

Цементная промышленность России

Высокая цена, но за большие перспективы

Цементная промышленность России	3
▶ Введение	3
▶ Оценка	4
▶ Цементная отрасль России – что имеем?	7
▶ Перспективы сектора – роста цен на цемент не избежать	15
▶ Прогнозы динамики цен на цемент и затрат предприятий отрасли	20
Невьянский цементник	27
Ульяновскцемент	33
Новоросцемент	41
Вольскцемент	51
Альфа-цемент	58
Воскресенскцемент	67
Горнозаводскцемент	75



Цементная промышленность России

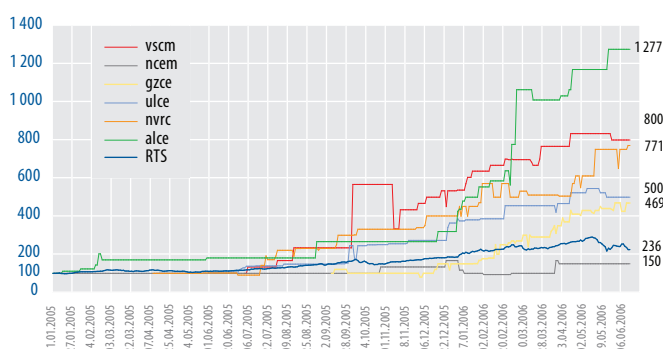
Высокая цена, но за большие перспективы

Россия
Цементная промышленность

Введение

Последнее время цементная отрасль стала привлекать все большее внимание инвесторов, что стало следствием ряда крупных сделок между игроками рынка и резкого увеличения цен на цемент в прошлом году. В результате этих событий цены акций всех торгуемых на фондовом рынке цементных заводов за прошлый год выросли в 4–8 раз и продолжили свою динамику и в первой половине 2006 г., значительно обогнав индекс РТС.

Динамика акций российских цементных предприятий в сравнении с индексом РТС



Источник: данные РТС, расчеты Антанта Капитал

Тем не менее, до середины 2005 г. акции цементных предприятий практически не вызвали интереса у портфельных инвесторов, что было вызвано слабыми финансовыми показателями, низкой прозрачностью, непонятными перспективами, а также отсутствием достойных для вложения компаний.

В целом такая ситуация в некоторой степени сохраняется и сейчас, но произошедшие в отрасли изменения наметили тенденции ее развития, которые положительно отразятся на состоянии всего сектора. В частности, в ближайшие годы ожидается усиление темпов строительства как в жилищном, так и инфраструктурном секторах. Однако существующих мощностей по производству цемента для покрытия потребностей строителей не хватит. Это приведет к росту цен на цемент, что в итоге выразится в существенном улучшении финансовых показателей цементных компаний и реализации инвестиционных проектов в отрасли.

Для реализации инвестиционных планов компании станут активно проводить программы IPO, первые из которых начнут происходить, по нашим оценкам, не ранее 2008 г. Однако до этого основные собственники российского цементного бизнеса будут активно повышать свою прозрачность, консолидироваться, выводить в торговую систему небольшие пакеты своих акций с целью получения ориентиров по капитализации. Это обязательно привлечет как стратегических, так и портфельных инвесторов в этот сектор.

Торгуемых компаний данной отрасли на российском фондовом рынке пока мало, и из 45 российских заводов акции только восьми представлены на рынке. Из них акции четырех заводов появились в РТС лишь в прошлом году и еще одного – только в 2006 г. В данном исследовании мы приводим результаты анализа семи из восьми торгуемых российских цементных заводов, оставляя без оценки Новотроицкий цементный завод, поскольку по его акциям отсутствуют котировки на продажу, что не позволяет дать по ним рекомендацию.

Все расчеты и оценки
приведены по состоянию
на 1 июня 2006 г.

Оцениваемые цементные предприятия

Компания	Тикер	Цена продажи, \$	Текущая цена, \$	Текущая капитализация, \$ млн.	EV, \$ млн.	Выручка 05, \$ млн.	EBITDA 05, \$ млн.
Невьянский цементник	nsem	0.045	0.036	77.4	76.2	26.3	5.1
Ульяновскцемент	ulce	14.0	11.0	139.1	153.4	45.2	12.1
	ulcer	11.0	8.0	9.6			
Новоросцемент	nvrс	75.1	59.1	545.3	625.3	140.9	42.2
	nvrср	37.0	33.0	101.6			
Вольскцемент	volc	180.0	175.0	422.6	442.0	100.9	25.2
Альфа-цемент	alce	120	90.0	746.8	790.7	158.4	45.7
Воскресенскцемент	vscm	2 400	1 955.0	414.4	417.8	84.6	23.5
Горнозаводскцемент	gzce	470	435.0	337.1	317.7	49.6	11.5

Источник: расчеты Антанта Капитал

Оценка

Сравнение с западными компаниями-аналогами

Российские цементные предприятия по относительным показателям сейчас торгуются значительно дороже ведущих мировых цементных холдингов. Если по показателю стоимости 1 тонны мощностей наши предприятия еще с ними сопоставимы (\$137 против \$120), то по финансовым показателям они выглядят значительно дороже: P/S у российских компаний 4.5 (против 1.2 у иностранных компаний), EV/EBITDA – 17.5 (против 7.9). Кроме того, международные холдинги имеют более высокий уровень раскрытия информации, уровень диверсификации бизнеса, качества менеджмента и ликвидности акций.

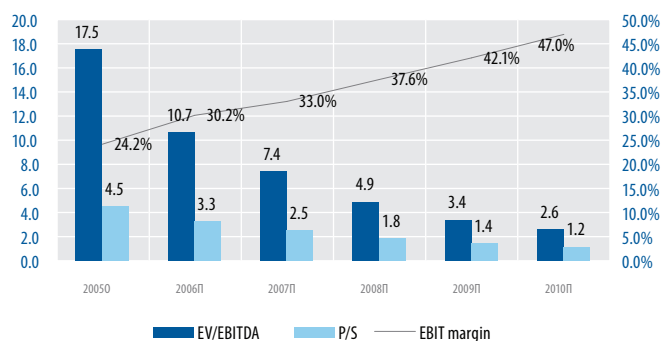
Сравнение стоимости российских и международных цементных компаний

	P/Capacity, \$/т	P/Выпуск, \$/т	P/S	EV/EBITDA	EBITDA margin 05	EBIT margin 05	Net margin 05
Международные цементные холдинги (МЦХ)							
HEIDELBERGCEMENT	150	200	1.4	11.0	17.8%	13.2%	5.3%
LAFARGE S.A.	131	175	1.1	7.7	20.9%	14.8%	6.9%
HOLCIM	113	163	1.2	7.3	25.8%	18.5%	9.8%
DYCKERHOFF	87	107	1.1	5.7	23.8%	7.8%	4.4%
Среднее по МЦХ	120	161	1.2	7.9	22.1%	13.6%	6.6%
Российские цементные предприятия (РЦП)							
Невьянский цементник	70	70	2.9	14.8	19.5%	17.1%	8.9%
Ульяновскцемент	62	120	3.3	12.7	26.7%	25.6%	15.4%
Новоросцемент	141	181	4.6	14.8	30.0%	29.0%	21.2%
Вольскцемент	169	202	4.4	17.5	25.0%	22.7%	11.8%
Альфа-цемент	225	261	4.7	17.3	28.8%	26.6%	14.0%
Воскресенскцемент	166	223	5.0	17.8	27.7%	26.3%	22.8%
Горнозаводскцемент	125	293	6.5	27.7	23.1%	22.1%	16.5%
Среднее по РЦП	137	193	4.5	17.5	25.8%	24.2%	15.8%

Источник: данные компаний, оценка Антанта Капитал

За что же платится такая премия по российским цементным активам? Все дело в будущей рентабельности российской цементной отрасли. Уже сейчас рентабельность российских компаний примерно в 2 раза выше, чем иностранных. В дальнейшем этот разрыв будет только усиливаться, поскольку внутренние цены на цемент станут приближаться к европейскому уровню, а затраты на энергоресурсы в России будут оставаться низкими, даже несмотря на их рост.

Прогноз сравнительных показателей и рентабельности российских цементных предприятий



Источник: Росстат, МЭРТ, Евроцемент груп, анализ Антанга Капитал

Таким образом, в условиях быстрорастущих финансовых показателей наиболее адекватную оценку стоимости компаний могут дать только расчеты по модели DCF, которая позволяет отразить соответствующие перспективы.

Оценка по модели DCF

Для каждой из анализируемых компаний мы построили финансовую модель, принимая во внимание уровень загрузки мощностей, структуру ее затрат, а также оценили по трем сценариям, учитывающим прогноз цен на цемент и возможные изменения в сбытовой политике. Итоговые результаты расчетов по базовому сценарию приведены ниже.

