

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

ВМЗ «Красный Октябрь» (Группа Мидлэнд): оценка финансового состояния

Оценка финансового состояния производственного комплекса ВМЗ «Красный Октябрь» по данным консолидированной управленческой отчетности за 6 мес. 2005 г. составила 1.13, что соответствует группе умеренного риска.

Консолидация в составе холдинга Midland Group стала драйвером роста производственных показателей металлургического комплекса «Красный Октябрь» и способствовала укреплению его финансового состояния.

Концентрируя свое внимание в сегменте специальных видов стали, помимо основных отраслевых рисков, компания несет дополнительные риски волатильности рынков легирующих элементов, что оказывает влияние на рентабельность производства. В то же время участие в бизнесе материнской компании способствует динамичному росту операционных показателей и поддерживает инвестиционную привлекательность «Красного Октября».

Волгоградский металлургический завод (ВМЗ) «Красный Октябрь» является ключевым российским активом многопрофильного холдинга, оборот которого по итогам 2004 г., согласно данным аудированной отчетности управляющей компании Midland Resources Holding Limited, составил 346.9 млн. долл.

Сфера интересов Midland Group включает производство металлов и торговлю металлопродукцией. В настоящее время холдинг занимает одно из ведущих мест среди металлургических компаний Восточной Европы, объединив в своем составе производственные комплексы, расположенные в России, Украине, Сербии и Черногории, а также сеть торговых представительств в 34 странах мира.

Деятельность российского сегмента бизнеса Midland Group координирует ОАО «Мидлэнд Кэпитал Менеджмент», которому 17 октября были переданы права единоличного исполнительного органа ЗАО «ВМЗ Красный Октябрь».

Специализацией ВМЗ «Красный Октябрь» являются стали специального назначения. Ассортиментный перечень включает металлопрокат различного сортамента и типоразмеров, для производства которого в качестве основного сырья используются лом углеродистых и легированных металлов.

Вхождение в 2003 г. в состав Midland Group, по сути, открыло «второе дыхание» металлургическому комплексу, прошедшему в 1999 г. процедуру банкротства. Финансовые вливания материнской компании в условиях льготного налогообложения, действующего еще с 1998 г. (когда для «оздоровления» финансов «Красного Октября» на заводе была введена зона экономического развития) сделали реальностью мероприятия по модернизации и расширению действующего производства. Так, количество марок выпускаемой стали с 2003 г. увеличилось практически вдвое и составляет в настоящее время более 650 видов. По итогам 2004 г. доля завода на российском рынке спецсталей увеличилась до 6%. Кроме того, планомерное наращивание объемов выпуска создает все предпосылки для преодоления в ближайшее время рубежа производства 1 млн. тонн жидкой стали в год (в 2004 г. «Красным Октябрем» произвел 679 тыс. тонн стали). В рамках мероприятий по достижению намеченного плана, в апреле текущего года был введен в действие металлургический комплекс «Машина непрерывного литья заготовки», позволяющий, наряду с увеличением мощностей по разливке стали, сократить производственные потери и улучшить экологические показатели.

Участие материнской компании в трейдинговых операциях поддерживает стабильность сбыта готовой продукции, как на внешнем, так и на российском рынке и обеспечивает пополнение портфеля заказов. География экспорта продукции «Красного Октября» включает страны Западной Европы, Ближнего Востока, Азии и др. Около 14% экспорта приходилось в 2004 г. на долю США.

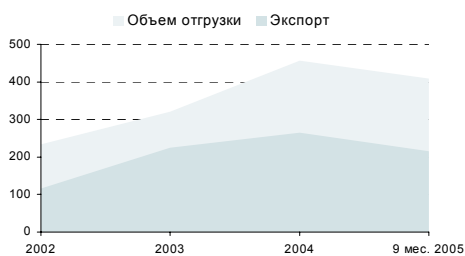
Оценка финансовых показателей ВМЗ «Красный Октябрь» – 1.13. Риск умеренный.

