. у Инпрома наблюдалось снижение чистой прибыли на 16,3%. Это вызвано неблагоприятной ценовой конъюнктурой рынка металлопроката в 3 кв. 2007 г., когда баланс спроса и предложения нарушили большие объемы дешевого проката из Турции и Китая, в результате чего цены на металл резко упали. Данная проблема стала общей для компаний отрасли.
- ☑ В конце 2007 г. Инпром с целью повышения доходности бизнеса и диверсификации своей деятельности приступил к реализации инвестиционной программы Step, направленной на предоставление новейших услуг металлообработки конечному потребителю. Программа рассчитана на 7 лет и по ее итогам Инпром планирует увеличить свою долю на рынке металлов, расширить филиальную сеть, увеличить долю обработанной металлопродукции в общем объеме продаж до 40%, выйти на новые для него рынки Сибири и Дальнего Востока.
- ☑ В начале 2008 г. Инпром проявил интерес к бурно развивающемуся рынку металлоконструкций. Спрос на металлоконструкции постоянно растет, при этом добавочная стоимость на них значительно выше, чем просто на металлопрокат. С целью выхода на этот рынок, Инпром приобрел «Красносулинский завод металлоконструкций» (КЗМК). В 2007 г. чистая прибыль завода составила 10,2 млн руб. Инпром планирует модернизировать КЗМК и увеличить его объемы производства: в 2008 г. – в 1,5 раза, а к 2012 г. – более чем в 5 раз.
- ☑ В планах Инпрома на 2008-2010 гг. приобрести 7 заводов по производству металлоконструкций. Таким образом, к 2012 г. общие производственные мощности компании на рынке металлоконструкций могут оказаться на уровне 250 тыс. т в год. По нашим оценкам, с учетом роста цен, данное производство способно давать компании дополнительную выручку в районе 17 млрд руб. в год, за счет чего Инпром сможет контролировать около 10% рынка.

РСБУ	2006	Изм.,%	2007	Изм.,%	3М08
Активы, млн руб.	7 229	13,9	8 232	15,6	9 520
Основные средства, млн руб.	1 242	51,8	1 884	5,6	1 989
Собственный капитал, млн руб.	1 396	7,7	1 504	0,2	1 507
Финансовый долг, млн руб.	5 439	2,9	5 599	18,8	6 653
Выручка, млн руб.	12 046	36,9	16 497	-	3 197
EBITDA, млн руб.	947	10,4	1 045	-	210
EBIT, млн руб.	667	6,0	707	-	10
Чистая прибыль, млн руб.	122	-16,3	102	-	3
Рентабельность EBIT, %	5,5		4,3		0,3
Рентабельность EBITDA, %	7,9		6,3		6,6
Чистая рентабельность, %	1,0		0,6		0,1
Финансовый долг/выручка *	0,5		0,3		0,4
Финансовый долг/EBITDA *	5,7		5,4		6,3
Финансовый долг/собственный капитал	3,9		3,7		4,4
Финансовый долг/активы	0,8		0,7		0,7

* - показатели для 1 кв. 2008 г. приведены к годовым значениям

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал

Рейтинговая оценка

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ	Вес	2006	2007	3М08
I Соотношение притока ден.средств и долга	30%	3,48	3,43	3,42
Отношение выручки к финансовому долгу	20%	1,41	1,22	1,34
Долг/EBITDA	50%	4,77	4,73	4,81
EBITDA/проценты к уплате	20%	1,58	1,61	1,22
Отношение чистой прибыли к краткосрочному долгу	10%	5,00	5,00	5,00
II Рентабельность бизнеса	25%	4,17	4,28	4,35
Рентабельность активов по прибыли от продаж	20%	4,36	4,40	4,45
Рентабельность продаж	50%	3,98	4,15	4,24
Рентабельность по чистой прибыли	30%	4,35	4,41	4,48
III Структура капитала	15%	2,35	2,48	2,67
Доля собственного капитала в балансе	33%	3,93	3,98	4,09
Доля краткосрочной задолженности в балансе	33%	2,05	2,19	2,35
Обеспеченность оборотных средств капиталом	33%	1,11	1,30	1,60
IV Ликвидность	10%	3,52	3,31	3,48
Абсолютная ликвидности (срочность)	25%	3,85	2,40	2,86
Текущая ликвидность	25%	2,73	3,28	3,47
Покрытие суммарного долга	25%	3,55	3,68	3,69
Оборачиваемость запасов	25%	3,96	3,87	3,91
VI Экспертная оценка (1-5):	20%	3,50	3,50	3,50
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	25%	3,00	3,00	3,00
Статус компании	25%	3,00	3,00	3,00
Размер компании	50%	4,00	4,00	4,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		3,49	3,50	3,56

средний повышенный повышенный

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2008 г.

Общая информация

ОАО «Инпром» основано в 1996 г. и на протяжении многих лет является одной из крупнейших российских сетевых металлосервисных компаний.

Рынок металлоторговли в России можно условно разделить на первичный и вторичный сегменты. Первичный рынок формируется за счет прямых поставок металлургическими комбинатами и трубными заводами собственной продукции крупнейшим заказчиком. Вторичный рынок предполагает наличие посредников, покупающих продукцию у металлургических холдингов, формирующих партии небольшого тоннажа и перепродающих металлопрокат, трубы или метизы конечным клиентам. По данным крупнейших металлотрейдеров, объемы вторичной торговли оцениваются в 50-55% от общего объема потребления металлопродукции в России.

