

## ПГ «МАИР»: фактор стабильности Итоги деятельности Группы в 2006 году

Орешкин Виктор, VOreshkin@eastcapital.ru

### Общие сведения

Основная деятельность Промышленной Группы «МАИР» – сбор и переработка вторичных черных металлов. В составе Группы есть также металлургическое (выпуск чугуна, стальной заготовки, восстановленного железного порошка и трубопроводной арматуры) и лакокрасочное (производство лакокрасочной продукции промышленного назначения) направления деятельности. ПГ «МАИР» обладает крупнейшей сетью в мире по количеству собственных площадок по сбору лома (351 производственная площадка) и контролирует 30% долю российского рынка профессионального сбора металлолома и 4% долю мирового рынка экспорта металлолома.

### Сбор и переработка вторичных черных металлов

Совокупный объем отгрузки лома черных металлов на предприятиях ПГ «МАИР» в 2006 году составил 2 340 тыс. тонн, несколько превысив уровень 2005 года. Здесь необходимо отметить, что рекордные уровни отгрузки 2004 года следует считать скорее исключением, чем правилом. Высокий уровень спроса на лом черных металлов на мировых рынках позволил МАИРу значительно увеличить объемы отгрузки товара и добиться исключительных результатов. Первая половина 2005 года ознаменовалась сокращением спроса и некоторым падением цен на мировых рынках, что вызвало серьезное сокращение объемов отгрузки Группы. В дальнейшем ситуация, в целом, стабилизировалась и в 2006 году наблюдался некоторый рост спроса.

Ситуация на мировых рынках имеет для МАИРа приоритетное значение, так как компания остается экспортно-ориентированной, что объясняется естественными причинами: производственные площадки ломозаготовителей Группы сконцентрированы в европейской части России и странах Восточной Европы, кроме того крупнейшие «экспортные» вторчерметы России и Украины (Ростовский и Николаевский) принадлежат Группе.

В 2006 году рост производства стали в мире составил 8,8%. По-прежнему рост производства сопровождается ростом доли стали, выплавленной в электропечах, где основным сырьем является стальной лом. Особенно эта тенденция характерна для России, которая долгое время находилась на обочине этого процесса. В настоящее время завершены или близки к завершению несколько крупных проектов строительства стальных заводов, которые оборудуются электропечами. Однако образование лома определяется потреблением стали 20-30 лет назад и растет значительно медленнее потребления лома. Эта тенденция может уже через несколько лет привести к образованию дефицита лома в стране и уже сейчас вызывает рост цен на него.

В целом ожидается, что рынок вторичных черных металлов в 2007 году будет стабилен. Рост цен на металлолом на мировых рынках прогнозируется на уровне 4%-7%, а внутри России – на 10%-20%. Количество участников рынка в России может снизиться на 25%-30%. В России будет собрано порядка 26 млн. тонн товарного лома, что на 7%-8% меньше, чем в 2006 году.

Также можно сказать, что одной из причин умеренного роста отгрузки товара послужило выстраивание новой системы управления заготовкой и поставками лома. В прошедшем году было завершено создание уникальной интегрированной корпоративной информационной системы, объединяющей более 2000 пользователей в 4 странах (Россия, Украина, Польша, Швейцария). Система позволяет ежедневно закрывать отчетный период, осуществлять централизованное планирование и управление бизнес процессами, осуществлять единый анализ эффективности работы всех 1500 структурных подразделений. Внедрение системы уже привело к существенному сокращению численности управленческого персонала. Инвестиции в создание данной системы составили 19 млн. долл. за последние 2 года. В полной мере эффект от внедрения данной системы должен проявиться в 2007 году.