Финансовые показатели Midland Group, млн. долл.

	2003	2004
Активы	310,4	554,8
Долг	69,0	151,6
Выручка	202,6	346,9
ЕБИТ	56,0	134,0
ЕБИТ margin	28%	39%
Debt ratio	22%	27%
Leverage ratio	37%	42%
Total debt/ЕБИТ	1,2	1,1

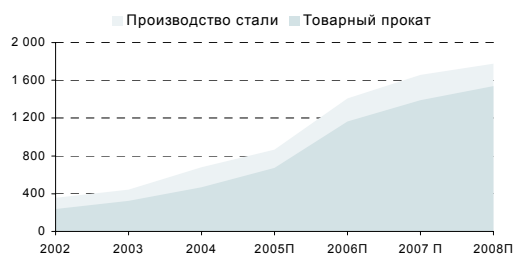
Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Объем отгрузки металлопродукции, в т. ч. экспорт, тыс. тонн



Источник: Данные компании

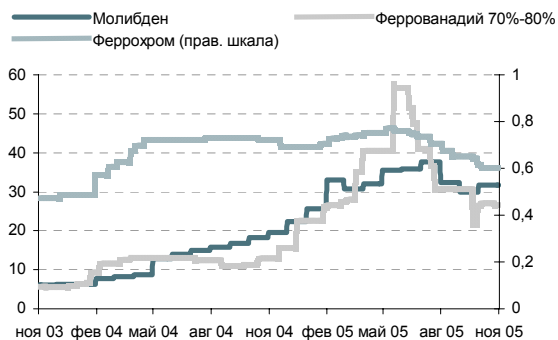
Структура производства ВМЗ «Красный Октябрь», тыс. тонн



Источник: Данные компании

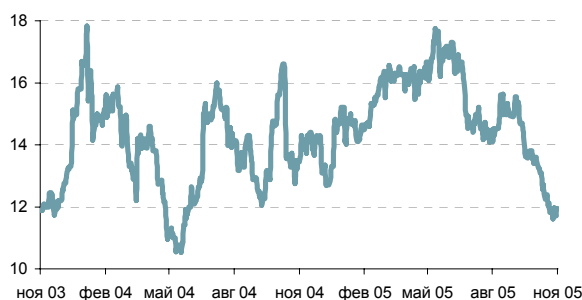
Концентрируя внимание в сегменте специальных сталей, востребованность которых ежегодно растет, компания формирует дополнительные возможности для укрепления своего финансового положения. Улучшение внутреннего макроэкономического климата в стране стимулирует развитие отраслей-потребителей продукции «Красного Октября», в частности, автопрома, на долю которого приходится более 30% сбыта, химического, нефтяного и энергетического машиностроения и т.д. Вместе с тем, риски зависимости от конъюнктуры стального рынка для компании усугубляются риском волатильности рынков легирующих элементов (никеля, молибдена, феррованадия др.), высокие цены которых в условиях расширения производства усиливают бремя и без того значительных операционных издержек.

Динамика цен на легирующие элементы, USD/фунт



Источник: Bloomberg

Динамика цен на никель, тыс. USD/тонна



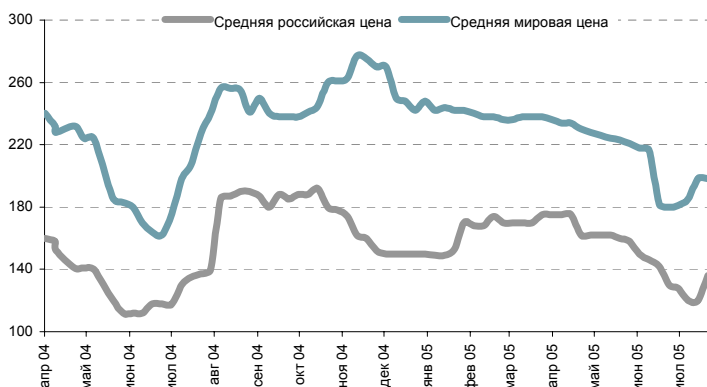
Источник: Bloomberg

Несмотря на то, что активность «Красного Октября» на внутреннем рынке постепенно растет: по итогам 9 мес. 2005 г. доля экспорта в общем объеме произведенной продукции составила 52%. Таким образом, компания, как большинство отечественных металлургов, находится под влиянием конъюнктуры мирового рынка стали.

