

Российские корпоративные облигации

20 февраля 2007г.

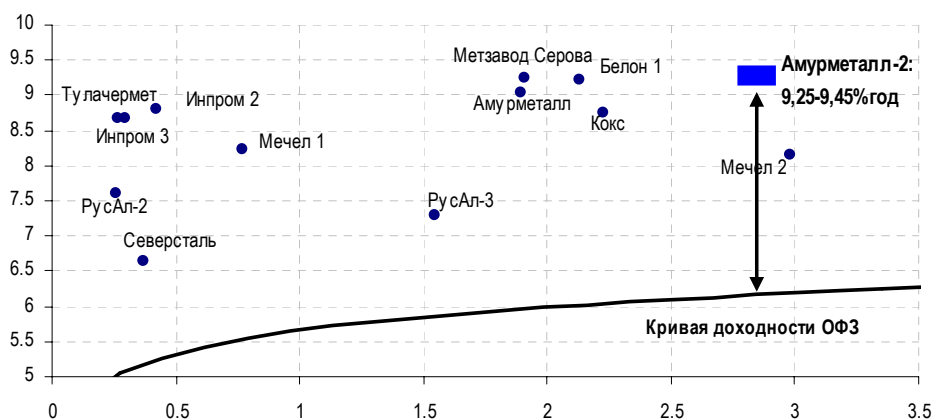
Специальное обозрение

Амурметалл: «Как закалялась сталь – 2»

- Амурметалл — единственный на Дальнем Востоке современный электрометаллургический завод по выплавке электростали с дальнейшим переделом в сортовой и листовой прокат. Выгодное географическое положение обеспечивает компании доминирующие рыночные позиции в Восточной Сибири и российских регионах Дальнего Востока. По данным агентства Эксперт РА, Амурметалл входит в число 400 крупнейших компаний России по объемам выручки.
- Развитие предприятия началось в 2003г. после смены собственников. По предварительным данным за 2006г., объем производства стали составил около 835 тыс. тонн, что на 7% больше, чем в 2005г. А с момента смены собственника в 2003г. объем производства увеличился в 2,5 раза. Реализации инвестиционной программы позволит увеличить объем производства стали за 3 года до 2,2 млн тонн в год.
- Выручка Компании за 9 мес. 2006г. выросла на 16% в сравнении с аналогичным периодом 2005г., составив 7,0 млрд руб. Основными факторами роста стали благоприятная конъюнктура на рынке черной металлургии, а также рост объемов производства.
- Помимо увеличения объемов продаж, растет и эффективность деятельности Компании: прибыль EBITDA за 9 мес. 2006г. составила порядка 1,1 млрд руб. (475 млн руб. за 9 мес. 2005г.) при рентабельности 15% (8% за 9 мес. 2005г.). Чистая прибыль за тот же период составила 272 млн руб., увеличившись за год более чем на 80%.
- Компания рассчитывает на дальнейшее увеличение рентабельности за счет эффекта от приобретения ломозаготовительных предприятий, а также снижения тарифа на электроэнергию. В 2006 г. Амурметалл был отнесен к категории базового потребителя энергии и заключил долгосрочный договор по поставке э/энергии.
- По итогам 9 мес. 2006г. коэффициент Долг/EBITDA составил порядка 2,7х в годовом исчислении. Мы ожидаем, что по итогам 2006г. долговая нагрузка Амурметалла будет находиться на уровне 3х. Для осуществления масштабной инвестиционной программы Амурметалл в 2007г. планирует увеличить объем финансовой задолженности до 8,3 млрд руб. При ожидаемом уровне EBITDA 2,4 млрд руб., долговая нагрузка не превысит 3,5х.

Оценка доходности облигационного займа Амурметалл 2й серии на 20.02.2007

Оценка справедливой доходности



- Мы оцениваем доходность Амурметалл-2 исходя из текущих спрэдов первого выпуска. В настоящий момент спрэд Амурметалл-1 к кривой ОФЗ составляет 305 б.п.
- 2-й выпуск Амурметалла должен содержать небольшую премию (10-30 б.п.), т.к. его размещение ведет к временному росту долговой нагрузки.
- «Справедливая» доходность Амурметалл-2: 9,25-9,45% год.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Краткое описание эмитента

Амурметалл – крупнейший металлургический завод на Дальнем Востоке

Амурметалл — единственное предприятие черной металлургии на Дальнем Востоке. Компания использует технологию электросталеплавления, на сегодняшний день являющуюся самой прогрессивной технологией выплавки стали из применяющихся в России.