Согласно полученной оценке, среди торгующихся эмитентов цементной отрасли есть отдельные компании, которые могут представлять хорошую инвестиционную идею с достаточно высоким потенциалом роста, по которым мы присвоили рекомендацию «покупать». К таким компаниям относятся Невьянский цементник и Ульяновскцемент (входят в цементный холдинг Евроцемент груп), Воскресенскцемент, контролируемый Lafarge, а также крупнейший российский завод Новоросцемент.

Оценка справедливой стоимости акций российских цементных компаний

	Тикер	Текущая цена*, \$	Текущая капитализация, \$ млн.	Справедливая цена, \$	Справедливая капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	Рекомендация
Невьянский цементник	nsem	0.036	77	0.095	204	164%	Покупать
Ульяновскцемент	ulce	11	139	25.9	327	135%	Покупать
	ulcep	8	10	18.1	22	126%	Покупать
Новоросцемент	nvrsc	59	545	87.0	803	47%	Покупать
	nvrscp	33	102	52.2	161	58%	Покупать
Вольскцемент	volc	175	423	186	449	6%	Держать
Альфацемент	alce	90	747	85	704	-6%	Держать
Воскресенскцемент	vscm	1.955	414	2.889	612	48%	Покупать
Горнозаводскцемент	gzce	435	337	434	336	0%	Держать

* Среднее между котировками на покупку/продажу

Источник: оценка Антанта Капитал

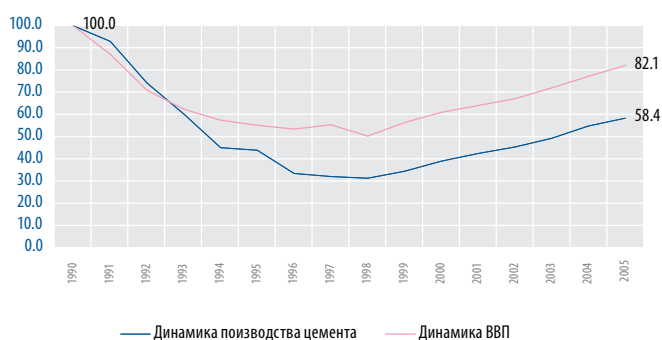
Цементная отрасль России – что имеем?

Производственные показатели отрасли

До 1998 г. цементная промышленность России, как и все секторы российского хозяйства, демонстрировала негативную динамику производства. В то же время спад был существенно выше, чем в целом по экономике, поскольку отрасль относится к инвестиционным секторам, испытывающим более резкие колебания при спадах.

После дефолта 1998 г. в цементной индустрии начался подъем. Тем не менее отрасль так и не вышла на объемы начала 90-х гг. В 2005 г. было произведено 48.5 млн. т цемента, что составляет только 58.4% от рекордного уровня 1990 г., когда было выпущено 83.09 млн. т.

Динамика изменения производства цемента и ВВП, %



Источник: Росстат, МЭРТ, Евроцемент груп, анализ Антанга Капитал

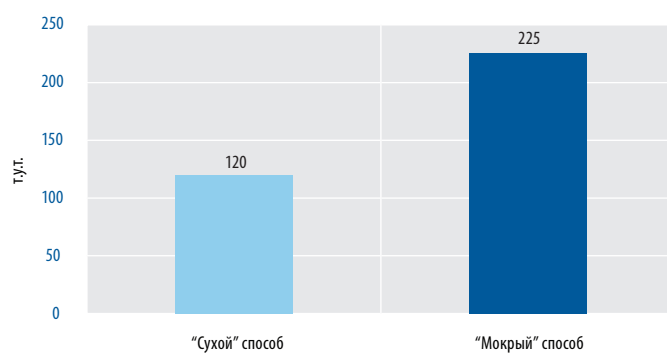
Состояние производственных мощностей

На данный момент, несмотря на восходящий тренд динамики производства, достижимость показателей советских времен не представляется возможной из-за крайне неудовлетворительного состояния производственных мощностей многих цементных заводов.

Девяносто процентов цементных предприятий в России имеют крайне высокий уровень износа оборудования. В среднем он составляет около 70%. Большинство цементных заводов были введены в действие в 50-е гг. прошлого века, некоторые построены еще в конце XIX в. До конца 80-х гг. происходило медленное плановое обновление основных фондов, но с 90-х гг. оборудование на заводах практически не обновлялось. Это привело к серьезному выбытию мощностей. До развала Советского союза в России производственные мощности составляли порядка 89 млн. т, в период 1991–2005 гг. номинальная мощность всех российских заводов сократилась до 73 млн. т, или на 18%. В то же время оставшаяся часть мощностей является сильно изношенной и, по мнению экспертов, реально сможет выдать максимум 60 млн. т.

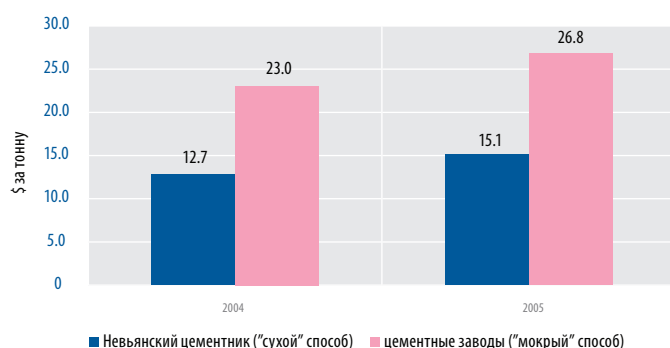
Другой проблемой сектора является применение устаревшей технологии производства цемента. Большинство российских цементных заводов (85% всех мощностей) используют так называемый «мокрый» способ производства, в то время как в мире 90% цемента производится по «сухому» способу.

Энергоемкость технологий, т.т./тонна клинкера*



* Клинкер – продукт переработки первичного и вторичного сырья для производства цемента.
Источник: Евроцемент групп

Сравнение себестоимости по «мокрому» и «сухому» способам

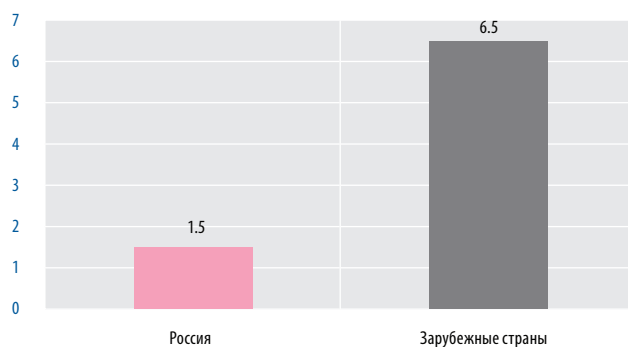


Источник: Евроцемент групп

Ключевое отличие данных технологий заключается в энергоемкости производства – расход условного топлива по «мокрому» способу примерно в 1.8 раза выше, чем по «сухому». И с учетом того, что на долю энергоресурсов приходится 50% себестоимости, «мокрый» способ делает производство цемента более дорогим.

Например, себестоимость тонны цемента у одного из немногих цементных заводов с «сухой» технологией – Невьянского цементника – составила в 2005 г. примерно \$15, в то время как у заводов, производящих по «мокрой» технологии, – около \$27.

Производительность труда, тонн клинкера на одного рабочего



Источник: Евроцемент групп

Наряду с устаревшей технологией российские цементные заводы имеют также низкий уровень автоматизации производственных процессов, что приводит к низкой производительности труда – в среднем она в 4 раза ниже, чем в зарубежных странах.

Все вышеназванные проблемы, по нашему мнению, будут определять основные направления будущего инвестирования цементных компаний, а именно в модернизацию оборудования, перевод на «сухую» технологию, в расширение мощностей, а также инвестирование в повышение производительности труда.

Основные игроки

Цементная промышленность России на данный момент уже сильно консолидирована. Все крупные российские цементные заводы скуплены российскими и зарубежными игроками цементного рынка. Остались единичные объекты, вокруг которых в среднесрочной перспективе и будет вестись основная интрига.

ЕВРОЦЕМЕНТ

Ключевым игроком сектора является холдинг Евроцемент групп. Он консолидировал в России мощности по выпуску 26.4 млн. т, что составляет примерно 36% всех российских мощностей по выпуску цемента. По объемам выпуска на заводы Евроцемента приходится около 45% от всего российского производства.