Характерной особенностью современного рынка стали является перемещение центра производства из стран ЕС и США, традиционно выступавших «передовиками» отрасли, в динамично развивающийся азиатский регион. В настоящее время роль «первой скрипки» принадлежит Китаю, увеличивающему внутреннее производство рекордно высокими темпами (за 9 мес. 2005 г. +27.4% к аналогичному периоду прошлого года), по следам которого целеустремленно движется Индия (+16.5%). Сокращение импорта стали в азиатский регион перераспределяет сформировавшиеся товарные потоки и оказывает сильное давление на мировые цены. Вместе с тем, растущий азиатский спрос на сырье подогревает увеличение стоимости сырьевых ресурсов (железорудного сырья, коксующихся углей, легирующих добавок и пр.) на мировом рынке, что также создает угрозу сохранению рентабельности металлургов и побуждает многих из них искать новые возможности для сохранения эффективности. В сложившейся ситуации некоторые выбирают сокращение объемов выпуска, другие, как, в частности, «Красный Октябрь» предпочитают сконцентрироваться на продукции более высокого передела и оптимизировать сбыт.

Держаться на плаву проце отечественным производителям, входящим в состав вертикально-интегрированных холдингов, обеспеченных собственной сырьевой базой, либо, как «Красный Октябрь», ориентированным на переработку металлического лома. Текущие внутренние цены на металлолом на 60-70 долл. ниже мировых, тогда как внутренние цены на железнорудное сырье превышают мировые.

Динамика средних российских и мировых цен на металлолом, USD/тонна



Источник: MetalTorg.ru

Оценку финансового состояния ВМЗ «Красный Октябрь» мы осуществляем на основе данных управленческой отчетности по РСБУ, которая позволяет получить адекватное представление о реальном положении компании, поскольку консолидирует также результаты ее внешнеторговых операций.

Позитивный эффект участия «Красного Октября» в составе Midland Group находит выражение в росте его операционных показателей. Так, в 2004 г. по сравнению с 2003 г. продажи компании выросли более чем на 60%, с 3.7 млрд. руб. до 6 млрд. руб. При этом, завод преодолел порог безубыточности: прибыль от продаж составила 174.6 млн. руб. против убытка в размере 71.4 млн. руб. годом ранее.

В первом полугодии текущего года «Красный Октябрь» продолжил набирать обороты, что обеспечило выручку в размере 4.7 млрд. руб. (+72% к аналогичному показателю 2004 г.) и почти четырехкратный рост прибыли от продаж до 437 млн. руб. (114.7 млн. руб. по итогам 6 мес. 2004 г.).

По итогам первого полугодия 2005 г. оценка компании по методике Банка ЗЕНИТ составила 1.13, что позволяет отнести ВМЗ «Красный Октябрь» к группе эмитентов, характеризующихся умеренным риском.

Конечно, уровень вертикально-интегрированных холдингов, консолидирующих высоко-рентабельный «сырьевой блок» остается еще достаточно далеким. При этом на фоне перерабатывающих металлургических заводов, представленных на долговом рынке «Красный Октябрь», на наш взгляд, выглядит довольно привлекательно.