### Параметры облигационных займов ПГ «МАИР»

Параметр	Серия 01	Серия 02
Объем	0,5 млрд. руб.	1 млрд. руб.
Дата погашения	03.04.2007	27.11.2007
Ставка купона	12,3%	10,8%
Дюрация, лет	0,08	0,72
Текущая доходность	10,99%	11,3%
Текущая цена	100,15%	99,8%

### Основные производственные показатели ПГ «МАИР»

Период	2003	2004	2005	2006
Отгрузка лома черных металлов, тыс. тонн	2 259	2 973	2 313	2 340
Производство чугуна, тыс. тонн	125	103	129	151
Производство литой заготовки, тыс. тонн	77	99	115	108
Производство лаков и красок, тыс. тонн	35	43	46	43

Источник: ПГ «МАИР»

Факторы конкурентоспособности ПГ «МАИР» на рынке лома:

- Направленность на получение более высокой добавленной стоимости за счет роста глубины переработки лома.
- Низкие затраты по сравнению с конкурентами за счет того, что большинство производственных площадок и оборудования находятся в собственности.
- Рост объемов сбыта лома на собственное металлургическое предприятие – СТАКС (до 2 млн. тонн лома в год к 2010 году).
- Уникальные управленческие технологии, повышающие качество контроля затрат и, соответственно, способствующие снижению себестоимости.

Приоритетным направлением географического развития Группы является Польша. В 2007 году там предполагается переработать порядка 100 тыс. тонн металлолома, что составит 2% рынка. Целевая доля польского рынка составляет для Группы 5%-10%.

#### Металлургическое направление

**Сулинский металлургический завод** (ЗАО «СТАКС») является лидером порошковой металлургии на внутреннем рынке (доля рынка - 80%) и единственным в России производителем восстановленных порошков.

В 2006 году «СТАКС» произвел 108 тыс. тонн стальной заготовки, 99 % которой было реализовано на экспорт, железных порошков было произведено на общую сумму 89 млн. руб. По предварительным оценкам выручка ЗАО «СТАКС» за 2006 год составила 1,58 млрд. руб., по итогам 2005 год она составила 1,16 млрд. руб. Предполагаемая выручка за 2007 год составит 3,3 млрд. руб.

Производственные мощности Сулинского металлургического завода в 2006 году увеличились до 240 тыс. тонн стальной заготовки в год. При сохранении графика производства на заводе достигнутого к февралю 2007 года СТАКС сможет произвести в 2007 году 220 тыс. тонн, что в 2 раза больше уровня 2006 года. Это стало возможным благодаря реконструкции, произведенной в 2006 году, в ходе которой модернизированы дуговые электросталеплавильные печи ДСП-25Н и машина непрерывного литья заготовки (МНЛЗ), а также установлен агрегат печь-ковш (АКП), пуск которого был произведен в ноябре 2006 года.

В ближайшие 2-3 года «МАИР» планирует продолжить поэтапную реконструкцию производства на ЗАО «СТАКС», объем инвестиций в которую составит 37 млн. долл., в результате чего годовые объемы производства стали и проката на заводе могут быть доведены до 500 тыс. тонн. Программа поэтапной реконструкции включает в себя: модернизацию общецехового технологического и энергетического хозяйства в целях дальнейшей интенсификации процесса плавки и увеличения единичной мощности печей, результатом которой станет увеличение мощности производства до 500 тыс. тонн заготовки в 2008 году; установку в свободном здании цеха железных порошков сортопрокатного стана мощностью 500-600 тыс. тонн проката в год с планируемым запуском весной 2009 года. В дальнейшем разработан план строительства нового электросталеплавильного цеха мощностью 1 млн. тонн стали в год с запуском к концу 2010 года. Предполагаемые инвестиции составят приблизительно \$40 млн.

Необходимо отметить, что работы, проводимые на заводе, являются по сути реализацией потенциала предприятия, заложенного еще в советские времена. «СТАКС» начинал реконструироваться еще в 80-х годах и сегодня имеет избыточную инфраструктуру, позволяющую в несколько раз увеличить сталеплавильные мощности с минимальными затратами. Таким образом, при инвестициях в несколько десятков миллионов долларов стоимость завода после реконструкции может составить несколько сотен миллионов долларов.