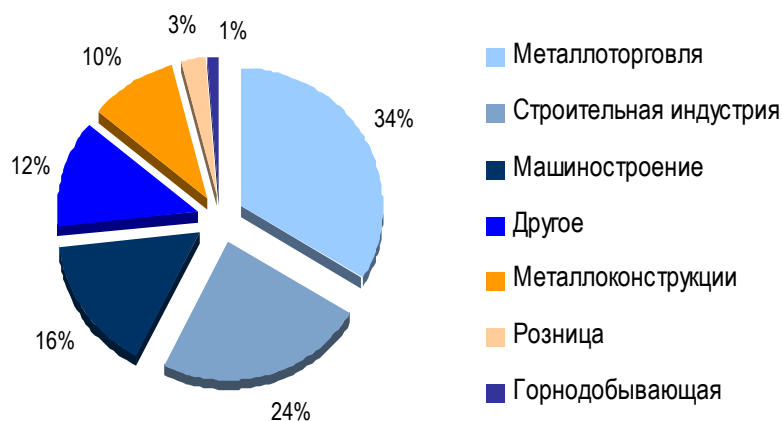
Инпром осуществляет свою деятельность на вторичном рынке, контролируя около 4% рынка сбыта металлопродукции в России. Компания обеспечивает поставки большого ассортимента стального проката и трубной продукции на внутренний рынок, а также оказывает услуги по металлообработке через сеть собственных сервисных металлоцентров (СМЦ).

Инпром выполняет заказы различной сложности и комплектности – от нескольких сотен килограммов при продаже со склада, до вагонных поставок в любую точку России и ближнего зарубежья. На складах в СМЦ постоянно поддерживается широчайший ассортимент листового, сортового, фасонного и трубного стального проката из углеродистых и низколегированных марок стали. Компания развивает три формата СМЦ: листовую, арматурный и универсальный, что позволяет оказывать полный комплекс услуг металлообработки всех видов металлопродукции. Создание того или иного СМЦ зависит от наличия в регионе машиностроения и развитой строительной отрасли, определяющих конъюнктуру спроса.

На данный момент Инпром имеет филиалы в 29 крупных городах России, а общая площадь собственных складских и производственных объектов превышает 1,2 млн кв. м. Клиентская база компании насчитывает свыше 15 000 предприятий и организаций всех отраслей экономики. Рынок сбыта компании сконцентрирован в европейской части России (90% выручки), ввиду высокого спроса на металлопродукцию в крупных промышленных центрах.

Основными поставщиками металла для компании являются крупные российские предприятия – НЛМК, Евраз и Северсталь (около 60% всех закупок). Еще порядка трети поставок осуществляется из Украины.

Структура продаж Инпрома по отраслям в 2007 г.



Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Основными потребителями металлопродукции являются предприятия строительного комплекса (ОАО «Стройтрансгаз», ОАО «Аэропортстрой»), машиностроения (ЗАО «Трансмашхолдинг»), топливно-энергетического комплекса (ОАО «Газпром», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Транснефть»), горнодобывающей отрасли (ЗАО «Русский уголь») и др.

В своей основной деятельности (торговле металлом) компания не может создать большой добавленной стоимости. Наценка к ценам производителей невелика и составляет около 10%. По торговому направлению бизнеса рост рентабельности практически невозможен: стальной прокат является стандартизированной продукцией, поэтому ни один из продавцов не может существенно повышать цены.

С целью повышения рентабельности Инпром стремится диверсифицировать свой бизнес и добавляет к основной деятельности еще и услуги производственного характера, которые способны формировать более высокую доходность операций. В первую очередь это относится к дополнительной обработке металла: резка проката, изготовление сварных металлоконструкций и т.п. Основной спрос на такие услуги предъявляют строители: покупая подготовленную продукцию, они имеют возможность существенно сокращать сроки работ на площадках. Потенциально это направление бизнеса может приносить существенно более высокую маржу – в 20-50%. Однако пока влияние этих операций на рентабельность Инпрома относительно невысоко: в 2007 г. доля выручки от металлообработки составила не более 5% от суммарной выручки компании.

Планы развития

В конце 2007 г., с целью повышения доходности своего бизнеса, Инпром приступил к реализации инвестиционной программы Step, направленной на предоставлении новейших услуг металлообработки конечному потребителю.

В условиях бурного роста строительства (+28,3% по итогам 1 кв. 2008 г. относительно 1 кв. 2007 г.) и машиностроения (+16,4%), развития энергетического комплекса (+5,3%), строительства инфраструктуры и объектов к Олимпийским играм 2014 г. спрос на металлопродукцию неуклонно растет, и, в первую очередь, необходима металлопродукция высокого качества обработки. Планируя стать крупнейшей национальной металлосервисной компанией на отечественном рынке металла, Инпром намерен оказывать конечным потребителям полный комплекс услуг, развивая федеральную сеть СМЦ в формате «гипермаркет стального проката + металлообработка», и при этом оставаться ключевым ритейлером на российском рынке дистрибуции металла.

Инвестиционная программа Step рассчитана на 7 лет. По ее итогам Инпром планирует увеличить свою долю на рынке металлов до 5%, расширить филиальную сеть до 42 сервисных металлоцентров, увеличить долю обработанной металлопродукции в общем объеме продаж до 35-40%, выйти на новые для компании рынки Сибири и Дальнего Востока.

Денежные средства на проведение инвестиционной программы компания планирует частично получить либо в результате IPO, либо в результате привлечения стратегического инвестора. Таким может выступить Arcelor Mittal, крупнейшая металлургическая компания мира. Последнее время имеют место разговоры о возможном стратегическом сотрудничестве компаний.

В частности, Arcelor Mittal планирует в ближайшие несколько лет довести мощности по обработке проката в странах СНГ до 4 млн т в год. Следовательно, ее может заинтересовать вариант приобретения крупного пакета в российской компании. Для Инпрома стратегический инвестор – альтернатива IPO, которое планируется уже около двух лет, но в связи с неблагоприятной конъюнктурой фондового рынка несколько раз переносилось.

