

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

«Сибирский Цемент». Итоги 2005 года: на волне роста

ХК «Сибирский Цемент» - ведущий производитель цемента в Сибирском Федеральном Округе, занимающий 69% регионального рынка и 7.3% российского. Холдинг объединяет в своем составе четыре цементных завода: топкинский (Кемеровская область), красноярский (Красноярский край), ангарский (Иркутская область) и тимлюйский (Республика Бурятия). В Группу также входит комбинат «Волна» (Красноярский край), специализирующийся на дальнейшей переработке цемента в волнистоцементные изделия (шифер, кровельные материалы).

Оценка финансовых показателей:

ХК «Сибирский Цемент» (конс.) - 2.75
Минимальный риск

Так как ряд ключевых активов (в частности, красноярский и ангарский заводы, комбинат «Волна») вошли в состав «Сибирского Цемента» в течение 2004 года, а наименьший по объемам выпуска Тимлюйский цементный завод - в первом квартале 2005, можно считать, что прошедший год стал первым периодом функционирования, позволяющим относительно адекватно оценить масштабы деятельности Холдинга. Учитывая этот факт, а также предполагая сохранение позитивного ценового тренда на рынке цемента, в своих прогнозах на 2005 год, опубликованных перед размещением выпуска облигаций, эмитент закладывал рост консолидированного объема продаж с 2.33 млрд. рублей в 2004 до 4.045 млрд. руб. в 2005 (+73%). Однако результаты года превзошли все ожидания: согласно неаудированной консолидированной отчетности, выручка достигла 5.853 млрд. рублей, в 2.5 раза больше, чем годом ранее, и на 45% выше первоначального прогноза.

Результаты года превзошли все ожидания: выручка на 45% выше первоначального прогноза.

Консолидированные результаты Группы «Сибирский Цемент» за 2005 год: фактические и прогнозные

	2005	2005П	Факт./Прогноз., %
Выпуск цемента, тыс. тонн	3 527	3 120	13%
Выручка, млн. руб.	5 853	4 045	45%
ЕВITDA, млн. руб.	1 576	1 133	39%
Чистая прибыль, млн. руб.	987	684	44%

Источник: данные компании

Причиной столь впечатляющей динамики стал растущий спрос на цемент, подогреваемый высокими темпами строительства в сибирских регионах. Согласно данным Госкомстата, в 2005 году объем введенных жилых площадей в СФО увеличился на 13%, а в Красноярском крае, Кемеровской и Иркутской областях, где сосредоточены основные мощности «Сибирского Цемента», объем сданного жилья вырос на 18%, 10% и 13% соответственно. Наиболее существенные темпы роста жилищного строительства наблюдались в Омской области (+45%), где «Сибирский Цемент» контролирует около 60% цементного рынка. При этом, официальная статистика не учитывает рост объемов еще не завершенного, а также нежилого строительства: реальные темпы роста отрасли, по всей видимости, были еще выше.

Причины успеха – растущие темпы строительства в СФО и высокий спрос на цемент

Крупнейшие регионы СФО по объему введенных жилых площадей в 2005

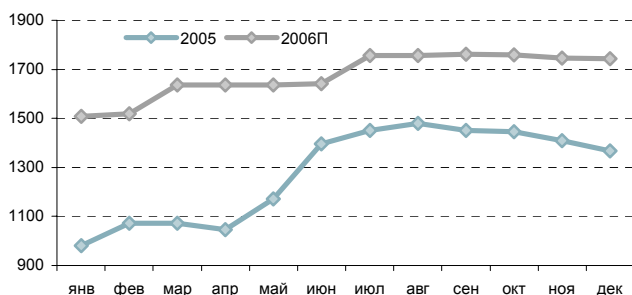
	тыс. кв. м.	Рост к 2004 г.	Доля в общем объеме площадей по СФО
Красноярский край	780.3	18%	18%
Омская область	755.9	45%	17%
Новосибирская область	704.4	0%	16%
Кемеровская область	641	10%	15%
Алтайский край	398.4	13%	9%
Томская область	320.7	8%	7%
Иркутская область	302.5	13%	7%
Республика Бурятия	201.2	2%	5%
СФО	4407.8	13%	100%

Источник: Госкомстат

Высокий спрос стал стимулом для более значительного увеличения выпуска: производство цемента в 2005 году на 13% превысило план. Кроме того, этому способствовали и стремительно растущие цены, позволившие увеличить транспортное плечо и поставлять цемент в удаленные от заводов регионы. При этом, заметное расширение собственного парка подвижного состава позволило сократить транспортные расходы.