Холдингу в России принадлежат 13 цементных заводов. Есть также несколько заводов на Украине, совокупная мощность которых составляет 5 млн. т. Кроме того, Евроцемент групп включает в себя несколько десятков бетонных узлов и комбинат строительных материалов. Свой производственный потенциал компания существенно увеличила в мае 2005 г. после покупки цементных активов у компаний – Интеко и СУ-155.

Все заводы холдинга расположены на территории до Урала. При этом большая часть цементных активов Евроцемента находится в Центральном федеральном округе (ЦФО). На него приходится основная доля потребления цемента в России, который реализуется, в свою очередь, главным образом в Москве и Московской области. Евроцемент контролирует до 80% поставок в ЦФО. Это позволяет компании быть региональным монополистом, чем она и пользуется. Благодаря своему монопольному положению компания имеет реальное влияние на динамику цен в отрасли, управляя, таким образом, ее привлекательностью. Скупив цементные активы Интеко и СУ-155 и получив монопольный статус, компания тут же подняла цены на цемент вдвое и изменила условия отгрузки цемента, заставив потребителей перейти на 100%-ную предоплату. Далее за Евроцементом подняли цены и остальные игроки отрасли. В результате холдинг стал признанным лидером цементного рынка, за которым следуют другие производители цемента, оправдывая свое повышение цен действиями Евроцемента.

Несмотря на то, что повышение цен Евроцементом стало делом для разбираательства ФАС (которая вынесла холдингу предписание снизить цены), холдингу удалось отапеллировать свои действия в Арбитражном суде. Это может свидетельствовать о том, что Евроцемент имеет сильную поддержку российской власти, заинтересованной в увеличении темпов строительства, которое без модернизации цементной промышленности может быть затруднено.

Помимо заводов в ЦФО компания также имеет цементные активы, расположенные в Северо-Западном (СЗФО), Уральском (УФО), Поволжском (ПФО) и Южном (ЮФО) федеральных округах. В СЗФО Евроцемент является крупнейшим поставщиком с долей рынка около 70–80%. В этом регионе холдинг контролирует два завода суммарной мощностью 2.6 млн. т. В Поволжском и Уральском округах Евроцемент также имеет крупные заводы, но при этом доля его на рынках этих регионов не самая большая – по нашим оценкам, она не превышает 30% и 35% соответственно. Это объясняется тем, что исторически данные регионы, особенно Поволжский, характеризовались значительным объемом производственных мощностей и большим количеством цементных заводов. Аналогичная ситуация у Евроцемента и в Южном регионе – здесь холдинг контролирует предприятие Кавказцемент мощностью 2.6 млн. т, на долю которого, по нашим расчетам, приходится также около 30% рынка региона.

Производственные мощности и доли российского рынка, контролируемые игроками

	Мощность		Выпуск 2004	
	млн. т	доля	млн. т	доля
Евроцемент груп	26.40	36.4%	20.63	45.3%
Сибирский цемент	5.49	7.6%	2.60	5.7%
Группа РАТМ	1.70	2.3%	1.09	2.4%
Парк-Групп	4.20	5.8%	1.01	2.2%
Мордовцемент	3.75	5.2%	2.83	6.2%
Заводы, принадлежащие иностранным компаниям:	13.50	18.6%	8.88	19.5%
<i>Dyckerhoff</i>	2.40	3.3%	2.00	4.4%
<i>Holcim</i>	3.70	5.1%	2.89	6.3%
<i>Lafarge</i>	4.80	6.6%	2.88	6.3%
<i>Heidelberg Cement Group</i>	1.40	1.9%	0.50	1.1%
<i>Visor Investment Solutions (Казахстан)</i>	1.20	1.7%	0.61	1.3%
Заводы, не входящие в крупные холдинги, из них:	11.60	16.0%	6.58	14.4%
<i>Новоросцемент</i>	4.60	6.3%	3.01	6.6%
<i>Горнозаводскцемент</i>	2.70	3.7%	0.84	1.8%
<i>Себряковцемент</i>	2.40	3.3%	2.54	5.6%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	5.92	8.2%	1.98	4.3%
ИТОГО	72.56	100.0%	45.60	100.0%

Источник: www.beton.ru, данные компаний, оценка Антанта Капитал

СИБИРСКИЙ ЦЕМЕНТ И ГРУППА РАТМ

Сибирский цемент – второй по величине производственных мощностей цементный холдинг в России. Сибирский цемент работает преимущественно на рынке Западной и Восточной Сибири. На данный момент под его контролем находятся четыре крупнейших сибирских завода: Тимлюйцемент, Ангарскцемент, Красноярский цемент и Топкинский цемент. Последние два завода компания приобрела через процедуру банкротства. Совокупная производственная мощность заводов Сибирского цемента – 5.5 млн. т, что составляет около 7.6% от общероссийского объема мощностей и 57% мощностей, расположенных в Сибирском федеральном округе. В 2005 г. заводы Сибирского цемента выпустили 3.53 млн. т цемента, или 7.3% от общероссийского выпуска. Сибирский цемент является ключевым

поставщиком цемента в Сибирском регионе. По данным сайта beton.ru, доля холдинга в общем объеме производства цемента в Сибирском федеральном округе составляет свыше 65%. Часть продукции холдинга экспортируется в Монголию и Казахстан. Ангарскцемент, контролируемый Сибирским цементом, занимает около 90% рынка Иркутской области. В Читинской области предприятие контролирует около 80% рынка, в Республике Бурятия – 62%.

Конкурентом Сибирского цемента в регионе является новосибирская Группа РАТМ, которой принадлежит завод Искитимцемент (проектная мощность в советские времена достигала - 2.6 млн. т., сейчас - около 1.7 млн. т.). Искитимцемент является единственным цементным заводом в Новосибирской области, с долей поставок цемента около 60%. В целом доля Группы РАТМ на всем рынке Сибири оценивается примерно в 25%, что составляет 2.5% от российского рынка.

До определенного времени Сибирский цемент и РАТМ старались не конфликтовать друг с другом, однако в 2004 г. они столкнулись в борьбе за Ангарскцемент, в ходе которой контроль получил более агрессивный Сибирский цемент.

Хотя 50.5% акций Ангарскцемент принадлежит РАТМ, а Сибирскому цементу только 49.3%, управление заводом осуществляет последний, и, по-видимому, в этом конфликте окончательная точка еще не поставлена.

ПАРК-ГРУПП

На Дальнем Востоке основным оператором цементного рынка является холдинг Парк-групп/Varing Vostok, который контролирует заводы Спасскцемент и Теплоозерский цементный завод с производственной мощностью 3.4 млн. т и 0.8 млн. т соответственно. На эти два завода приходится около 80% рынка региона и чуть более 2% от российского рынка.

МОРДОВЦЕМЕНТ

В Приволжском федеральном округе крупнейшим цементным заводом является Мордовцемент, принадлежащий, по неофициальным данным, брату нынешнего президента Мордовии. Рыночная доля Мордовцемента в регионе составляет, по нашим оценкам, около 30%. В то же время значительную часть своей продукции предприятие поставляет в Московский регион, где контролирует около 8% рынка.

Общая мощность самого завода – 3.45 млн. т. Кроме того, на его базе сформирован промышленный холдинг, включающий приобретенный недавно в Ульяновской области Сенгилеевский цементный завод мощностью 0.3 млн. т, а также ряд строительных предприятий региона.

Мордовцемент, по нашему мнению, является одним из потенциальных объектов поглощения.

Иностранные производители

Среди иностранных цементных корпораций на российском рынке работают швейцарская компания Holcim, французская Lafarge и две немецких – Heidelberg Cement Group и Dyckerhoff. В целом на долю иностранцев в России приходится около 13.5 млн. т производственных мощностей, что составляет порядка 18.6% от общероссийского уровня. В общей сложности заводы, контролируемые иностранными холдингами, в 2005 г. продали 9.8 млн. т цемента, что равнялось 20% российского рынка.

HOLCIM

По объемам выпуска в 2005 г. на компанию Holcim пришлось около 6.3% российского рынка. В 2003 г. Holcim увеличила свою долю в некогда одном из крупнейших российских цементных холдингов Альфа-цемент до 60%. Альфа-цемент в свою очередь принадлежат контрольные пакеты акций Вольскцемента (91.53%) и Щуровского цементного завода (85.94%) – старейших российских заводов, построенных в конце XIX в. Их мощности составляют 2.5 млн. т и 1.2 млн. т соответственно. Основной рынок сбыта этих двух заводов – Москва и Московская область.

Помимо этого, представители Holcim входят в совет директоров крупнейшего российского цементного завода Новоросцемент, являющегося крупным поставщиком цемента в Южном федеральном округе (31%) и практически монополистом в Краснодарском крае (73%). Ранее Holcim владел пакетом акций завода в 31.7%, который в середине 2003 г. был продан фирмам, скорее всего, аффилированным с менеджментом компании.