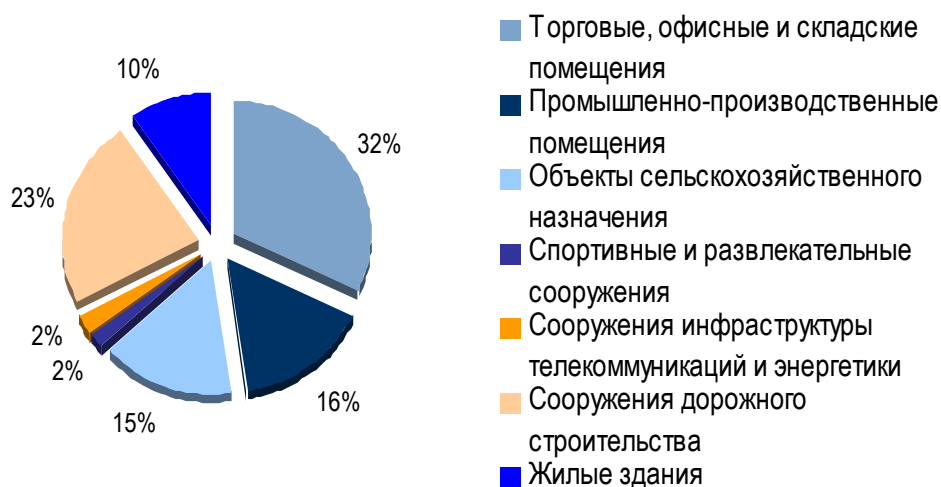
Инпром: выход на рынок металлоконструкций

В рамках реализации программы Step с целью диверсификации производства Инпром приступил к формированию пула производителей сварных металлоконструкций. Для этого в начале 2008 г. был приобретен «Красносулинский завод металлоконструкций» (КЗМК). В 2007 г. завод произвел 12,7 тыс. т продукции, выручка составила 440 млн руб., чистая прибыль – 10,2 млн руб. Новый собственник планирует модернизировать КЗМК и увеличить его объемы производства: в 2008 г. – в 1,5 раза, а к 2012 г. – более чем в 5 раз.

В ближайшие годы Инпром намерен значительно увеличить выручку от обработки металла. В планах компании в 2008-2010 гг. приобрести 7 заводов для производства металлоконструкций. На реализацию этих проектов будет направлено свыше 3 млрд руб. Выход на бурно развивающийся рынок металлоконструкций позволит Инпрому значительно повысить эффективность своего бизнеса.

Металлоконструкции – это строительные конструкции, применяемые как несущие в каркасах зданий и других инженерных сооружениях. Строительные металлические конструкции могут заменить большинство строительных материалов, используемых в настоящее время: кирпич, деревянные конструкции, керамзитобетонные блоки, железобетонные панели, монолитные конструкции.

Доля использования металлоконструкций в различных отраслях



Источник: IndexBox; Оценка: Велес Капитал

Металлоконструкции уже прочно заняли свою нишу в строительстве. Наиболее важные факторы, которые говорят в пользу данного материала, – быстрота сборки и минимальные затраты. Финансовые затраты на возведение здания из металлоконструкций в среднем на 30-40% меньше, чем на строительство аналогичного здания с использованием традиционных материалов. Самым емким потребителем металлоконструкций является строительство коммерческой недвижимости (торговые, офисные, административные здания, складские комплексы) – на его долю по итогам 2007 г. приходилось около 31,8% рынка. В данной отрасли в среднесрочной перспективе прогнозируется рост площадей розничной торговли на уровне 110% с соответствующим ростом потребления металлоконструкций.

Металлоконструкции широко применяются при строительстве зданий промышленного назначения (цеха, ангары, склады) – 15,9% рынка. Благоприятная экономическая ситуация, сложившаяся в России в последнее время, выраженная в расширении внутреннего спроса и положительной динамике промышленного производства, позволяет говорить о расширении спроса на металлоконструкции со стороны добывающих производств, топливно-энергетического комплекса, черной и цветной металлургии. Предприятия стремятся расширять производственные мощности за счет нового строительства и реконструкции производственно-складских помещений, что увеличивает рынок сбыта металлоконструкций.

Интерес Инпрома к новому направлению бизнеса вызван тем, что добавочная стоимость на металлоконструкции значительно выше, чем просто на металл (на сегодняшний день доля металлопроката составляет порядка 60% в стоимости металлоконструкций). В 2007 г. объем производства металлоконструкций в России составил более 1 млн т. Рынок растет примерно на 10-12% в год, такой же интенсивный рост ожидается и в дальнейшем.

На рынке работают около 150 предприятий, специализирующихся на выпуске металлоконструкций, но крупных производителей (производственные мощности – от 40 до 80 тыс. т в год) с максимальным географическим охватом рынков не более 10. Как правило, это старые советские предприятия, которые успешно функционируют в настоящее время. Единственным современным заводом в данном эшелоне является завод «Венталл», входящий в холдинг Ruukki. Существует также ряд предприятий, которые являются региональными лидерами, удерживающими местный рынок (производственные мощности от 10 до 40 тыс. т в год). Остальные представители отрасли обладают небольшим производством (менее 10 тыс. т в год). Большинство таких предприятий неконсолидированны, каждое старается выживать за счет увеличения собственных производственных мощностей.

Выход на неконсолидированный пока рынок металлоконструкций может стать удачным прорывом для Инпрома. В случае приобретения компанией, как планируется, 7 заводов к 2012 г. производственные мощности могут достигнуть уровня в 250 тыс. т в год. По нашим оценкам, при дальнейшем росте цен и спроса на металлоконструкции, их производство способно давать компании выручку в районе 17 млрд руб. в год. В результате Инпром сможет контролировать около 10% рынка. Выход на рынок металлоконструкций, захват и удержание позиций на нем, позволит значительно повысить доходность бизнеса компании.