Амурметалл – независимая компания

Основной владелец предприятия — Шишкин А.Г., Председатель Совета директоров Амурметалла. Ему принадлежит более 99% акций Компании.

Увеличение объемов производства – основной приоритет Компании

Увеличение объемов производства – основной приоритет Компании на данный момент. В рамках выбранной стратегии Амурметалл осуществляет масштабную инвестиционную программу, в результате которой объем производства удвоится к 2009г.

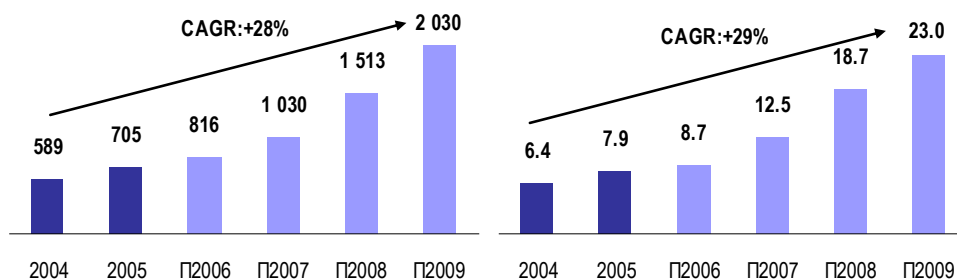
Инвестиционная программа

Объем инвестиций на 2007г. – 3,5 млрд руб.

В настоящее время Компания реализует несколько проектов, направленных на расширение и улучшение качества производственных мощностей. За период 2004-10мес.2006г. общий объем инвестиций составил порядка 2,6 млрд руб. Объем инвестиций на 2007г. составляет порядка 3,5 млрд руб.

Основным проектом является монтаж слябовой машины непрерывного литья заготовок (МНЛЗ) производства SMS Demag и 125-тонной электродуговой печи (ДСП) с эркерным выпуском производства Concast. Общая стоимость этого проекта составляет около 3,9 млрд руб. Окончание строительства намечено на лето 2007г. Запуск новых агрегатов позволит Амурметаллу поэтапно к 2009г. увеличить выпуск стали до 2,2 млн тонн в год и нарастить объемы продаж в натуральном выражении до 2 млн тонн год, в стоимостном – до 23 млрд руб.

Объем продаж Амурметалла в 2004-2009гг., Объем продаж Амурметалла в 2004-2009гг., тыс. тонн млрд руб.



Источник: Амурметалл

Кроме того, сравнительно небольшие инвестиции в производство (до 5 млн долл. США) позволят компании расширить ассортимент выпускаемой продукции за счет добавления выпуска труб широкого сортамента.

Рост производства позволит удовлетворить значительный спрос на прокат на внутреннем рынке

Увеличение объемов производства позволит Амурметаллу удовлетворить растущий спрос на прокат на внутреннем рынке. Значительный прирост потребления металла на Дальнем Востоке связан с несколькими факторами, среди которых:

- значительный объем нового строительства в крупных городах (Хабаровске, Владивостоке);
- проекты по разработке и добыче нефти и газа;
- необходимость замены труб общего назначения в ходе реформы ЖКХ.

Амурметалл активно осваивает экспортные рынки

Кроме того, Амурметалл активно осваивает внешний рынок. Доля экспорта составляет около 45% в выручке. Традиционно основными экспортными рынками для Компании были страны Юго-Восточной Азии. Поставки осуществляются через известных международных трейдеров: Acmer Steelware Trading AG, VOEST Alpine

**Амурметалл расширяет
собственную
ломозаготовительную базу**

Intertrading AG, Stemcor Ltd. В 2006г. Амурметалл начал осуществлять поставки в США (около 5% от общего объема экспорта).

Помимо инвестиций в расширение производства, Компания активно наращивает собственную ломозаготовительную базу с целью снижения себестоимости и обеспечения сырьевой независимости. На эти цели была направлена часть средств от размещения первого облигационного займа (около 500 млн руб.). В 2006г. были приобретены компания Миф-Амур (10 ломозаготовительных площадок в Амурской области), ООО «Сугдак» (3 площадки в Хабаровском крае), а также 2 независимые площадки в Хабаровске.

Финансовое состояние

Анализ финансового состояния Амурметалла построен на данных отчетности компании, составленной по стандартам РСБУ. Амурметалл также готовит консолидированную финансовую отчетность по стандартам МСФО. Отчетность за 2004г. аудирована PriceWaterhouseCoopers. Аудированная отчетность по стандартам МСФО за 2005г. будет выпущена в конце февраля - начале марта 2007г., за 2006г. – в мае 2007г.