В своих прогнозах на 2005 год компания отталкивалась от консервативного роста средней цены реализации на 16%. На практике высокий спрос, как в СФО, так и в Европейской части России, повышение себестоимости производства и растущая монополизация российского цементного рынка, привели к тому, что среднемесячная цена реализации без НДС и ж/д тарифа к концу прошлого года выросла на 28% по сравнению с декабрем 2004, а в месяцы пикового спроса (июль – август) рост достигал 36%-38%.

Динамика среднемесячных цен без НДС и ж/д тарифа, 2005 - 2006П:



Источник: данные компании

Растущие цены обеспечили повышение показателей рентабельности: норма прибыли по EBITDA выросла с 23% в 2004 до 27%, по чистой прибыли – с 15% до 17%.

Благоприятные финансовые результаты и сравнительно небольшие инвестиционные расходы, составившие в прошлом году порядка 440 млн. рублей (направлены в модернизацию производства, расширение транспортного парка), позволили Холдингу придерживаться довольно консервативной политики в области заемного капитала. Общий объем финансового долга на 01.01.2006 составил 1.1 млрд. рублей, чистый долг – 870 млн. рублей. При этом, относительные показатели долговой нагрузки существенно улучшились: отношение Debt/EBITDA снизилось с 1.3 до 0.7, покрытие долга за счет операционного денежного потока, которое в 2004 году было отрицательным, составило 0.52.

Долговая нагрузка Холдинга не вызывает опасений: Debt/EBITDA = 0.7 по итогам года

По состоянию на май 2006 общий объем финансового долга «Сибирского Цемента» составил 1.39 млрд. рублей, из которых 58% пришлось на облигационный выпуск с офертой в июне 2006 и погашением в 2008.

Холдинг «Сибирский Цемент»: оценка финансовых показателей:

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***				
Leverage ratio	0.54	1.4	0.52	1.6
Debt ratio	0.38	0.7	0.31	1.4
Current ratio	1.23	1.9	2.43	3.0
Cash ratio	0.01	0.0	0.25	3.0
*** Рентабельность ***				
Net Margin	15%	3.0	17%	3.0
EBITDA Margin	23%	3.0	27%	3.0
Operating Margin	22%	3.0	27%	3.0
*** Адекватность денежных потоков ***				
Total debt/EBITDA	1.30	2.7	0.70	3.0
CFO/Total debt	-0.15	0.0	0.52	3.0
EBIT interest coverage	39.99	3.0	19.03	3.0
*** Динамика финансовых показателей ***				
Динамика выручки	1.27	3.0	1.15	3.0
Динамика прибыли	31.07	3.0	16.59	3.0
Оценка надежности	2.06		2.75	

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

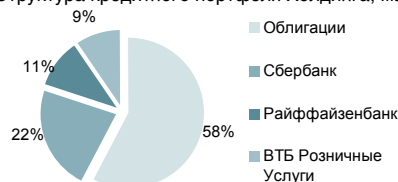
В целом, финансовое состояние «Сибирского Цемента», согласно методике Банка ЗЕНИТ, соответствует минимальному риску: оценка рейтинга по неаудированной консолидированной отчетности за 2005 год составила 2.75.

Консолидированные показатели Холдинга, 2004 – 2005:

млрд. руб.	2004	2005
Выручка	2.34	5.85
EBITDA	0.55	1.58
Чистая прибыль	0.35	0.99
EBITDA margin	23%	27%
Net margin	15%	17%
Sales growth, %	-	150%

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Структура кредитного портфеля Холдинга, май 2006



Источник: Данные компании

В структуре Холдинга основная выручка и прибыль отражается на производственных активах: реализация цемента, в основном, происходит напрямую конечным потребителям. Обороты по другим компаниям, входящим в Холдинг (сервисные предприятия, управляющая компания ОАО ХК «Сибирский Цемент») являются внутренними, и мало влияют на консолидированный результат. Как следствие, консолидированная выручка близка к суммарной за год по РСБУ отчетности основных предприятий, составившей чуть более 6 млрд. рублей. Прирост продаж по четырем производственным активам составил 18% - 116%, при этом на долю поручителей по облигационному займу (Топкинский и Красноярский заводы) пришлось 64% оборота.