**Верхнесинячихинский металлургический завод** (ОАО «ВМЗ») за 2006 год выплавил 150,8 тыс. тонн товарного чугуна, что на 18% больше, чем в 2005 году. Рост объема реализации товарной продукции составил 22,6%. В 2007 году планируется увеличить объем производства на 13,3% к уровню 2006 года.

#### Лакокрасочное направление

**Загорским лакокрасочным заводом** (ЗАО «ТД «ЗЛКЗ») в 2006 году реализовано 34,9 тыс. тонн товарной продукции, доля экспорта в поставках предприятия в 2006 году составила 13%. Объем производства лакокрасочных материалов составил 43 тыс. тонн. По итогам 2006 года «ТД «ЗЛКЗ» вышел на 1-е место среди российских производителей промышленных красок.

#### Анализ финансового состояния

Структура активов и пассивов компании по сравнению с началом 2006 года изменений практически не претерпела. Доля оборотных активов Группы снизилась менее чем на 1% за счет снижения доли дебиторской задолженности, доля внеоборотных активов, соответственно, выросла.

### Объемы производства и выручка завода «СТАКС» вырастут в 2007 году в 2 раза

**Сталеплавильные мощности завода «СТАКС» вырастут с 240 тыс. тонн до 500 тыс. тонн к 2008 году и до 1,8-1,9 млн. – к 2010 году.**

#### Основные финансовые показатели ПГ «МАИР», млн. руб.

Период	2004	2005	2006
Выручка	20 519,1	19 380,8	17 909,3
ЕБИТДА	1 773,8	1 014,7	973,7
ЕБИТ	1 649,8	750,5	733,5
Чистая прибыль	1 008,1	203,4	217,8
Активы	9 001,7	8 466,5	8 743,2
Капитал	3 369,9	3 331,3	3 457,4
Займы и кредиты	3 636,5	3 792,5	4 010,5
Рентабельность ЕБИТДА	8,64%	5,2%	5,4%
Рентабельность ЕБИТ	8,0%	3,9%	4,1%
Чистая рентабельность	4,9%	1,0%	1,2%
Долг/капитал	1,08	1,14	1,16
Долг/активы	0,40	0,45	0,46
Текущая ликвидность	1,17	1,46	1,39
Долг/выручка	0,18	0,20	0,22
Долг / ЕБИТДА	2,01	3,74	4,12
Долг / ЕБИТ	2,20	5,05	5,47
ЕБИТДА / проценты	4,30	2,28	1,97
ЕБИТ / проценты	4,00	1,69	1,48

Источник: ПГ «МАИР»

Доля собственного капитала в пассивах ПГ «МАИР» незначительно выросла, при этом выросла и доля финансового долга – за счет роста краткосрочных займов и кредитов.

Выручка компании по итогам 2006 года снизилась по сравнению с 2005 годом на 7,6%, что было вызвано существенным ростом отгрузки лома на собственные предприятия Группы: «СТАКС» (7% отгрузки в 2006 году) и «ВСМЗ» (5% отгрузки). Вместе с тем выросли все показатели рентабельности компании.

Показатели соотношения долга Группы и ее активов и собственного капитала остались примерно на том же уровне. Покрытие долга доходами компании по итогам 2006 года существенно не изменилось и по-прежнему остается на приемлемом уровне: покрытие долга EBITDA лишь незначительно превысило 4х, а EBIT – не достигло 5,5х. Данные показатели и их динамика говорят о том, что уровень долговой нагрузки компании остается умеренным и жестко контролируется руководством компании.