LAFARGE

Французскому Lafarge принадлежат два крупных завода: Воскресенскцемент в Московской области и Уралцемент на Урале. Их общая производственная мощность составляет 4.8 млн. т, или 6.6% от общероссийского уровня. Lafarge в России является третьим по мощностям и четвертым по выпуску производителем. Доля Lafarge на рынке Московского региона составляет примерно 15%, в целом по Центральному федеральному округу он контролирует около 10%, в Уральском регионе – порядка 30%.

DYCKERHOFF И HEIDELBERG CEMENT GROUP

Эти компании контролируют по одному заводу: Dyckerhoff принадлежит Сухоложскцемент (Свердловская область) мощностью 2.4 млн. т с долей рынка в УФО порядка 40%; Heidelberg Cement Group является владельцем завода Цесла (Ленинградская область) мощностью 1.4 млн. т, который занимает не более 15% рынка этого региона. Dyckerhoff и Heidelberg Cement Group имеют также цементные активы на Украине.

Единичные объекты

На российском цементном рынке действуют также заводы, которые не входят в какой-либо известный цементный холдинг или российскую промышленную группу, а контролируются менеджментом или государством. Общая совокупная мощность таких заводов – 11.6 млн. т, что составляет порядка 16.0 % от всех российских мощностей.

Наиболее крупными из них являются:

- ▶ Новоросцемент (Каснодарский край) – 4.6 млн. т,
- ▶ Себряковцемент (Волгоградская область) – 2.4 млн. т,
- ▶ Горнозаводскцемент (Пермская область) – 2.7 млн. т;
- ▶ Кузнецкий цементный завод (Кемеровская область) мощностью 1 млн. т, производящий цемент «сухим» способом.

Данные заводы являются главными кандидатами на поглощение основными игроками рынка, либо вокруг них, скорее всего, будут формироваться какие-то новые строительные холдинги.

Остальные заводы этой группы достаточно маленькие – их мощность в среднем составляет около 300 тыс. т цемента в год.

Доли игроков по производственным мощностям в разрезе округов

Федеральные округа/Основные игроки в округе	Мощность		Выпуск 2004	
	млн. т	доля	млн. т	доля
ЦФО	17.93	100.0%	14.82	100.0%
Евроцемент групп	13.90	78%	12.23	82.6%
Holcim	1.20	7%	0.99	6.7%
Lafarge	2.50	14%	1.50	10.1%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	0.33	2%	0.09	0.6%
СЗФО	4.60	100.0%	2.84	100.0%
Евроцемент групп	2.90	63%	2.34	82.4%
Иностранные компании (Heidelberg Cement Group)	1.40	30%	0.50	17.6%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	0.30	7%	0.00	0.0%
ЮФО	11.34	100.0%	7.60	100.0%
Евроцемент групп	2.60	23%	1.94	25.5%
Новоросцемент (не входит в крупные холдинги)	4.60	41%	3.01	39.6%
Себряковцемент (не входит в крупные холдинги)	2.40	21%	2.54	33.4%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	1.74	15%	0.11	1.4%
ПВФО	16.30	100.0%	9.27	100.0%
Евроцемент групп	4.40	27%	2.20	23.7%
Мордовцемент	3.75	23%	2.83	30.5%
Holcim	2.50	15%	1.90	20.4%
Visor	1.20	7%	0.61	6.6%
Горнозаводскцемент (не входит в крупные холдинги)	2.70	17%	0.84	9.1%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	1.75	11%	0.90	9.7%
УФО	7.73	100.0%	5.44	100.0%
Евроцемент групп	2.60	34%	1.92	35%
Dyckerhoff	2.40	31%	2.00	37%
Lafarge	2.30	30%	1.39	25%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	0.43	6%	0.14	2%
СФО	9.59	100.0%	4.45	100.0%
Сибирский цемент	5.49	57%	2.60	58%
Группа РАТМ	1.70	18%	1.09	24%
Кузнецкий цементный завод (не входит в крупные Холдинги)	1.00	10%	0.19	4%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	1.40	13%	0.57	13%
ДФО	5.07	100.0%	1.18	100.0%
Парк-Групп	4.20	82.8%	1.01	85.9%
Мелкие заводы (около 300 тыс. т)/побочные производства	0.87	17.2%	0.17	14.1%
ИТОГО	72.56		45.60	

Источник: www.beton.ru, данные компаний, оценка Антанта Капитал

Перспективы сектора – роста цен на цемент не избежать

Дефицит мощностей – спрос на цемент скоро превысит возможности по его производству

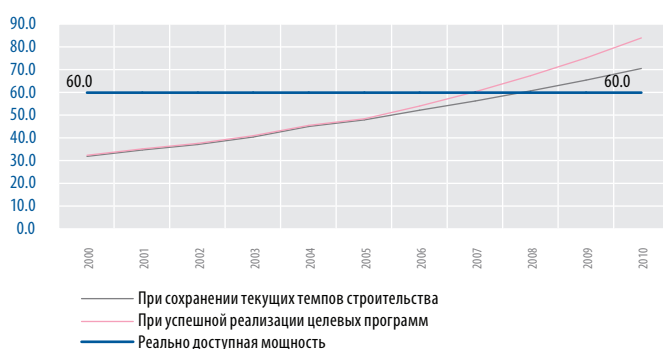
Развитие цементной отрасли напрямую зависит от темпов строительства в стране, главным образом жилья и объектов инфраструктуры. Поэтому планами по строительству определяются перспективы и цементной отрасли. На данный момент темпы строительства составляют около 7.8% в год, ежегодно вводится по 2–3 млн. м² жилья. Российское правительство определило в строительной сфере ряд конкретных целевых программ национального уровня. В частности, программа «Доступное жилье», нацеленная на обеспечение граждан России новым жильем, как минимум позволит в ближайшие пять лет сохранить темпы роста строительства жилья на прежнем уровне, а если она будет успешно реализована, то темпы строительства могут существенно увеличиться. Программа «Доступное жилье» предполагает увеличение объемов строительства жилья к 2010 г. с нынешних 40 млн. м² до 80 млн. м² в год, что потребует соответствующего увеличения производства строительных материалов.

Одновременно с этой программой будет реализовываться программа по развитию инфраструктуры страны, в первую очередь автомобильных дорог, которая также увеличит спрос на строительные материалы, в том числе и цемент.

По итогам 2005 г. в России было произведено 48.5 млн. т цемента, что на 6.6% выше показателя 2004 г. По структуре потребления половина произведенного в России цемента расходуется на строительство жилья, другая часть идет на промышленное, дорожное, мелиоративное строительство, реконструкцию, капитальный и текущий ремонт существующих зданий и сооружений.

В соответствии со строительной нормой СН-445-77 «Нормы расхода материалов и изделий на 1000 м² приведенной общей площади жилых зданий», в среднем расход цемента, включая состав бетонных и железобетонных изделий, на 1 м² жилья составляет около 500 кг. Исходя из этого, для обеспечения к 2010 г. строительства 80 млн. м² жилья и реализации программ по инфраструктурному строительству ежегодно объемы производства цемента должны увеличиваться на 12.9% и к 2010 г. составить, соответственно, как минимум 80 млн.т.

Прогноз потребности в цементе и доступные мощности по его производству



Источник: www.beton.ru, расчеты Антанта Капитал

Российская цементная промышленность в настоящее время не способна обеспечить такие потребности. На сегодняшний день совокупная производственная мощность российских цементных заводов составляет 73 млн. т цемента в год. Реальная производственная мощность с учетом крайне высокого уровня износа оборудования, достигающего 70%, оценивается экспертами в 58–60 млн. т.

Таким образом, даже если не принимать во внимание реализацию серьезных строительных целевых программ, намеченных правительством, и ожидать сохранения существующих темпов роста потребления цемента на уровне 7%, потребность в цементе превысит планку в 60 млн. т уже в 2008 г. Если же целевые программы начнут реально реализовываться, то уже в следующем году строительный сектор столкнется с реальным дефицитом цемента.

Региональная структура спроса на цемент: поставки из избыточных регионов в дефицитные ограничены

На сегодняшний момент рынок цемента имеет выраженную региональную дефицитность. Дефицитными регионами по цементу являются Центральный и Северо-Западный федеральные округа.

ЦФО потребляет 38% всего производимого в России цемента, в то время как производится здесь только 33%. При этом в ЦФО расположено только 25% производственных мощностей, и большинство из них в пике потребления загружены до предела. Кроме того, большая часть потребляемого цемента (65%) в ЦФО приходится на Москву и Московскую область.