Объем продаж отдельных компаний Холдинга, 2004-2005:

Дата включения в состав холдинга	Предприятие	2004	2005	изм., %
2001	Топкинский Цемент	1 908.7	2 870.4	50%
апр.04	Красноярский Цемент	442.3	954.7	116%
окт.04	Ангарскцемент	690.8	1 262.7	83%
дек.04	Комбинат "Волна"	532	629	18%
апр.05	Тимлюйский ЦЗ	-	287	-
	Итого:	3 573.9	6 003.9	68%

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Около 21% выручки Холдинга в прошлом году составили продажи цемента с Ангарского завода. Предприятие находится в управлении эмитента с осени 2004 года. Вместе с тем, контроль над активом периодически пытается оспорить второй крупнейший акционер, новосибирская Группа РАТМ, что, на наш взгляд, является негативным моментом, бросающим тень на довольно радужную картину кредитного качества компании.

Вопрос о том, кому именно из двух акционеров принадлежит контрольный пакет акций завода, находится в правовой плоскости, при этом последние решения судебных инстанций (в частности, Арбитражного суда г. Москвы от 24.05.2006) складываются в пользу «Сибирского Цемента»: по данным эмитента, ему принадлежат 50.03% УК. Не углубляясь в юридические детали, мы отмечаем, что в настоящий момент Холдинг осуществляет 100% оперативный контроль деятельности предприятия, в том числе, полностью контролирует поставки сырья с принадлежащего ему карьера «Перевал». Мы расцениваем вероятность утраты контроля над заводом как довольно низкую. В тоже время, даже если рассмотреть гипотетическую возможность неблагоприятного исхода конфликта, контроль над сырьевой базой является веским доводом в пользу того, что «Сибирский Цемент» вряд ли может полностью лишиться денежных потоков от своего Ангарского актива.

Спор вокруг контроля над Ангарскцементом: слабая сторона кредитного качества эмитента

РСБУ отчетность поручителей по займу за 1 квартал 2006 подтвердила позитивный тренд прошлого года: темп роста выручки ООО «Топкинский Цемент» и ООО «Красноярский Цемент» составил 94% и 64% соответственно. Норма прибыли по EBITDA по двум предприятиям оказалась ниже годовой (22%-25%), что является следствием сезонности бизнеса: зимой, в период минимальной строительной активности и спроса на цемент, заводы обычно проводят ремонтные работы, что отражается в росте затрат.

1 квартал 2006 подтвердил позитивный тренд прошлого года

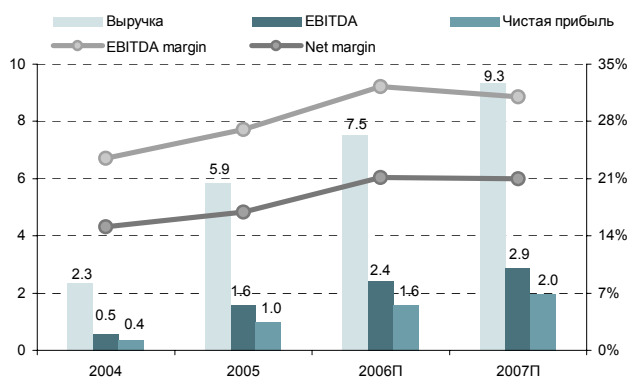
Результаты Топкинского Цемента и Красноярского Цемента в 2005 и 1 кв. 2006:

Предприятие	2005	1 кв 2006
Топкинский Цемент		
Выручка	2 870.4	558.3
темп роста	50%	94%
EBITDA	728	74
EBITDA margin	25%	13%
Красноярский Цемент		
Выручка	954.7	219.8
темп роста	116%	64%
EBITDA	209.04	43.88
EBITDA margin	22%	20%

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Результаты 2005 года заставили эмитента пересмотреть прогнозы по выручке и прибыли на 2006-2007 гг. В частности, прогноз продаж увеличен до 7.5 млрд. рублей в 2006 и 9.3 млрд. руб. в 2007 при EBITDA на уровне 2.4 млрд. руб. и 2.9 млрд. руб., что соответствует рентабельности по EBITDA порядка 31%-32%.