#### Облигационные займы ПГ «МАИР»

Рынок облигации Группы по-прежнему остается достаточно ликвидным: за первые 2 месяца 2007 года оборот торгов бумагами первого займа превысил 100 млн. руб. (более 20% номинального объема займа), а по второму займу – составил порядка 240 млн. руб. (около 24% объема займа). По облигациям Группы возможность арбитража практически исчерпана: хотя цены на бумаги 2-го займа находятся на оптимальном для такой операции уровне – 99,7%-99,9%, уже началось снижение цен на облигаций 1-го выпуска (в связи с их погашением через месяц) и сейчас они находятся на уровне 100,1%-100,2% против 100,3%-100,4% на начало февраля.

На наш взгляд, несмотря на сравнительно высокий уровень доходности облигаций ПГ «МАИР», эту компанию можно смело отнести к эмитентам 2-го эшелона. По большинству своих финансовых показателей МАИР выглядит лучше таких компаний как «ИНПРОМ» и «Белон» и основным недостатком Группы является отсутствие подтверждения ее консолидированной отчетности аудитором. Также некоторое давление на котировки облигаций компании оказывает негативное мнение инвесторов об основном рынке ее присутствия, с его колебаниями цен и непрозрачностью. Вместе с тем, рынок лома черных металлов при всей своей сложности достаточно стабилен и обладает значительными перспективами. ПГ «МАИР» является одним из лидеров этого сложного рынка: умело использует предоставляемые им возможности и минимизирует недостатки. Группа также активно развивает свое металлургическое направление, что позволит ей в дальнейшем не только диверсифицировать риски рынков присутствия, но и существенно увеличить масштабы своей деятельности и значительно повысить рентабельность бизнеса.

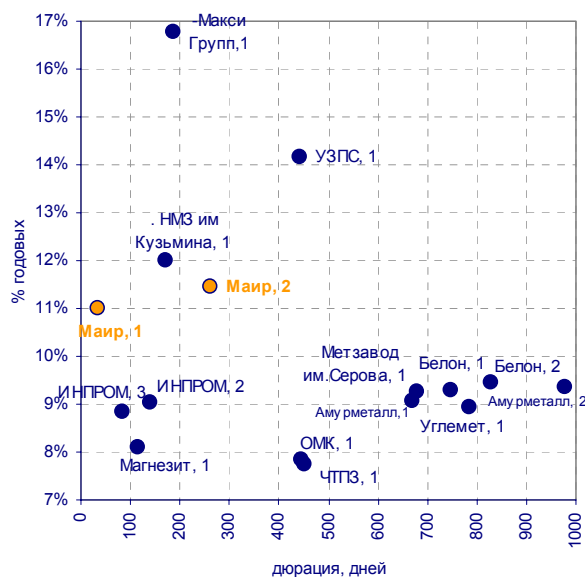
Итак, в настоящее время премию за неподтвержденность консолидированной отчетности и отраслевые риски, заложенную в доходность облигаций ПГ «МАИР», можно оценить на уровне около 240-260 б.п. Данные цифры отражают с одной стороны потенциал снижения доходности облигаций Группы в случае снижения действия указанных факторов, а с другой стороны разницу между номинальным и реальным риском, который несут в себе публичные долговые обязательства МАИРА. Таким образом, облигации ПГ «МАИР» (2-й заем) являются привлекательным среднесрочным инструментом для инвестирования средств, обладающим хорошим соотношением риска и доходности. Мы рекомендуем облигации 2-го выпуска к покупке по текущим ценам в диапазоне 99,7%-100%, что соответствует доходности на уровне 11%-11,5% годовых к оферте в ноябре 2007 года.