В Северо-Западном округе ситуация с мощностями немного лучше – доступная мощность оценивается в 3.91 млн. т. Однако, например в 2004 г. было произведено в регионе 2.75 млн. т, а потреблено – 3.35 млн. т. Основной причиной дефицитности региона является недогрузка производственных мощностей крупнейшего производителя цемента – Пикалевского цемента – из-за перебоев с сырьем. В 2005 г. предприятие произвело 1.4 млн. т цемента при проектной мощности в 2.7 млн. т.

Дефицитность центральных регионов в цементе объясняется строительным бумом, который наблюдался здесь последние годы, что в целом было вызвано ростом благосостояния граждан. Дефицит цемента в ЦФО компенсируется импортом из близлежащих регионов, в первую очередь с заводов в Поволжском и Южном федеральных округах. Эти два региона наиболее близко расположены к Центральному региону и имеют хорошие запасы мощности.

Самым обеспеченным по запасам мощности в России является Приволжский федеральный округ – при доступной мощности в 13.9 млн. т он производит 9.6 млн. т и потребляет из них 7.7 млн. т. Общий запас мощности составляет 4.3 млн. т. Исторически в Поволжье были сконцентрированы значительные производственные мощности и большее количество цементных заводов – 10 предприятий. Будучи расположенными между Центральным и Уральским регионами, заводы Поволжья всегда поставляли цемент на стройки Москвы и Урала.

Цементные предприятия Южного округа помимо внутреннего экспорта в Центральный регион имеют возможность экспортировать свою продукцию и в страны дальнего зарубежья. Новоросцемент, крупнейший цементный завод, будучи расположенным рядом с Новороссийским морским торговым портом, экспортирует свою продукцию по морю в такие страны, как Испания, Португалия и Мексика.

Новоросцемент является крупнейшим российским экспортером цемента, отгружая на экспорт порядка 800 тыс. т ежегодно. Учитывая, что Краснодарский край испытывает бум строительства, потенциальный дефицит цемента может быть компенсирован переориентацией потоков с внешнего на внутренний рынок.

Сибирский и Дальневосточный округа также пока являются цементно-достаточными регионами. Их производственных мощностей должно хватить на то, чтобы обеспечить собственный рост производства цемента как минимум на ближайшие пять лет при росте потребления на уровне 10%.

В среднесрочной перспективе дефицитным регионом может оказаться Уральский федеральный округ. В этом регионе набирает высокие темпы жилищное и промышленное строительство, и спрос на цемент может быть очень высоким. Поэтому нельзя исключать вероятности возникновения случаев локального дефицита – в периоды наибольшего сезонного спроса.

В то же время в ближайшие годы основной дефицит цемента сохранится и будет усиливаться главным образом в Центральном и Северо-Западном регионах. Учитывая, что основной игрок цементного рынка России – Евроцемент групп – контролирует здесь большую часть мощностей, эта ситуация позволит ему обоснованно увеличивать цену. Принимая внимание тот факт, что ценовая политика компании является ориентиром для всех остальных российских производителей, действия Евроцемента приведут к росту цен на цемент по всей России.

Перетоки цемента по округам в 2004 г., млн. т

Ввезено в:	Вывезено из:							Потребление (по ввозу)
	ЦФО	СЗФО	ЮФО	ПВФО	УФО	СФО	ДФО	
ЦФО	13181	157.7	847.3	1948.1	161.8	0	-	16 296
СЗФО	717.5	2411.6	20.7	175.7	28.2	0.1	-	3 354
ЮФО	580.1	0.7	5785.8	52.2	2.3	-	-	6 421
ПВФО	404.6	48.7	70.8	6162.7	977.4	1.2	-	7 665
УФО	6.8	19.1	0.3	333.9	3619.4	114.2	-	4 094
СФО	1.5	0.01	-	4.8	128.3	3635.4	35.6	3 806
ДФО	0.3	0.07	-	0.2	2.5	71.3	1208.2	1 283
Произведено	14 892	2 638	6 725	8 678	4 920	3 822	1 244	42 918

Источник: Росстат, оценка Антанга Капитал

Дефицитность регионов, млн. т

	Потребление (по ввозу)	Доля в потреблении	Произведено (по вывозу)	Доля в производстве	Избыток/ (дефицит)	Установленная мощность	Доступная мощность	Доля в установленной мощности	Избыток/ (дефицит) мощности
ЦФО	16.30	38.0%	15.27	33.5%	-1.02	17.93	15.24	24.7%	-0.03
СЗФО	3.35	7.8%	2.74	6.0%	-0.62	4.6	3.91	6.3%	1.17
ЮФО	6.42	15.0%	7.82	17.2%	1.40	11.34	9.64	15.6%	1.81
ПВФО	7.67	17.9%	9.58	21.0%	1.91	16.3	13.86	22.5%	4.28
УФО	4.09	9.5%	5.12	11.2%	1.03	7.73	6.57	10.7%	1.45
СФО	3.81	8.9%	3.82	8.4%	0.02	9.59	8.15	13.2%	4.33
ДФО	1.28	3.0%	1.24	2.7%	-0.04	5.07	4.31	7.0%	3.07
	42.92	100.0%	45.60	100.0%	2.68	72.56	61.68	100.0%	18.76

Источник: Росстат, оценка Антанга Капитал

Учитывая, что транспортировка цемента по железной дороге на дальние расстояния (более 1000 км) существенно увеличивает стоимость тонны цемента, импорт цемента из дальних регионов будет ограничен.

Стоимость доставки цемента в Москву из разных точек страны

	Расстояние, км	\$/т (без НДС)
Липецк	534	7.3
Саранск	666	8.6
Белгород	694	8.9
Саратов	903	10.6
Ульяновск	917	10.6
Киров	942	11.6
Пермь	1406	14.7
Новороссийск	1632	16.1
Челябинск	1959	18.2
Новосибирск	3226	24.6

Источник: <http://www.cementy.ru/index.php?todo=tariff>, оценка Антанга Капитал

Стоимость транспортировки на 1000 км по железной дороге России составляет \$10 за тонну (без НДС), на расстояния 1000–2000 км – \$15–17 за тонну. При расстоянии выше 2000 км стоимость транспортировки составит более \$20 за тонну.

Учитывая, что с тонны цемента производители сейчас в среднем зарабатывают около \$13 операционной прибыли, перевозка цемента на дальние расстояния – более 1 500 км – для самих заводов уже не очень выгодна.

Эти расходы может взять на себя только покупатель, но тогда ему будет выгоднее приобретать цемент у себя в регионе. Рост цен, безусловно, расширяет возможности игроков транспортировать избытки цемента в дефицитные регионы, однако есть еще ряд факторов, ограничивающих дальние перевозки.

Во-первых, проблема с обеспечением вагонами до сих пор остается очень острой. Избытки цемента в цементно-избыточном регионе (ПВФО) не смогут быть полностью направлены на закрытие дефицита в цементно-дефицитных регионах.

Во-вторых, цемент долго не хранят, так как он портится, а для длительного хранения нужно создавать специальные хранилища, поэтому нельзя произвести много цемента в период сезонного спада спроса, чтобы реализовать его в период роста спроса.

Таким образом, дефицит цемента является неизбежным, что приведет к росту цен.

Инвестиционные планы в отрасли – отрасль стала привлекательной для инвестиций

Рост цен на цемент, вызванный его ожидаемым дефицитом, заставил практически всех крупных игроков поспешить с объявлением о реализации крупномасштабных инвестиционных планов.

Самую масштабную инвестиционную программу объявил холдинг Евроцемент групп. Его программа рассчитана до 2008 г. и составляет более \$587.5 млн., из которых \$560 млн. приходится на Россию, \$27.5 млн. – на Украину. Кроме того, в Липецкой, Воронежской и Рязанской областях планируется построить три современных цементных завода, что позволит увеличить мощности входящих в группу заводов более чем на 9 млн. т.

Компания Lafarge планирует модернизировать оба принадлежащих ей завода. По разным заявлениям представителей Lafarge в России, инвестиции в размере от 70 млн. до 125 млн. евро будут направлены на модернизацию и увеличение мощностей Воскресенскцемента и Уралцемента.

HeidelbergCement решила вложить 40 млн. евро в расширение мощностей Сланцевского цементного завода.

Среди региональных игроков о крупных инвестиционных планах заявил Сибирский цемент. В частности, холдинг планирует реализовать проект по строительству технологической линии для производства цемента по «сухому» способу в Красноярске. Проектная мощность составит 1.2 млн. т в год.

Кроме того, крупным игроком цементного сектора хочет стать Базэл Олега Дерипаски. Он планирует создать цементный холдинг с общими производственными мощностями, равными 9 млн. т цемента в год.