Анализ финансового состояния

Оценка финансового состояния ВМЗ «Красный Октябрь»

	2004		1 пг 2005	
	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***				
Leverage ratio	0,86	0,00	0,85	0,00
Debt ratio	0,64	0,00	0,62	0,00
Current ratio	1,66	3,00	1,58	3,00
Cash ratio	0,03	0,17	0,03	0,13
*** Рентабельность ***				
Net Margin	1,0%	0,38	6,6%	1,73
EBITDA Margin	3,6%	0,00	9,7%	0,55
Operating Margin	2,9%	0,00	9,3%	0,85
*** Адекватность денежных потоков ***				
Total debt/EBITDA	14,53	0,00	4,33	0,00
SFO/Total debt	-0,57	0,00	-0,07	0,00
EBIT interest coverage	1,52	0,89	3,10	1,30
*** Динамика финансовых показателей ***				
Динамика выручки	0,61	3,00	0,72	3,00
Динамика прибыли	-	3,00	2,83	3,00
Оценка надежности		0,87		1,13

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Сравнительные показатели предприятий металлургического комплекса по итогам 6 мес. 2005 г.

	Красный Октябрь	Свободный Сокол	Тулачермет	НСМЗ**	Мечел*	Мечел/стальной сегмент*	Северсталь*
Выручка, млн. руб.	4 736	2 797	9 387	6 206	61 454	44 421	118 272
Op. Margin	9,3%	-6,2%	-4,9%	16,9%	16,9%	3,3%	26,0%
EBITDA Margin	9,7%	-7,4%	-4,5%	19,6%	19,7%	6,6%	29,7%
Debt ratio	62,3%	57,7%	64,0%	54,1%	11,7%	нд	13,2%
Total Debt/EBITDA	4,3	-	-	4,9	0,5	нд	0,1
EBIT Interest coverage	3,1	-	-	8,3	16,6	нд	11,1

*Отчетность Мечела и Северстали по МСФО, пересчет по курсу 28.6721 руб./долл.
**Отчетность НСМЗ МСФО за 2004 г.

Источник: Отчетность по РСБУ, МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Сфокусировав свое внимание в сегменте сталей специального назначения, компания, с одной стороны, обеспечивает большую добавленную стоимость, нежели предприятия металлургического комплекса, специализирующиеся только на рядовом прокате. Вкупе с расширением масштабов производства и повышением загрузки мощностей, это позволило с практически нулевой рентабельности по EBITDA выйти по итогам 6 мес. 2005 г. на уровень 9.7%, что, в частности, превышает аналогичный показатель металлургического сегмента Мечела (6.6%, при интегрированном 19.7%). С другой стороны, возможные колебания цен на легирующие элементы создают угрозу для рентабельности «Красного Октября».

Реализация инвестиционной программы в условиях ограниченных собственных средств спровоцировала усиление долговой нагрузки, текущий уровень которой довольно высок и

выделяется нами в числе основных финансовых рисков. Общая сумма финансовых обязательств по кредитам и займам на конец 1 полугодия 2005 г. достигла 3.99 млрд. руб., что составляет около 62% валюты баланса. При этом преобладание среднесрочных обязательств нивелирует риски рефинансирования долга в ближайшей перспективе, а способность компании выполнять обязательства по уплате процентов не вызывают сомнений: EBIT покрывает сумму начисленных процентов более чем в 3 раза.

Перспективы развития компании определяются производственной стратегией материнского холдинга, в качестве ключевых пунктов которой можно выделить:

- увеличение мощностей по производству стали к 2008 г. до 2 млн. тонн,
- сохранение специализации и доведение доли легированных конструкционных сталей до 40-45% от объема выплавки.

По мере достижения намеченных целей в качестве возможных путей развития рассматривается также укрепление позиций в сегменте металлосервисных услуг. Кроме того, не стоит исключать участия «Красного Октября» в проектах Midland Group по развитию на других дочерних активах, специализирующихся на вагоностроении и производства труб. Реализация выбранной стратегии рассматривается «Красным Октябрем» как способ доведения к 2008 году выручки от продаж до 500 – 600 млн. долл., а чистой прибыли до 100-120 млн. долл.

Таким образом, «Красный Октябрь» имеет достаточно шансов для укрепления своего финансового состояния в ближайшие годы, при этом его перспективы существенно зависят от поддержки со стороны материнского холдинга.

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tret'yakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.