#### Сравнительные финансовые показатели компаний металлургического сектора, млн. руб.

Эмитент	ПГ "МАИР"	Инпром	Белон	Амур-металл
Период	2006	9м2006	6м2006	9м2006
Выручка	17 909,3	8 188,3	4 854,6	7 001,2
ЕБИТДА	973,7	491,3	443,9	н.д.
ЕБИТ	733,5	442,2	217,6	844,9
Чистая прибыль	217,8	80,2	35,3	271,6
Активы	8 743,2	7 521,4	11 767,5	9 597,0
Капитал	3 457,4	1 355,9	4 014,0	5 016,5
Займы и кредиты	4 010,5	5 323,9	6 279,3	3 754,2
Чистый долг	3 957,6	5 150,0	5 710,0	3 677,8
Рентабельность EBITDA	5,4%	6,0%	9,1%	н.д.
Рентабельность EBIT	4,1%	5,4%	4,5%	12,1%
Чистая рентабельность	1,2%	1,0%	0,7%	3,9%
Долг/капитал	1,16	3,93	1,56	0,75
Долг/активы	0,46	0,71	0,53	0,39
Текущая ликвидность	1,39	1,65	1,00	2,56
Долг/выручка	0,22	0,49	0,65	0,40
Долг / EBITDA	4,12	8,13	7,07	н.д.
Долг / EBIT	5,47	9,03	14,43	3,33
EBITDA / проценты	1,97	1,47	5,76	н.д.
EBIT / проценты	1,48	1,32	2,82	4,81
Чистый долг / EBITDA	4,06	7,86	6,43	н.д.

Источник: данные компаний

#### Котировки облигаций компаний металлургического сектора



Источник: ФБ ММББ, CBonds

## Дирекция корпоративных финансов

Управляющий директор

Червов Андрей  
[ACHervov@eastcapital.ru](mailto:ACHervov@eastcapital.ru)

Управляющий директор

Семенов Алексей  
[ASemenov@eastcapital.ru](mailto:ASemenov@eastcapital.ru)

Исполнительный директор

Кулак Ростислав  
[RKulak@eastcapital.ru](mailto:RKulak@eastcapital.ru)

Директор  
(организация долговых займов)

Громов Алексей  
[AGromov@eastcapital.ru](mailto:AGromov@eastcapital.ru)

Директор  
(инвестиционное консультирование,  
слияния и поглощения)

Рожков Дмитрий  
[DRozhkov@eastcapital.ru](mailto:DRozhkov@eastcapital.ru)

Директор  
(структурирование сделок)

Виричев Антон  
[AVirichev@eastcapital.ru](mailto:AVirichev@eastcapital.ru)

Аналитика

Степаненко Алексей  
[AStepanenko@eastcapital.ru](mailto:AStepanenko@eastcapital.ru)

Орешкин Виктор  
[VOreshkin@eastcapital.ru](mailto:VOreshkin@eastcapital.ru)

Саватеева Анастасия  
[ASavateeva@eastcapital.ru](mailto:ASavateeva@eastcapital.ru)

Структурирование и  
сопровождение эмиссий

Шведова Александра  
[AShvedova@eastcapital.ru](mailto:AShvedova@eastcapital.ru)

Серова Ольга  
[OSerova@eastcapital.ru](mailto:OSerova@eastcapital.ru)

Юридическое консультирование

Скороходов Евгений  
[ESkorohodov@eastcapital.ru](mailto:ESkorohodov@eastcapital.ru)

Управление продаж долговых инструментов

Директор

Рожков Дмитрий  
[Rozhkov@eastcapital.ru](mailto:Rozhkov@eastcapital.ru)

Сысоева Олеся  
[ASisoeva@eastcapital.ru](mailto:ASisoeva@eastcapital.ru)

Павленко Анатолий  
[APavlenko@eastcapital.ru](mailto:APavlenko@eastcapital.ru)

Шихов Юрий  
[YShikhov@eastcapital.ru](mailto:YShikhov@eastcapital.ru)

Россия, 125009, Москва,  
ул. Краснопресненская, д.18Б  
Телефон: +7 495 792 59 57  
Факс: +7 495 792 51 19  
E-mail: [investbank@eastcapital.ru](mailto:investbank@eastcapital.ru)  
Internet: [www.eastcapital.ru](http://www.eastcapital.ru)