Для этих целей Базэл собирается построить два цементных завода – в Рязанской области и Красноярском крае, а также ведет переговоры о приобретении Новоросцемента – крупнейшего предприятия отрасли.

Учитывая масштабность объявленных инвестиционных проектов и необходимость в привлечении ресурсов, игроки рынка наверняка активизируют свою деятельность в отношении реализации планов по IPO. В частности, Евроцемент групп не исключает возможности проведения IPO и намерено в течение 2–3 лет провести подготовку к выходу на фондовый рынок. Сибирский цемент заявляет, что может провести IPO не ранее 2008 г.

Между тем срок строительства нового цементного завода мощностью 1 млн. т составляет не менее 2 лет. Несмотря на то, что практически все цементные компании объявили о планах по строительству новых цементных мощностей, на деле же непосредственно к их реализации мало кто приступил. Выход завода на проектные мощности также потребует как минимум 2 года. Таким образом, реально новые мощности начнут полностью работать, по нашим оценкам, не ранее 2009–2010 гг. До этого времени в Центральном и Северо-Западном федеральных округах дефицит будет только усиливаться, а в уровень загрузки мощностей в остальных регионах – увеличиться до пиковых, что в итоге приведет к общероссийскому росту цен.

Прогнозы динамики цен на цемент и затрат предприятий отрасли

Цены на цемент

Согласно данным Росстата, за 2001–2005 гг. цены на цемент производителей по Российской Федерации в среднем росли на 26–27% в год. Этот рост был значительно выше инфляции и был обусловлен, с одной стороны, ростом затрат на основные составляющие себестоимости – газ и электроэнергию, с другой – сокращением маржи посредников в структуре отпускных цен. В 2004 г. наметилась тенденция сокращения темпов роста цен на цемент до уровня 18–20% (за 2004 г. цены в среднем выросли на 18.7%, а отношение цен декабря 2004 г. к декабрю 2003 г. – 12.9%). Однако в мае 2005 г. произошел последний резкий скачок отпускных цен заводов произошел в мае 2005 г., когда Евроцемент групп после покупки цементных активов у Интеко и СУ-155 повысил отпускные цены на всех своих заводах в среднем на 80% и ужесточил свою сбытовую политику, устранив посредников, имеющих существенную маржу на продаже цемента. Далее цены подняли и остальные российские производители. В среднем цены на цемент российских производителей в 2005 г. увеличились на 40%. Несмотря на то, что эти события стали делом разбирательства ФАС, Евроцементу удалось отстоять свои позиции.

По оценкам большинства рыночных экспертов, цены на цемент в ближайшие пять лет будут расти в среднем на 15–20% и после исчезновения дефицита стабилизируются. Прогнозируемые темпы роста цен несколько ниже темпов предыдущих лет, и с учетом уже наблюдаемых ограничений поставок цемента в Центральном и Северо-Западном регионах являются очень консервативными.

В своих расчетах для оценки стоимости цементных компаний мы принимаем следующие сценарии динамики цен:

Базовый (реалистичный) сценарий

Цены на цемент в 2009 г. сравняются со среднеевропейским уровнем. Рост цен на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохранятся на уровне роста себестоимости.

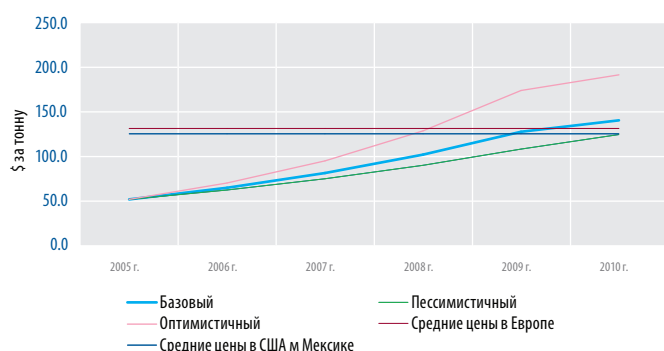
Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости. Таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Данный сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент в 2009 г. превысят текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. С 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Прогноз динамики цен на цемент и текущий уровень цен в Европе и США (без НДС)



Источник: www.eurocement.ru, прогнозы Антанта Капитал

Психологической планкой для роста цен является уровень стоимости цемента в Западной Европе. Несмотря на то, что прямой связи с российским рынком цемента Западная Европа не имеет, многие эксперты сравнивают эти два уровня. В любом случае по окончании 2010 г. мы ожидаем некоторой стабилизации цен, что будет достигнуто за счет ввода новых мощностей.

Почему все же возможен такой высокий темп роста цен на внутреннем рынке? Дело в том, что у основного игрока отрасли имеется монопольная власть, для которой не существует непреодолимых препятствий – как со стороны потребителей, так и со стороны регулирующих органов.

С одной стороны, на 1 м² жилья приходится полтонны цемента, что при цене даже в \$70 за тонну будет составлять \$35. Учитывая, что средняя цена на новое жилье в Москве составляет \$3300 за тонну (а в большинстве регионов – \$1500), доля затрат на цемент в цене 1 м², таким образом, не превышает 3%. Соответственно, цены на цемент не могут являться объективно существенной причиной роста цен на жилье. Даже если цена на цемент удвоится, эта доля будет не существенной. Кроме того, необходимо учитывать, что жилье также дорожает. Поэтому позиции строителей, считающих производителей цемента виновниками роста цен на жилье, очень зыбки.

С другой стороны, у действующей власти есть амбициозные программы по обеспечению населения жильем и развитию инфраструктуры в стране. Однако без модернизации цементной отрасли эти планы будет сложно реализовать, так как возникнет объективное ограничение по объемам производимого цемента. Более того, российским цементникам, похоже, удалось убедить власть в неизбежности возникновения дефицита цемента, иначе бы сделка по созданию монопольного игрока, профинансированная к тому же Сбербанком, вряд ли была бы одобрена.

Исходя из вышеназванных причин, мы считаем, что цены на цемент будут расти быстрее роста затрат в отрасли.

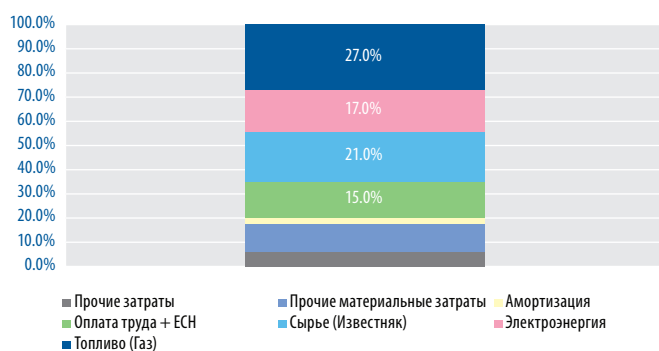
Затраты

СТРУКТУРА СЕБЕСТОИМОСТИ ПРОИЗВОДСТВА 1 Т ЦЕМЕНТА

В структуре себестоимости производства цемента как по «мокрой», так и по «сухой» технологии, основную долю затрат занимают расходы на газ и электроэнергию.

В среднем, по нашим оценкам, на конец 2005 г. для завода, работающего по «мокрой» технологии, наиболее распространенной в России, на газ приходилось в среднем 27% себестоимости, на электроэнергию – 17%, сырье – около 21%, оплату труда и социальные налоги – 15%, амортизацию – 2.5%. Прочие расходы – на услуги производственного характера и налоги, включаемые в себестоимость, – составляли 17.5%.

Структура затрат производства по «мокрой» технологии



Источник: данные компаний, анализ Антанта Капитал

Исходя из такой структуры, определяющими факторами в динамике расходов цементных компаний являются изменения цен на газ, электроэнергию и оплату труда.

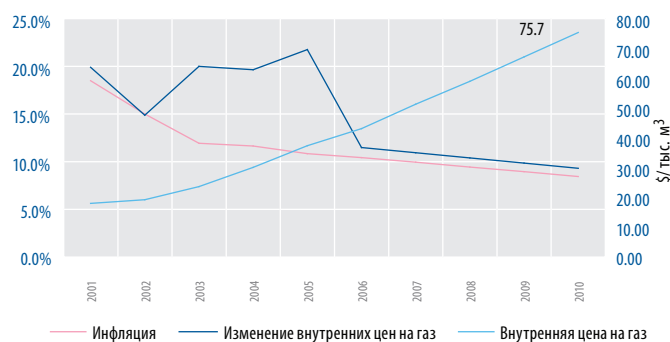
ЦЕНЫ НА ГАЗ

Мы считаем, что в пятилетней перспективе цены на газ вряд ли будут изменяться с темпами, существенно превышающими инфляцию. Несмотря на то, что Газпром постоянно запрашивает у правительства повышение внутренних тарифов, превышающее инфляцию минимум в 1.5 раза, в текущей ситуации для реализации его запросов нет политической возможности.

