

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Сибирский Цемент: закладывая фундамент роста

«Сибирский Цемент» - крупнейший за Уралом производитель цемента, объединяющий в своем составе четыре цементных завода: ООО «Топкинский цемент» (Кемеровская область), ООО «Красноярский цемент» (Красноярский край), ОАО «Ангарскцемент» (Иркутская область), ООО «Тимлюйский цементный завод» (Бурятия), а также производителя асбоцементных изделий, использующего в качестве сырья продукцию основных предприятий - комбинат «Волна» (Красноярский край).

- Холдинг представляет собой молодую, динамично развивающуюся структуру: большая часть активов, за исключением базового предприятия, Топкинского цементного завода, была приобретена в 2004 – 1 кв. 2005 г. Эффект от сделанных приобретений в полной мере найдет отражение в операционных и финансовых показателях текущего года: консолидированный объем продаж по предприятиям Холдинга, согласно консервативному прогнозу, должен вырасти более чем на 70% с 2.4 млрд. рублей до 4.04 млрд. рублей.
- Консолидация активов позволила «Сибирскому цементу» занять позиции лидера, контролирующего, по оценкам компании, более 64% рынка цемента в Сибирском федеральном округе. В течение 2004 г. заводами, входящими в состав Группы, было выпущено более 2.6 млн. тонн цемента, что составляет около 6% от общероссийского выпуска.
- Отрасль производства цемента, как в России в целом, так и в СФО в частности, находится в стадии активного роста. Спрос на продукцию подогревается растущими темпами жилищного и промышленного строительства (около 30% по СФО в 2004 году), что позволяет участникам отрасли наращивать загрузку мощностей и увеличивать отпускные цены: прошлым году прирост средней отпускной цены цемента в Сибири превысил 50%. По оценкам участников рынка, рост спроса на цемент на уровне 10-12% в год сохранится в перспективе ближайших 2 - 5 лет, что создает возможность для дальнейшего повышения цен в пределах 15%-20% ежегодно.
- Более чем 50% рост цен на продукцию заводов Группы в прошлом году позволил достичь высоких показателей рентабельности бизнеса. EBITDA Группы по консолидированной отчетности составила 548 млн. рублей, чистая прибыль – 353 млн. рублей, что соответствует норме прибыли по EBITDA в размере 23.5%, по чистой прибыли – 15%.
- Холдинг характеризуется умеренной долговой нагрузкой: общий объем финансового долга (696.6 млн. рублей на 01.06.05) на 79% покрывается годовой EBITDA, не отразившей в полной мере эффект от приобретения новых активов. После размещения облигационного займа, порядка 57% которого (460 млн. рублей) будет направлено на рефинансирование текущей задолженности, объем долга вырастет до 1.036 млрд. рублей, а показатель покрытия снизится до 53%. При этом, данное ухудшение является временным: в соответствии с ожидаемым ростом EBITDA до 1.131 млрд. рублей и прогнозируемым объемом внешнего долга по Холдингу на конец года в размере 1.05 – 1.08 млрд. рублей,

Оценка финансовых показателей:

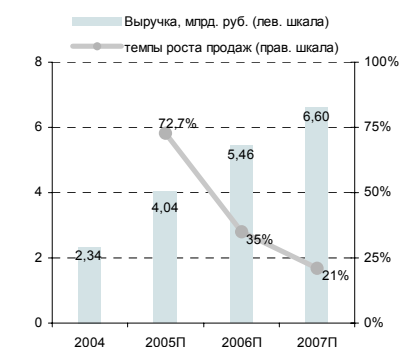
Сибирский Цемент (конс.) - 1.92
Низкий риск

Основные предприятия Холдинга

	Проектная мощность, млн. тонн.	Дата включения в состав Группы	Доля в УК
Топкинский цемент	3	2001	100%
Красноярский цемент	0,93	апр.04	100%
Ангарскцемент	1,2	окт.04	49%
Тимлюйский цементный завод	0,66	апр.05	75%
всего	5,79		