Анализ финансового состояния

Согласно отчетности по РСБУ по итогам 2007 г. Инпром увеличил суммарную выручку на 36,9% до 16,5 млрд руб. В натуральном выражении объем реализованной продукции достиг 825 тыс. т. Чистые активы компании выросли на 7,7% и составили 1,5 млрд руб.

В то же время, по итогам 2007 г. компания показала снижение чистой прибыли на 16,3%. Такие результаты связаны с неожиданным и резким падением цен на арматурный и фасонный прокат в 3 кв. 2007 г. Баланс спроса и предложения нарушили большие объемы дешевого проката из Турции и Китая. В результате цена закупки на арматуру упала на 25-30%, на другие виды проката — на 10-15%. Инпрому, как и большинству его конкурентов, пришлось значительно снизить цены на свою продукцию, чтобы оставаться конкурентоспособным на рынке. Процесс снижения цен сопровождался ростом удельных затрат на выпуск единицы продукции, в результате чего ухудшились показатели рентабельности компании по EBIT и EBITDA по сравнению с предыдущим годом. Так рентабельность по EBIT снизилась с 5,5% до 4,3%, а рентабельность по EBITDA — с 7,9% до 6,3%.

Высокие темпы роста выручки компании в прошедшем году, а также изменение политики реализации продукции с отсрочкой платежа позволили увеличить оборачиваемость активов и дебиторской задолженности. Кроме того, увеличилась оборачиваемость запасов. Инпром учел неудачный опыт второй половины прошлого года, когда из-за политики формирования запасов компании, ориентированной на закупку максимума товара в периоды пониженного спроса и последующей реализации в периоды пикового потребления, и резкого скачка цен, он «сработал в минус». Чтобы избежать подобных ситуаций в будущем, Инпром намерен изменить подход к формированию запасов: теперь товар будет приобретаться по мере необходимости, хотя с точки зрения повышения собственной привлекательности и оперативности поставок полностью отказаться от складирования ассортимента компания не может.

Финансовый долг Инпрома в 2007 г. увеличился на 2,9% и на конец года составил 63% в общей структуре пассивов компании. Значительную часть финансового долга составляют облигационные займы: на данный момент на рынке обращаются 2 выпуска облигаций на сумму 2,3 млрд руб., с погашением в 2010 и 2011 гг. Привлечение заемных средств объясняется активными инвестициями в развитие и расширение бизнеса: покупка нового оборудования и недвижимости, модернизация и ремонт производственно-складских помещений. Только в 2007 г. было открыто 6 новых филиалов в городах Ижевск, Казань, Екатеринбург, Челябинск, Уфа, Красноярск.

За счет сдержанного поведения компании на долговом рынке и увеличения показателя EBITDA на 10,4%, по итогам 2007 г. уровень долговой нагрузки компании (финансовый долг/EBITDA) снизился с 5,7 до 5,4.

К середине 2008 г. ситуация на рынке металлопроката, по сравнению с концом 2007 г., существенно изменилась: за первое полугодие цены на российском рынке сталепроката выросли в зависимости от вида примерно на 40-70%.

По итогам 1 кв. 2008 г. Инпром показал снижение выручки на 10,4% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, но за счет того, что темпы снижения выручки уступают темпам снижения себестоимости, EBITDA компании вырос на 7,6%, а рентабельность по EBITDA увеличилась с 5,5% до 6,6%. В то же время компания показала уменьшение чистой прибыли на 94,7%.

Бизнес Инпрома сильно зависит от фактора сезонности: большинство продаж компании идет в строительство, а для данной отрасли 1 квартал, как правило, характеризуется спадом производства. Соответственно, снижение финансовых показателей Инпрома в 1 кв. 2008 г. не является полностью адекватным отражением финансового состояния компании. Для более полной картины необходимо дождаться результатов хотя бы 1 полугодия.

За 1 кв. 2008 г. финансовый долг компании увеличился на 18,8%, а уровень долговой нагрузки (финансовый долг/ЕБИТДА) вырос до 6,3. Отчасти это связано с привлечением заемных средств на покупку 100% в уставном капитале ООО «Метропромстрой». В результате этой сделки производственная площадь филиала компании в Санкт-Петербурге увеличилась и достигла 24 тыс. кв. м. С приобретением нового актива питерский филиал сможет развивать сервисную составляющую своей деятельности, установив оборудование для металлообработки.

С учетом планируемых Инпромом инвестиционных вложений, компания вероятно продолжит наращивать публичный долг, в том числе в рамках начатой в апреле вексельной программы. В то же время, мы надеемся, что «потепление» на рынке металлопроката и увеличение доли металлообработки в выручке, позволит Инпрому сдерживать рост долговой нагрузки.