Во-первых, борьба с инфляцией является официальным «приоритетом №1» правительства России, и с учетом того, что изменение цены на газ косвенным образом вносит существенный вклад в ее рост, существенному росту внутренних цен на газ вряд ли дадут «зеленый свет». Во-вторых, цены на газ на внешнем рынке сейчас являются очень высокими и с большой долей вероятности сохранятся таковыми в рассматриваемой перспективе. Это позволяет Газпрому с лихвой компенсировать внутренние потери, что также принимается в расчет правительством при установке внутренних цен на газ. В-третьих, учитывая реальное укрепление рубля, цены в долларом выражении будут меняться быстрее роста рублевой инфляции. В-четвертых, в 2008 г. пройдут президентские и парламентские выборы, а в преддверии выборов правительство обычно склонно ограничивать рост цен в экономике.

Тем не менее, для расчета оценки компаний сектора мы принимаем более консервативное условие, что цены на газ для потребителей будут изменяться в среднесрочной перспективе в среднем на уровне инфляции +1%, учитывая сильные лоббистские возможности Газпрома. При таком темпе роста средние внутренние цены на газ к 2010 г. увеличатся до \$75, что, в свою очередь, вполне укладывается в планы Газпрома довести внутренние цены на газ к этому периоду времени до \$80. При этом в Энергетической стратегии России, которую также активно используют как ориентир внутренних цен, уровень цен составляет \$60.

Прогноз темпов инфляции и изменения цены на газ



	2001	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Инфляция	18.6%	15.1%	12.0%	11.7%	10.9%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
Изменение внутренних цен на газ	20%	15%	20.1%	19.8%	22%	11.6%	11.0%	10.5%	9.9%	9.4%

Источник: фактические данные www.worldbank.ru, Росстат, прогноз Антанта Капитал

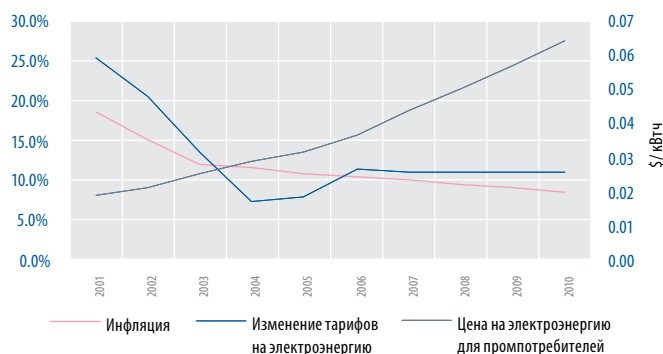
ЦЕНЫ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ

Прогноз цен на электроэнергию является наиболее сложным, поскольку в 2008 г. он уже должен будет определяться рыночным путем, и темпы этого изменения являются слабопредсказуемыми.

Эксперты, в том числе оценивающие стоимость реформируемых энергокомпаний, прогнозируют средний рост цен до 2010 г. на уровне 8.3–12%, принимая во внимание предстоящую либерализацию рынка, уровень цен в Европе как ценовой планки, а также необходимую норму рентабельности для обновления изношенных основных фондов.

Мы склонны полагать, что цены на электроэнергию будут в среднем расти на уровне 11% в год, но не ниже, чем рост цен на газ, поскольку он является существенной составной частью затрат большинства генерирующих компаний и, соответственно, влияет на их ценообразование.

Прогноз темпов инфляции и изменения цены на электроэнергию для промышленных потребителей



	2001	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Инфляция	18.6%	15.1%	12.0%	11.7%	10.9%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
Изменение тарифов на электроэнергию	25.4%	20.6%	13.5%	7.4%	8.0%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

Источник: РАО «ЕЭС», прогноз Антанта Капитал

ОПЛАТА ТРУДА

Мы предполагаем, что средний рост заработной платы в секторе будет в 2 раза выше инфляции. Эту закономерность в целом подтверждает макроэкономическая статистика по промышленности. Несмотря на то, что ее динамика зависит также от конкретной отрасли, конкретного предприятия, а также региона, в котором функционирует компания, в целом развитие всего сектора в региональном контексте оказывает схожее воздействие на благосостояние работников на предприятиях этого сектора, но в разных регионах.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Инфляция	18.6%	15.1%	12.0%	11.7%	10.9%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
Изменение средней зарплаты	40.0%	33.5%	25.9%	24.3%	25.3%	23.0%	21.9%	20.8%	19.7%	18.6%

Источник: фактические данные www.worldbank.ru, прогноз Антанта Капитал

ПРОЧИЕ РАСХОДЫ

Остальные расходы, кроме амортизации, по нашим расчетам, будут изменяться одновременно с уровнем инфляции.

Макропараметры

Темпы инфляции

Мы ожидаем, что темпы инфляции будут снижаться на 0.5% ежегодно в течение прогнозного периода. Это более консервативная оценка инфляции, чем дает МЭРТ, но как показывает реальность, прогнозы МЭРТ по инфляции являются слишком оптимистичными.

Динамика валютного курса

Важным фактором для компаний, работающих главным образом на внутреннем рынке, является динамика валютного курса. Поскольку оценка стоимости производится в долларах, то ослабление курса доллара приводит к дополнительному росту финансовых показателей в долларовом исчислении, что, в свою очередь, положительно влияет на оценку. Несмотря на то, что большинство специалистов предсказывают достаточно резкое обесценение курса доллара уже в ближайшем времени, мы из соображений консервативности и исторически низкой достоверности валютных прогнозов заложили относительно невысокие темпы снижения курса доллара к рублю.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Средний курс	29.18	31.38	30.67	28.80	28.31	27.41	25.66	24.89	24.38	24.26
<i>Изменение</i>		7.5%	-2.3%	-6.1%	-1.7%	-3.2%	-6.4%	-3.0%	-2.0%	-0.5%
На конец периода	30.17	31.84	29.45	27.75	28.78	26.05	25.26	24.51	24.26	24.26
<i>Изменение</i>		5.5%	-7.5%	-5.8%	3.7%	-9.5%	-3.0%	-3.0%	-1.0%	0.0%
Инфляция	18.6%	15.1%	12.0%	11.7%	10.9%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
<i>Изменение</i>		-3.5%	-3.1%	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%

Источник: Росстат, МЭРТ, прогноз Антанта Капитал

Стоимость капитала

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ

Для оценки стоимости собственного капитала мы применяли модель CAPM. В качестве безрисковой ставки использовалась доходность по еврооблигациям Russia-30, которая на дату оценки находится сейчас на уровне 6.17%.

Источником для определения Беты и премии рыночной доходности послужили соответствующие расчетные значения этих показателей, представленные на известном аналитическом сайте Damodaran Online.

- ▶ Бета для цементной отрасли развивающихся стран составляет 1.22
- ▶ Премия за инвестирование в российский фондовый рынок составляет 6.6%. Она рассчитана как сумма двух величин:
 1. Разницы между доходностью корпоративных облигаций американских компаний того же кредитного рейтинга, что у России, и доходностью по казначейским облигациям США;
 2. Исторически сложившейся премии за риск инвестирования в американский фондовый рынок.

Значение Беты по Damodaran Online, равное 1.22, мы использовали для компаний, имеющих наибольший уровень финансовой прозрачности и корпоративного управления. Такими компаниями оказались цементные предприятия, контролируемые международными цементными холдингами. В итоге стоимость собственного капитала для них составила 14.2%.

Для предприятий, имеющих низкий уровень финансовой прозрачности, не раскрывающих своих собственников, использующих полностью или частично трансфертное ценообразование, мы повысили значение Беты до 1.5. Стоимость собственного капитала для них, таким образом, составила 16.1%.

Стоимость собственного и заемного капитала по анализируемым компаниям

Компания	Тикер	Кто контролирует	Beta	Стоимость собственного капитала	Стоимость заемного капитала
Невьянский цементник	ncem	Евроцемент	1.5	16.1%	11.0%
Ульяновскцемент	ulce	Евроцемент	1.5	16.1%	11.0%
Новоросцемент	nvrc	Менеджмент	1.5	16.1%	13.0%
Вольскцемент	volc	Holcim	1.22	14.2%	10.0%
Альфа-цемент	alce	Holcim	1.22	14.2%	10.0%
Воскресенскцемент	vscm	Lafarge	1.22	14.2%	10.0%
Горнозаводскцемент	gzce	Менеджмент	1.5	16.1%	13.0%

Источник: расчеты Антанта Капитал

Заемный капитал

Стоимость заемного капитала мы рассчитывали, исходя из стоимости займов, доступных для конкретных компаний. Это определялось из финансовой отчетности, в которой раскрывалась информация о привлекаемых займах, стоимости обращающихся на рынке облигаций российских цементных компаний (Искитим-цемента и Сибирского цемента).