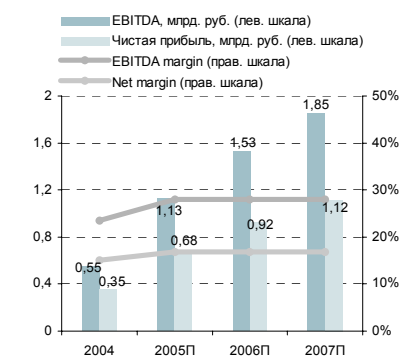
Источник: данные компании

Динамика продаж, 2004-2007П



Источник: данные компании

Прибыль и рентабельность, 2004-2007П



Источник: данные компании

покрытие долга за счет EBITDA в 2005 году должно превысить 100%.

- В целом, финансовое состояние Холдинга, согласно методике Банка ЗЕНИТ, соответствует низкому риску: оценка рейтинга по неаудированной консолидированной отчетности за 2004 год с учетом корректировки на размещаемый займ – 1.92.

Холдинг «Сибирский Цемент»: оценка финансовых показателей:

	2004	
	К	Оценка
*** Структура капитала ***		
Leverage ratio	0,59	1,1
Debt ratio	0,45	0,0
Current ratio	1,23	1,9
Cash ratio	0,01	0,0
*** Рентабельность ***		
Net Margin	0,15	3,0
EBITDA Margin	0,23	3,0
Operating Margin	0,22	3,0
*** Адекватность денежных потоков ***		
Total debt/EBITDA	1,93	2,1
CFO/Total debt	-0,10	0,0
EBIT interest coverage	39,99	3,0
*** Динамика финансовых показателей ***		
Динамика выручки	1,27	3,0
Динамика прибыли	31,07	3,0
Оценка надежности		1,92

Источник: Данные компании

- Слабой стороной кредитного качества эмитента является не сформированная окончательно структура Группы компаний «Сибирский Цемент». В частности, в уставном капитале одного из приобретенных заводов, ОАО «Ангарскцемент», Холдинг не имеет контрольного пакета, что потенциально создает поле для корпоративного конфликта с другими собственниками. В то же время, стоит отметить, что «Сибирский Цемент» с долей в 49% является крупнейшим акционером, а также полностью контролирует поставки сырья на завод (главный поставщик – входящий в Холдинг карьер «Перевал»), в силу чего осуществляет оперативный контроль на предприятии и консолидирует его в своей отчетности.
- Кроме того, находящийся в стадии формирования Холдинг не имеет аудированной консолидированной отчетности. В то же время, последний фактор отчасти компенсируется довольно прозрачной структурой продаж конечной продукции в рамках Группы: заводы реализуют цемент напрямую конечным потребителям, а не собственным торговым домам, как это традиционно бывает внутри холдинговых структур. Таким образом, трансфертное ценообразование в рамках Холдинга отсутствует, основные предприятия являются «центрами прибыли», и анализ их отчетности в целом позволяет судить о масштабах бизнеса Группы.

На рынке долга цементная отрасль представлена единственным займом ОАО «Искитимцемент» - второго по объемам продаж после эмитента игрока на сибирском рынке цемента. При нескольких лучших показателях рентабельности (27% по EBITDA против 23% у эмитента) и сравнимой долговой нагрузке, «Искитимцемент» почти вдвое уступает «Сибирскому Цементу» по масштабам: выручка по итогам прошлого года составила 1.1 млрд. руб. против 2.4 млрд. руб. у эмитента. Кроме того, при оценке кредитного качества мы обращаем внимание на перспективы развития бизнеса: Сибирский Цемент – растущий холдинг, выручка которого в этом году существенно увеличится за счет уже сделанных приобретений, при этом, планирующий дальнейшие покупки производственных активов в цементной отрасли. В то же время, Искитимцемент, сам по себе являющийся вторым по величине заводом в Сибири, контролируется Группой «РАТМ» (Новосибирск), для которой производство цемента не является профильным бизнесом.