Финансовая отчетность

ОАО Инпром, млн руб. (РСБУ)	2006	3М07	6М07	9М07	2007	3М08
Внеоборотные активы	2 653	2 801	3 078	3 239	3 367	3 735
Основные средства и нематериальные активы	1 242	1 358	1 552	1 676	1 884	1 989
основные средства	1 242	1 358	1 552	1 676	1 884	1 989
нематериальные активы и деловая репутация	0	0	0	0	0	0
Долгосрочные финансовые вложения	1 059	1 059	1 131	1 206	1 131	1 271
Незавершенное строительство	349	380	391	353	348	468
Отложенные налоговые активы	4	4	4	4	4	6
Прочие внеоборотные активы	0	0	0	0	0	0
Оборотные активы	4 576	5 626	6 504	6 099	4 865	5 786
Запасы	2 288	2 433	3 317	2 894	2 120	2 360
Дебиторская задолженность	1 789	2 396	2 197	2 093	1 599	2 097
долгосрочная	0	0	0	0	0	0
краткосрочная	1 789	2 396	2 197	2 093	1 599	2 097
Ден.средва и краткосрочные финансовые вложения	441	743	903	1 047	1 121	1 242
краткосрочные финансовые вложения	157	354	383	399	371	379
оборотные ден. средства и эквиваленты	284	390	520	647	750	863
Прочие оборотные активы	58	53	88	65	25	86
Итого активы	7 229	8 427	9 582	9 338	8 232	9 520
Акционерный капитал и резервы	1 396	1 450	1 511	1 475	1 504	1 507
Уставный капитал	408	408	408	408	408	408
Собственные акции выкупленные у акционеров	(6)	(0)	(0)	0	0	0
Добавочный капитал	675	675	675	675	677	677
Резерв по переоценке	9	9	15	15	15	15
Нераспределенная прибыль и резервы	311	359	414	378	404	407
Долгосрочные обязательства	3 059	3 379	3 408	3 380	3 100	3 297
Процентные обязательства	3 057	3 378	3 406	3 363	3 098	3 294
Беспроцентные обязательства	1	1	2	16	3	3
Краткосрочные обязательства	2 774	3 598	4 664	4 483	3 628	4 717
Краткосрочные займы и кредиты	2 381	2 899	3 438	3 440	2 501	3 359
Беспроцентные обязательства	388	697	1 224	1 041	1 125	1 356
Прочие краткосрочные пассивы	4	2	2	2	1	1
Итого пассивы	7 229	8 427	9 582	9 338	8 232	9 520

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

ОАО Инпром, млн руб. (РСБУ)	2006	3М07	6М07	9М07	2007	3М08
Выручка	12 046	3 570	8 194	12 675	16 497	3 197
Себестоимость	(10 000)	(3 100)	(6 937)	(10 866)	(14 193)	(2 703)
Валовая прибыль	2 046	470	1 257	1 809	2 304	494
Коммерческие расходы	(1 379)	(359)	(830)	(1 297)	(1 597)	(383)
Административные и операционные расходы	0	0	0	0	0	0
ЕВИТДА	947	196	596	766	1 045	210
Амортизация	(280)	(85)	(169)	(254)	(339)	(99)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	667	111	427	512	707	111
Норма ЕВИТ, %	5,5	3,1	5,2	4,0	4,3	3,5
Норма ЕВИТДА, %	7,9	5,5	7,3	6,0	6,3	6,6
Финансовые доходы (расходы)	(479)	(134)	(273)	(380)	(554)	(69)
проценты полученные	27	2	6	8	15	3
проценты уплаченные	(505)	(135)	(279)	(389)	(569)	(72)
Прочие доходы (расходы)	(13)	90	2	(22)	1	(33)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	175	68	155	109	153	10
Норма ЕВТ, %	1,5	1,9	1,9	0,9	0,9	0,3
Расходы по налогу на прибыль	(53)	(20)	(46)	(22)	(50)	(8)
Прочие доходы и расходы из прибыли	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Отложенные налоговые обязательства	(0)	(0)	(0)	0	(1)	(1)
Отложенные налоговые активы	1	0	0	(15)	1	1
Чистая прибыль	122	48	109	73	102	3
Норма чистой прибыли	1,0	1,3	1,3	0,6	0,6	0,1

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Рейтинговая оценка

ОСНОВНЫЕ СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ	Норма	2006	3М07	6М07	9М07	2007	3М08
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:							
Отношение выручки к финансовому долгу	1,00	2,21	2,28	2,39	2,48	2,95	2,42
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,00	5,74	8,02	5,74	6,66	5,36	6,28
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,00	1,87	1,45	2,14	1,97	1,84	2,92
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	0,04	0,05	0,05	0,02	0,03	0,01
II Коэффициенты рентабельности:							
Рентабельность активов по чистой прибыли	0,08	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Рентабельность продаж	0,10	0,06	0,03	0,05	0,04	0,04	0,03
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00
III Коэффициенты структуры капитала:							
Доля собственного капитала в балансе	0,33	0,19	0,17	0,16	0,16	0,18	0,16
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,67	0,38	0,43	0,49	0,48	0,44	0,50
Обеспеченность оборотных средств собственным капиталом	0,10	0,39	0,36	0,28	0,26	0,25	0,18
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,37	0,33	0,32	0,35	0,41	0,39
IV Коэффициенты ликвидности:							
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,25	0,16	0,21	0,19	0,23	0,31	0,26
Коэффициент текущей ликвидности	1,50	1,65	1,56	1,39	1,36	1,34	1,23
Коэффициент покрытия суммарного долга	1,00	0,78	0,81	0,81	0,78	0,72	0,72
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):							
Оборачиваемость активов		1,79	1,82	1,82	1,79	2,13	1,82
Оборачиваемость оборотных средств		3,08	2,80	2,70	2,68	3,49	3,03
Оборачиваемость дебиторской задолженности	4,00	6,61	6,82	7,14	7,88	9,74	8,73
Оборачиваемость запасов	12,00	6,85	6,05	5,70	5,44	7,49	7,20
Оборачиваемость запасов по кварталам		-	1,51	1,61	1,44	1,52	1,43