Операционные показатели и рентабельность: 2004-2007П



Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В прогноз заложен рост цен и объемов производства на уровне 15% и 8% в год, чему должен способствовать стабильный спрос со стороны строительной отрасли. В частности, в рамках исполнения федеральной программы «Доступное жилье», в соответствии с планами, озвученными полномочным представителем президента РФ в округе Анатолием Квашниным, объем вводимых жилых площадей в СФО к 2007 году должен вырасти на 50% по отношению к уровню 2004 года, что соответствует росту на 32% к уровню 2005 г.

В более долгосрочной перспективе фактором, способным воспрепятствовать дальнейшему росту продаж, может стать исчерпание свободных мощностей по производству цемента. В частности, по одному из заводов Холдинга, красноярскому, запланированный на 2006 год объем производства уже близок к проектной мощности. Для решения этой проблемы «Сибирский Цемент» планирует в ближайшее время начать работы по строительству новой линии на красноярском заводе мощностью 1.2 млн. тонн. Выпуск на новой линии будет осуществляться по наиболее эффективному «сухому» способу. Согласно первоначальным планам, запустить новую линию предполагается к 2009 году: к этому моменту эмитент ожидает возникновение существенного дефицита цемента на региональных рынках. Общий объем инвестиционных затрат оценивается на уровне 150 млн. долл., из которых порядка трети предполагается профинансировать за счет собственных средств, оставшуюся часть – за счет заемных ресурсов, в том числе кредитов на поставку оборудования под залог международных экспортных агентств. Кроме того, источником финансирования потенциально могут стать средства от размещения акций: в 2008 году «Сибирский Цемент» планирует провести IPO.

Помимо строительства новой линии, «Сибирский Цемент» продолжает инвестировать в модернизацию существующих производств, расширение собственного парка вагонов для перевозки цемента, а также запуск сети бетонных мини-заводов, первые из которых начнут функционировать в этом году. Всего в развитие существующего бизнеса в 2006 г. планируется направить 670 млн. рублей. Наконец, третьим направлением вложения средств, в том числе из заемных источников, может стать приобретение новых цементных активов, как в СФО, так и за его пределами.

Довольно амбициозная стратегия развития на среднесрочную перспективу неизбежно приведет к росту долговой нагрузки эмитента, в том числе за счет планируемого второго выпуска облигаций. В то же время, зафиксированный в прошлом году рост денежных потоков и довольно реалистичные прогнозы на 2006 год обеспечивают «Сибирскому Цементу» неплохой запас прочности в плане увеличения кредитного плеча. Если предположить ухудшение показателя Debt/EBITDA с нынешних 0.7 до 2 (что, по нашей методике, все еще соответствует низкому финансовому риску), то при прогнозном значении годовой EBITDA 2.4 млрд. рублей уровень долга на конец 2006 г., не представляющий значительной угрозы для кредитного качества «Сибирского Цемента», составляет 4.8 млрд. руб., почти в 3.5 раза выше текущего значения.

Новая линия мощностью 1.2 млн. тонн по «сухому» способу: ключевой проект на ближайшие 3 года

Яков Яковлев
y.yakovlev@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
 Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков
 Кирилл Копелович

roman.pivkov@zenit.ru
 kopelovich@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления
 Еврооблигации
 Рублевые облигации
 Рублевые облигации
 Брокерское обслуживание
 Брокерское обслуживание

Константин Поспелов
 Владислав Григорьев
 Алексей Третьяков
 Роман Попов
 Ирина Киреева
 Тимур Мухаметшин

konstantin.pospelov@zenit.ru
 v.grigoriev@zenit.ru
 a.tretyakov@zenit.ru
 r.popov@zenit.ru
 i.kireeva@zenit.ru
 t.mukhametshin@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
 firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
 Еврооблигации
 Анализ кредитных рисков
 Акции
 Акции
 Акции

Яков Яковлев
 Александр Доткин
 Ольга Ефремова
 Евгений Суворов
 Мария Сулима
 Дмитрий Лукашов

y.yakovlev@zenit.ru
 a.dotkin@zenit.ru
 o.efremova@zenit.ru
 e.suvorov@zenit.ru
 m.sulima@zenit.ru
 d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Валерий Голованов

v.golovanov@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.