Финансовые показатели Амурметалла в 2005—2006гг.

	9м.2005	2005	Изменение	9м.2006
Выручка, млн руб.	6 022	7 866	+16%	7 001
ЕБИТДА, млн руб.	475	526	+2,2x	1 057
Рентабельность по ЕБИТДА	7,9%	6,7%	-	15,1%
Долг/ЕБИТДА	3,6x	4,2x	-	2,7x
Чистая прибыль, млн руб.	151	59	+80%	272
Чистая рентабельность	2,5%	0,8%	-	3,9%

Источник: Отчетность Амурметалла по РСБУ за 2006г.-9мес.2006г.

**Выручка Компании стабильно
растет**

На протяжении всего срока функционирования после смены собственников, Амурметалл демонстрирует устойчивый рост производства и выручки. По итогам 9 мес. 2006г. выручка увеличилась на 16% в сравнении с показателем 9мес. 2005г. и составила 7 млрд руб.

Основными причинами увеличения продаж в 2006г. стали:

- 7% рост цен на металлопродукцию;
- рост объемов продаж сортового проката и товарной заготовки в натуральном выражении на 30% и 8%, соответственно.

**Прибыль увеличивается еще
большими темпами**

Помимо позитивной динамики выручки, Амурметалл демонстрирует опережающий рост эффективности деятельности. Прибыль ЕБИТДА по итогам 9 мес. 2006г. составила около 1,1 млрд руб. при рентабельности 15,1% (против 7,9% за 9 мес. 2005г.).

На рост прибыли и рентабельности повлияли следующие факторы:

- экономия на затратах на электроэнергию за счет снижения тарифа на 7%. В 2006г. Амурметалл был отнесен к категории «базовый потребитель», к которой относятся потребители с максимальным значением заявленной мощности не менее 20 МВт и годовым числом использования мощности более 7,5 тыс. Уровень тарифа для базовых потребителей существенно ниже тарифов для других групп потребителей;
- экономия на условно-постоянных расходах в результате роста производства и реализации;
- увеличение суммы амортизации на 45%.

Мы ожидаем, что по итогам 2006г. Амурметалл сохранит высокий уровень операционной рентабельности за счет сохраняющейся благоприятной ценовой конъюнктурой на металлургическом рынке, наличия достаточного объема заказов и

роста объемов производства. По нашим расчетам, EBITDA за 2006г. должна достичь 1,4 млрд руб.

Рост абсолютных размеров долга не ведет к существенному увеличению долговой нагрузки

Рост абсолютного размера финансовой задолженности в 2005—2006гг. в большей степени связан с осуществлением масштабной инвестиционной программы. На конец 2006г. финансовый долг компании составил около 4,5 млрд руб. Для осуществления инвестпроектов в 2007г. Амурметалл планирует привлечь дополнительно 3,8 млрд руб. Таким образом, по прогнозам Амурметалла, пик долговой нагрузки придется на конец 2007г. (порядка 8,3 млрд руб). Уже в 2008г. общий объем задолженности начнет сокращаться.

Долг/EBITDA за 2006г. 3х, за 2007г. – не более 3,5х

Мы отмечаем, что при росте абсолютных показателей, уровень долговой нагрузки остается на приемлемом уровне за счет улучшения эффективности деятельности и роста прибыли. Так, по итогам 9мес. 2006г. показатель Долг/EBITDA составил порядка 2,7х. По нашим оценкам, за 2006г. он не превысит 3х, а по итогам «пикового» 2007г. 3,5х.

Доходность рублевых облигаций на 20 февраля 2007г.

Выпуск*	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.
Амурметалл	8,98%	101,85	1,90	1 500	9,80%	297
Белон 1	9,24%	100,10	2,14	1 500	9,10%	319
Кокс	8,73%	100,85	2,24	3 000	8,95%	266
Метзавод Серова	9,25%	99,45	1,92	2 000	8,75%	324
Мечел 2	8,11%	101,29	2,99	5 000	8,40%	190
РусАлЗ	7,29%	100,05	1,55	6 000	7,20%	137

*выбраны выпуски металлургических компаний с дюрацией больше 1 года

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ОАО «Амурметалл»
Номинал выпуска	2 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Предварительная дата размещения	2 марта 2007г.
Срок до погашения	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	Средства планируется направить на: 1) финансирование инвестиционной программы (порядка 1 млрд руб.); 2) рефинансирование текущих банковских кредитов Группы (порядка 1 млрд руб.)

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.