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ	Вес	2006	3М07	6М07	9М07	2007	3М08
I Соотношение притока ден.средств и долга							
Отношение выручки к финансовому долгу	30%	3,48	3,63	3,44	3,49	3,43	3,42
Долг/ЕБИТДА	20%	1,41	1,38	1,34	1,32	1,22	1,34
ЕБИТДА/проценты к уплате	50%	4,77	4,90	4,77	4,84	4,73	4,81
Отношение чистой прибыли к краткосрочному долгу	20%	1,58	2,01	1,44	1,52	1,61	1,22
Отношение чистой прибыли к краткосрочному долгу	10%	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
II Рентабельность бизнеса							
Рентабельность активов по прибыли от продаж	25%	4,17	4,28	4,16	4,30	4,28	4,35
Рентабельность продаж	20%	4,36	4,29	4,29	4,42	4,40	4,45
Рентабельность продаж	50%	3,98	4,27	4,03	4,18	4,15	4,24
Рентабельность по чистой прибыли	30%	4,35	4,28	4,29	4,42	4,41	4,48
III Структура капитала							
Доля собственного капитала в балансе	15%	2,35	2,43	2,54	2,54	2,48	2,67
Доля краткосрочной задолженности в балансе	33%	3,93	4,03	4,09	4,09	3,98	4,09
Доля краткосрочной задолженности в балансе	33%	2,05	2,15	2,32	2,30	2,19	2,35
Обеспеченность оборотных средств капиталом	33%	1,11	1,14	1,24	1,28	1,30	1,60
IV Ликвидность							
Абсолютная ликвидности (срочность)	10%	3,52	3,47	3,59	3,53	3,31	3,48
Текущая ликвидность	25%	3,85	3,45	3,57	3,18	2,40	2,86
Текущая ликвидность	25%	2,73	2,88	3,19	3,25	3,28	3,47
Покрытие суммарного долга	25%	3,55	3,50	3,50	3,57	3,68	3,69
Оборачиваемость запасов	25%	3,96	4,05	4,09	4,12	3,87	3,91
VI Экспертная оценка (1-5):							
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	20%	3,38	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Статус компании	25%	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Размер компании	50%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		3,47	3,52	3,46	3,50	3,45	3,51
		средний	повышенный	средний	повышенный	средний	повышенный

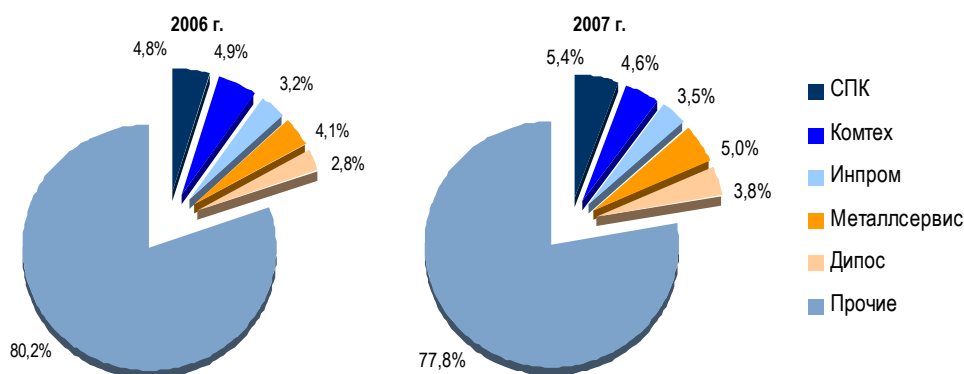
Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Сравнение с конкурентами

Российская отрасль металлоторговли высоко конкурентна и представлена несколькими тысячами операторов, которых можно условно разделить на следующие группы:

1. **Крупнейшие сетевые федеральные компании** (Металлсервис, Инпром, ДиПОС, СПК и пр.) Бизнес данных компаний основан на приобретении крупных партий металла у производителей и его последующей перепродаже конечным потребителям.
2. **Сбытовые подразделения металлургических комбинатов** (Северсталь-Инвест, Мечел-Сервис и пр). Аффилированные с заводами структуры могут предоставлять покупателям более выгодные ценовые условия и обеспечены финансовой поддержкой металлургических предприятий. Данные компании ориентирована прежде всего на крупные поставки, но в последнее время также начали обращать внимание на развитие сервисных услуг.
3. **Локальные металлотрейдеры**. Данные компании часто ориентированы на работу в определенном регионе, в узкой ассортиментной группе или на поставки металлопродукции для определенной отрасли.

Доля участников вторичного рынка металлоторговли



Источник: данные компаний; Оценка: Велес Капитал.

Прямыми конкурентами ОАО «Инпром» в его сегменте рынка являются ЗАО «СПК», ООО ПКФ «ДиПОС» и ОАО «Металлсервис». Модели и направления бизнеса данных компаний, как правило, схожи.

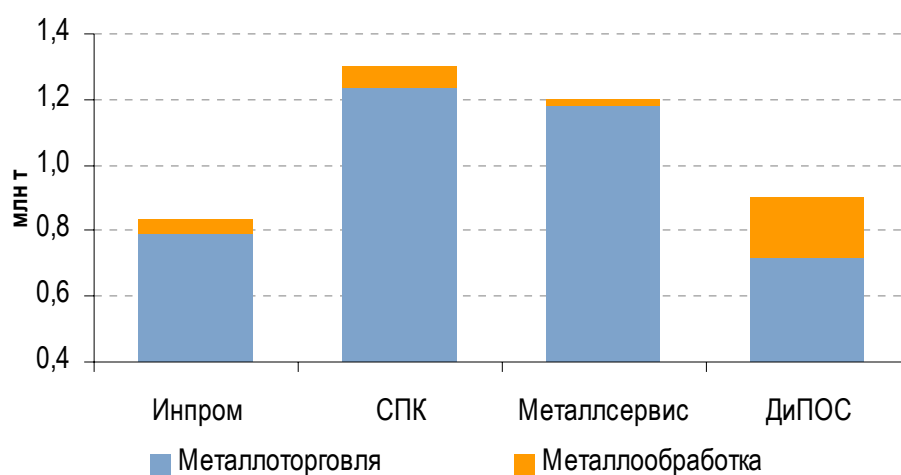
В металлоторговле эффективность бизнеса напрямую зависит от размеров филиальной сети и представительств в различных регионах страны, от наличия у компаний достаточного количества складских помещений. Именно быстрая и качественная доставка широкого ассортимента товаров конечному потребителю в любой уголок страны выгодно отличает частные металлотрейдинговые компании от сбытовых подразделений металлургических комбинатов.