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ОБЩЕСТВОМ С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ ОН СЧЁЛ ДОСТОВЕРНЫМИ И ТОЧНЫМИ, НО ТОЧНОСТЬ ИЛИ ПОЛНОТА КОТОРЫХ НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ГАРАНТИРОВАНА БЕЗ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА. ИНФОРМАЦИЯ И СУЖДЕНИЯ, СОДЕРЖАЩИЕСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, МОГУТ БЫТЬ ПОДВЕРГНУТЫ ИЗМЕНЕНИЯМ БЕЗ УВЕДОМЛЕНИЯ ОБ ЭТОМ И ПРЕДНАЗНАЧЕНЫ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ. НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ КАКИЕ ЛИБО ЗАЯВЛЕНИЯ, КОГДА-ЛИБО СДЕЛАННЫЕ (УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ) В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ, ПРИГЛАШЕНИЕМ ИЛИ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ ПРИОБРЕСТИ ИЛИ ПРОДАТЬ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ ИЛИ ЗАКЛЮЧИТЬ КАКУЮ-ЛИБО СДЕЛКУ. ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ ПРОВЕСТИ САМОСТОЯТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ И/ИЛИ ПОЛУЧИТЬ НЕЗАВИСИМЫЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ КОНСУЛЬТАЦИИ И СДЕЛАТЬ СВОИ СОБСТВЕННЫЕ ВЫВОДЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ЭКОНОМИЧЕСКИХ ВЫГОД И РИСКОВ ДАННОЙ СДЕЛКИ, А ТАКЖЕ ЮРИДИЧЕСКИХ, НОРМАТИВНЫХ, КРЕДИТНЫХ, НАЛОГОВЫХ И АУДИТОРСКИХ ВОПРОСОВ, ВОЗНИКАЮЩИХ В СВЯЗИ СО СПЕЦИФИКОЙ ИХ СИТУАЦИИ. РАСПРОСТРАНЕНИЕ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА НЕ ОБЯЗЫВАЕТ ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» ЗАКЛЮЧАТЬ КАКУЮ БЫ ТО НИ БЫЛО СДЕЛКУ. ЛЮБОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ БУДЕТ СДЕЛАНО ПОЗДНЕЕ ПРИ УСЛОВИИ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КОНТРАКТА, НАЛИЧИЯ УДОВЛЕТВОРЯЮЩЕЙ ТРЕБОВАНИЯМ ДОКУМЕНТАЦИИ, А ТАКЖЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ПРЕДЫДУЩИХ СДЕЛОК И СИТУАЦИИ НА РЫНКЕ. ИНФОРМАЦИЯ ОБ ЭМИТЕНТЕ И ПОРУЧИТЕЛЯХ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, БЫЛА ПРЕДОСТАВЛЕНА ЭМИТЕНТОМ И ПОРУЧИТЕЛЯМИ СООТВЕТСТВЕННО. ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» НЕ ДАЁТ НИКАКИХ ГАРАНТИЙ НИ В ОТНОШЕНИИ КАКИХ БЫ ТО НИ БЫЛО ВОПРОСОВ, НИ В ОТНОШЕНИИ ТОЧНОСТИ ИЛИ ПОЛНОТЫ КАКОЙ БЫ ТО НИ БЫЛО ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ ИЛИ КОГДА-ЛИБО ПРЕДОСТАВЛЕННОЙ УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, ПРИ ЭТОМ ПРЯМО ИСКЛЮЧАЕТСЯ КАКАЯ БЫ ТО НИ БЫЛО ОТВЕТСТВЕННОСТЬ (ЗА НЕБРЕЖНОСТЬ ИЛИ ИНОЕ) В ОТНОШЕНИИ ЛЮБЫХ ТАКИХ ВОПРОСОВ ИЛИ ИНФОРМАЦИИ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ СЛУЧАЕВ МОШЕННИЧЕСТВА ИЛИ ПРЕДНАМЕРЕННОГО НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ РАСПРОСТРАНЯЕТСЯ И ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ТЕРРИТОРИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.