Мы полагаем, что доходность по выпуску «Сибирского цемента» должна включать дисконт к доходности Искитимцемента за более высокое кредитное качество и лучшие перспективы развития, который мы оцениваем на уровне 120 - 150 б.п.

Позиционирование выпуска

Сибирский Цемент и Искитимцемент: сравнительный анализ

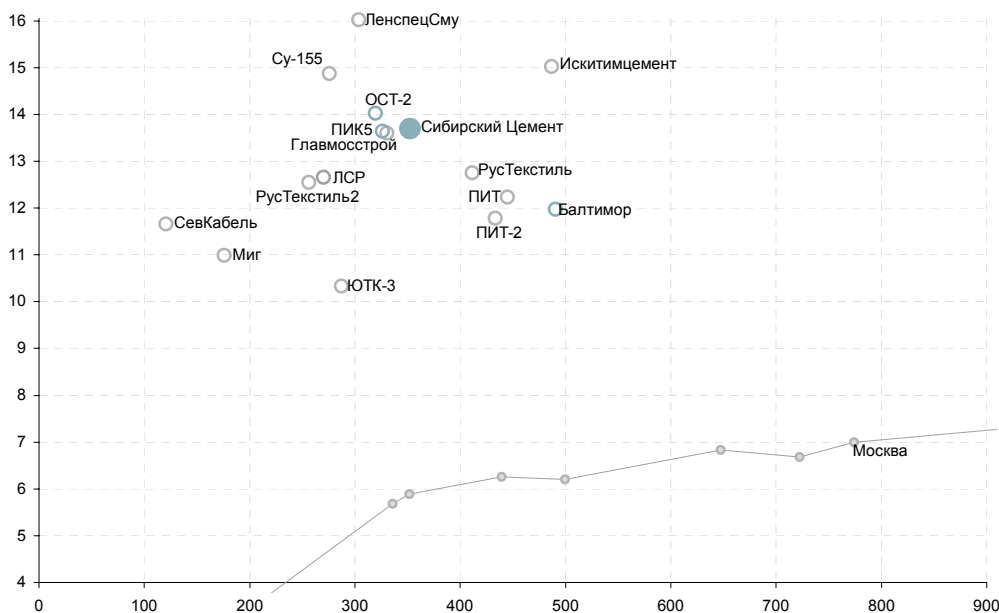
	Сибирский цемент, 2004	Искитим цемент, 2004
Выручка, млн. руб.	2339	1122
EBITDA, млн. руб.	548	298
Чистая прибыль, млн. руб.	354	123
EBITDA margin	23%	27%
EBITDA/Debt	1,93	1,92
Debt ratio	45%	46%
Итоговая оценка	1,92	1,79

Источник: Данные компании, СКРИН

Облигации Искитимцемента по состоянию на 14.06.2005 торговались с доходностью 10.39% годовых к оферте в декабре 2005 года и 15.02% к погашению, что обеспечивает спред к московской кривой порядка 680 б.п. и 880 б.п. Мы берем в качестве базы для сравнения доходность к погашению, т.к. она, на наш взгляд, в большей степени соответствует кредитному качеству заемщика. Учитывая дисконт за кредитное качество на уровне 120 - 150 б.п., а также за вероятно более высокую ликвидность размещаемого выпуска по сравнению с Искитимцементом (30 б.п.), на что позволяет рассчитывать вчетверо больший объем эмиссии, справедливый спред доходности облигаций Сибирского цемента к московской кривой мы оцениваем на уровне 700 - 730 б.п. С учетом премии за первичное размещение (50 б.п.), обозначенный уровень спреда обеспечивает доходность к годовой оферте по облигациям «Сибирского цемента» на уровне 13.4% - 13.7% годовых, что соответствует ставке купона 12.98% - 13.26%.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Кривая доходности рублевых облигаций на 14.06.2005:



Источник: Банк ЗЕНИТ, ММВБ

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 Еврооблигации	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Рублевые облигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Акции	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Конверсионные операции	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	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.suvorov@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.