По количеству филиалов лидером среди частных металлотрейдеров является СПК: компания представлена более чем в 70 городах России и зарубежья. Инпром имеет филиалы в 29 крупных городах России, и при этом обладает наибольшей среди конкурентов площадью производственно-складских помещений – 1,2 млн кв. м, тогда как у СПК – 0,25 млн кв. м. ДиПОС имеет филиалы в 8 городах России, Металлсервис представлен в 16-ти.

На данный момент масштабы бизнеса металлотрейдеров измеряются, прежде всего, объемами продаж продукции. Но в последнее время представители рассматриваемого сегмента рынка стремятся повысить рентабельность бизнеса за счет оказания металлосервисных услуг по обработке металла. Пока доля этих услуг в выручке компаний крайне невелика. В ближайшие годы металлотрейдеры намерены инвестировать большие средства в развитие данного направления своей деятельности.

По объему продаж в 2007 г. лидирует СПК – 1,3 млн т., всего немного отстает Металлсервис – 1,2 млн т. Показатели Инпрома и ДиПОСа – 0,83 млн т. и 0,9 млн т. соответственно.

Доля металлоторговли и металлообработки в объемах продаж частных металлотрейдинговых компаниях по итогам 2007 г.



Источник: данные компаний; Оценка: Велес Капитал

Финансовая отчетность

СРАВНЕНИЕ ПО РСБУ, млн руб. за 2007 г.	Инпром	ДиПОС	Металлсервис	СПК
Внеоборотные активы	3 367,4	1 332,9	1 601,7	1 519,1
Основные средства и нематериальные активы	1 884,4	136,5	391,2	497,1
Долгосрочные финансовые вложения	1 130,6	67,0	1 148,5	117,7
Незавершенное строительство	348,0	337,6	61,3	245,9
Отложенные налоговые активы	4,4	0,0	0,6	51,6
Прочие внеоборотные активы	0,0	791,9	0,0	606,8
Оборотные активы	4 864,9	3 774,2	6 174,6	6 760,9
Запасы	2 120,2	963,2	3 423,7	3 467,4
Дебиторская задолженность	1 598,6	2 674,7	2 284,5	2 333,7
Ден.средва и краткосрочные финасовые вложения	1 121,0	91,3	374,9	930,1
краткосрочные финансовые вложения	371,2	0,0	347,1	538,3
оборотные ден. средства и эквиваленты	749,8	91,3	27,8	391,8
Прочие оборотные активы	25,1	45,1	91,5	29,7
Итого активы	8 232,3	5 107,1	7 776,3	8 280,0
Акционерный капитал и резервы	1 504,0	1 579,4	1 091,4	2 951,0
Уставный капитал	407,7	12,0	0,4	1,0
Добавочный капитал	677,0	0,0	102,3	10,2
Резервный капитал	15,2	0,0	0,0	0,1
Нераспределенная прибыль и резервы	404,1	1 567,4	988,7	2 939,7
Долгосрочные обязательства	3 100,4	2 527,1	1 718,6	1 068,2
Процентные обязательства	3 097,7	2 516,0	1 714,0	1 064,8
Беспроцентные обязательства	2,7	11,0	4,6	3,4
Краткосрочные обязательства	3 627,9	1 000,7	4 966,3	4 260,7
Краткосрочные займы и кредиты	2 501,3	445,8	3 826,2	2 769,7
Беспроцентные обязательства	1 125,5	554,9	1 140,1	1 488,4
Прочие краткосрочные пассивы	1,2	0,0	0,0	2,6
Итого пассивы	8 232,3	5 107,1	7 776,3	8 280,0

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

СРАВНЕНИЕ ПО РСБУ, млн руб. за 2007 г.	Инпром	ДиПОС	Металлсервис	СПК
Выручка	16 496,9	18 345,2	19 192,5	26 847,0
Себестоимость	(14 193,3)	(17 140,3)	(16 558,0)	(22 686,9)
Валовая прибыль	2 303,6	1 204,9	2 634,5	4 160,1
Коммерческие расходы	(1 596,8)	(719,0)	(1 773,5)	(2 691,7)
Административные и операционные расходы	0,0	0,0	0,0	(63,1)
ЕБИТДА	1 045,3	518,1	985,1	1 405,3
Амортизация	(338,5)	(32,3)	(124,0)	0,0
Операционная прибыль (ЕБИТ)	706,7	485,8	861,1	1 405,3
Норма ЕБИТ, %	4,3	2,6	4,5	5,2
Норма ЕБИТДА, %	6,3	2,8	5,1	5,2
Финансовые доходы (расходы)	(554,5)	(284,6)	(377,5)	(283,6)
Прочие доходы (расходы)	1,1	(1,7)	6,0	(136,0)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	153,4	199,5	489,58	985,72
Норма ЕВТ, %	0,9	1,1	2,6	3,7
Текущий налог на прибыль	(50,5)	(52,8)	(156,2)	(280,5)
Прочие доходы и расходы из прибыли	(0,2)	0,5	0,0	0,0
отложенные налоговые обязательства	(1,5)	0,4	(0,2)	(1,2)
отложенные налоговые активы	0,7	0,0	0,2	0,4
Чистая прибыль	101,9	147,7	333,3	704,5
Норма чистой прибыли	0,6	0,8	1,7	2,6

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Рейтинговая оценка

Основные сравнительные коэффициенты	Норма	Инпром	ДиПОС	Металлсервис	СПК
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:					
Отношение выручки к финансовому долгу	1,00	2,95	6,19	3,46	7,00
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,00	5,36	5,72	5,62	2,73
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,00	1,84	1,82	2,25	4,48
задолженности	0,10	0,03	0,15	0,07	0,17
II Коэффициенты рентабельности:					
Рентабельность активов по чистой прибыли	0,08	0,01	0,03	0,04	0,09
Рентабельность продаж	0,10	0,04	0,03	0,04	0,05
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	0,01	0,01	0,02	0,03
III Коэффициенты структуры капитала:					
Доля собственного капитала в балансе	0,33	0,18	0,31	0,14	0,36
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,67	0,44	0,20	0,64	0,51
собственным капиталом	0,10	0,25	0,73	0,20	0,37
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,41	0,26	0,21	0,18
IV Коэффициенты ликвидности:					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,25	0,31	0,09	0,08	0,22
Коэффициент текущей ликвидности	1,50	1,34	3,77	1,24	1,59
Коэффициент покрытия суммарного долга	1,00	0,72	1,07	0,92	1,27
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):					
Оборачиваемость активов		2,13	4,28	3,05	4,64
Оборачиваемость оборотных средств		3,49	5,63	3,59	5,65
Оборачиваемость дебиторской задолженности	4,00	9,74	8,41	10,16	11,52
Оборачиваемость запасов	12,00	7,49	18,99	6,29	12,98

Рейтинговая оценка коэффициентов	Вес	Инпром	ДиПОС	Металлсервис	СПК
I Соотношение притока ден.средств и долга					
Отношение выручки к фин. долгу	20%	1,22	1,01	1,15	0,99
Долг/ЕБИТДА	50%	4,73	4,77	4,76	3,85
ЕБИТДА/проценты к уплате	20%	1,61	1,62	1,39	1,07
Отношение чистой прибыли к краткосрочному долгу	10%	5,00	1,98	5,00	1,76
II Рентабельность бизнеса					
Рентабельность активов по прибыли от продаж	20%	4,40	4,22	4,00	2,79
Рентабельность продаж	50%	4,15	4,31	4,13	4,03
Рентабельность по чистой прибыли	30%	4,41	4,38	4,20	3,94
III Структура капитала					
Доля собственного капитала в балансе	33%	3,98	3,17	4,15	2,79
Доля краткосрочной задолженности в балансе	33%	2,19	1,71	2,87	2,41
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	33%	1,30	0,99	1,53	1,13
IV Ликвидность					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	25%	2,40	4,22	4,28	3,34
Коэффициент текущей ликвидности	25%	3,28	1,31	3,45	2,84
Коэффициент покрытия суммарного долга	25%	3,68	2,81	3,20	2,33
Оборачиваемость запасов	25%	3,87	1,84	4,03	2,78
VI Экспертная оценка (1-5):					
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	25%	3,00	4,00	4,00	5,00
Статус компании	25%	3,00	3,00	3,00	3,00
Размер компании	50%	4,00	4,00	4,00	4,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		3,50	3,31	3,60	3,09

повышенный средний повышенный средний

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Итоговое заключение

Шаги, предпринятые Инпромом, в рамках реализации программы повышения диверсификации и рентабельности бизнеса, а также планы развития, позволяют предположить рост капитализации компании в будущем. Стоит ожидать и повышение интереса к Инпрому со стороны крупных западных компаний металлургического сектора. В то же время текущая инвестиционная программа компании вызывает определенные сомнения в стабильности ее долговой нагрузки.

Для более детальной оценки финансового состояния Инпрома, на наш взгляд, следует дождаться отчетности компании по РСБУ за 1 полугодие 2008 г. Результаты первых 3 мес. 2008 г. не являются достаточно показательными, так как бизнес компании сильно зависит от фактора сезонности. При этом в начале года имело место остаточное влияние неблагоприятной ценовой конъюнктуры рынка металлопроката второй половины 2007 г.

Что касается снижения рентабельности бизнеса, то в определенной степени это связано с желанием компании удержать свою долю присутствия на рынке. По итогам 2007 г. Инпрому удалось не только отстоять свои позиции на рынке, но и увеличить свою долю до 3,5% за счет увеличения объема продаж (в 2006 г. компанией было продано 710 тыс. т металлопродукции, в 2007 г. – 825 тыс. т).

Принимая во внимание, заметное улучшение ситуации на отечественном рынке металлопроката во 2 кв. 2008 г., дальнейшее увеличение присутствия компании на рынке должно компенсировать неудачное начало года.

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2008 г.

Аналитическое управление**research@veles-capital.ru**

Михаил Зак
Начальник Управления
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов
Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин
Нефть и газ
SFomenko@veles-capital.ru

Станислав Фоменко
Металлургия, машиностроение
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Ирки
Металлургия, машиностроение
Mirkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Олег Сальманов
Долговой рынок
OSalmanov@veles-capital.ru

Максим Андросов
Долговой рынок (стажер)
MAndrosov@veles-capital.ru

Шон Гизатулин
Редактор/переводчик
SGizatulin@veles-capital.ru

Управление по работе с долговыми обязательствами**Bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Специалист
OStepanova@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Департамент клиентских отношений и операций на рынке капитала

Елена Железнова
Директор департамента
EZheleznova@veles-capital.ru

Андрей Черногурских
Начальник управления торговли и
продаж финансовых инструментов
AChernogurskih@veles-capital.ru

Алексей Дудкин
Зам. начальника отдела торговли и
продаж финансовых инструментов
ADudkin@veles-capital.ru

Юрий Юфряков
Начальник управления подготовки
и сопровождения
YUfryakov@veles-capital.ru

Виктория Шехурина
Специалист
VShekhurina@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабе
Работа с инвесторами
VLabeled@veles-capital.ru

Управление стратегических инвестиций

Андрей Ли
Начальник Управления
ALee@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251