Диапазон доходности по заемному капиталу составил 10–13%. Наименьшее значение – 10% – по стоимости заемного капитала получились у компаний, контролируемых международными холдингами. Относительно низкая ставка объясняется тем, что они имеют возможность привлекать дешевые западные деньги, благодаря своим именитым собственникам. Чуть выше стоимость заемного капитала была у предприятий, контролируемых Евроцементом, – 11%, поскольку масштаб холдинга позволяет ему также привлекать относительно недорогое финансирование.

Динамика роста в постпрогнозный период

По всем анализируемым компаниям мы заложили нулевые темпы роста денежных потоков в постпрогнозный период после 2010 г.

Мы считаем, что после бурного роста финансовых показателей в прогнозный период (2006–2010 гг.) компании выйдут на полную загрузку своих мощностей и не смогут наращивать производство. Рост цен на цемент не будет превышать инфляции, в то время как затраты компаний станут расти. В этих условиях цементные предприятия вряд ли смогут генерировать растущий денежный поток.

В то же время стоит отметить, что применение нулевого роста в постпрогнозный период является относительно консервативной предпосылкой для оценки справедливой стоимости. Тем не менее, мы полагаем, это повышает качество оценки.

Результаты полученных расчетов даны в вышеприведенной таблице.

Невьянский цементник

Самый современный российский завод

Россия
Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	15.2	1.1	0	5.1	68.9	-
2004	18.6	1.5	0.03	4.2	51.7	-
2005П	26.3	5.1	2.3	2.9	14.8	33.2
2006П	33.2	7.9	4.2	2.3	9.7	18.6

Невьянский цементник является одним из самых технически совершенных цементных предприятий в России, имеющим современное оборудование с полным циклом производства по «сухой» технологии. Предприятие входит в состав крупнейшего российского цементного холдинга Евроцемент групп, что позволяет ему в долгосрочной перспективе не испытывать проблем с логистикой и инвестиционными ресурсами. Негативной стороной вхождения в холдинг является перевод центра прибыли из предприятия в Евроцемент групп. Несмотря на это, мы считаем акции компании недооцененными и полагаем, что их справедливая стоимость составляет \$0.095.

- ▶ Невьянский цементник – это один из ведущих производителей цемента в Уральском регионе, где по объемам производства предприятие занимает третье место. Продукция завода реализуется по всему Уральскому федеральному округу. Часть цемента экспортируется в Казахстан, где наблюдается его острый дефицит и, соответственно, более высокие цены, чем в России.
- ▶ При проектной мощности в 1.1 млн. т в 2005 г. завод выпустил 1.09 млн.т. цемента, что соответствует практически 100%-ной загрузке мощностей. Это является довольно высоким показателем как для региона присутствия, так и для отрасли в целом.
- ▶ Несмотря на то, что благодаря «сухой» технологии производства цемента завод имеет более низкую себестоимость по сравнению с другими предприятиями отрасли, уровень рентабельности Невьянского цементника останется одним из самых низких и близок к нулю. Низкая рентабельность предприятия объясняется использованием давальческой схемы работы и трансфертным ценообразованием. Это является одним из ключевых рисков инвестирования в акции завода.
- ▶ Мы полагаем, тем не менее, что в долгосрочной перспективе (в частности, в преддверии IPO, планируемого Евроцемент групп) Невьянский цементник перейдет на нормальные рыночные условия работы. Это предпосылка явилась базовым вариантом оценки компании. В то же время, если бы завод перешел на рыночное ценообразование уже сейчас или был приобретен другим независимым производителем, справедливая стоимость его акций составила бы \$0.14.
- ▶ Основным ограничением на инвестирование в акции завода является низкая ликвидность: спред составляет порядка 70% при невысоких объемах торгов.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$0.036**

Справедливая цена: **\$0.095**

Потенциал роста: **164%**

Тикеры

RTS	пссм
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

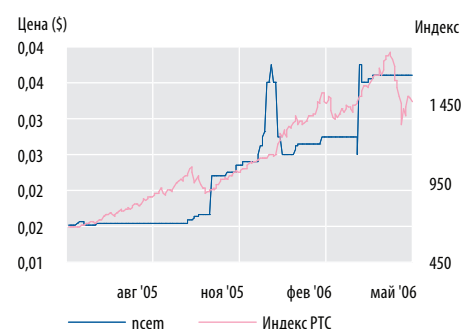
Евроцемент групп	76.9%
Прочие	23.1%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	0.036
Количество АО	2 150 420 749
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн.)	77.4
Чистый долг (\$ млн.)	-1.2
EV (\$ млн.)	76.2

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	0.03750
Минимум за 52 недели (\$)	0.01525



О компании

Производство

Невьянский цементник – старейший цементный завод Урала, ведущий свою историю с 1914 г. До начала периода спада в отрасли заводу в 80-х гг. удалось осуществить модернизацию оборудования и перейти на «сухой» способ производства. Теперь Невьянский цементник является одним из самых технически совершенных предприятий в российской цементной отрасли. Предприятие оснащено технологической линией, модернизированной по лицензии японских компаний Onoda и Kawasaki. Технологическая линия включает полный цикл производства цемента по «сухому» способу: добычу, дробление сырья, приготовление сырьевой муки и ее обжиг во вращающейся печи.

Завод производит основные марки цемента – ПЦ 500 Д0, ПЦ 400 Д0, ПЦ 400 Д20, ШПЦ 400. Помимо этого Невьянский цементник выпускает также строительную известь, шлакоблочные стеновые камни, бетонитовый порошок для машиностроительной и нефтегазовой промышленности, минеральный известняковый наполнитель для дорожно-строительных работ, минеральный порошок-утяжелитель для нефтепромыслов.

Завод имеет высокий уровень автоматизации как производственного цикла, так и процессов упаковки – в мешки (50 кг) и мягкие контейнеры (1 т).

На данный момент предприятие контролируется крупнейшим российским цементным холдингом Евроцемент групп, который до 2003 г. также принадлежал структурам, аффилированным с основным владельцем Евроцемента – Филаретом Гальчевым.

Рынки сбыта

Большую часть своей продукции завод поставляет потребителям в Уральском федеральном округе: в Свердловскую, Челябинскую, Пермскую, Курганскую, Тюменскую области, в Республики Башкортостан, Татарстан, Удмуртия, Ямало-Ненецком и Ханты-Мансийском автономные округа, Республику Марий-Эл. Кроме того, Невьянский цементник с 2004 г. начал осуществлять отгрузку цемента на экспорт в Казахстан, где наблюдается его острый дефицит и, соответственно, высокие цены. Реализация всего цемента осуществляется через региональную сбытовую структуру основного акционера Евроцемент групп.

По объемам производства в Уральском регионе завод занимает третье место, после предприятий Сухоложцемент и Уралцемент.

Доля компании, по нашим оценкам, в Уральском регионе составляет около 20%. Тем не менее, мощности завода загружены практически на 100%. При проектной мощности в 1.1 млн. т завод в 2005 г. выпустил 1.09 млн. т цемента.

Финансы: давальческая схема оставляет завод без прибыли

Благодаря «сухому» способу производства Невьянский цементник имеет низкую себестоимость производства продукции по сравнению с предприятиями отрасли, действующими по «мокрому» способу.

При средней себестоимости производства цемента по «мокрому» способу в \$23 за тонну у Невьянского цементника себестоимость не превышала \$13 за тонну, что в 1.8 раза ниже. Такая экономия достигается за счет низких энергозатрат.

В то же время, несмотря на относительно низкую себестоимость, выручка с тонны цемента у предприятия также была самой низкой. Согласно финансовой отчетности по РСБУ по итогам 2004 г., выручка составила около \$17 за тонну при \$32.8 в среднем по отрасли, EBITDA у компании с тонны цемента не превышала \$1.4, что соответствует операционной рентабельности по EBITDA в 8.05%. По остальным предприятиям EBITDA с тонны составляла в среднем \$4.7, а операционная рентабельность – 14.2%. На фоне общего роста финансовые показатели предприятия за 2005 г., безусловно, должны были улучшиться.

Низкую рентабельность Невьянского цементника можно объяснить использованием давальческой схемы и трансфертным ценообразованием. Данный факт является одним из ключевых рисков инвестирования в акции завода для миноритарных акционеров.

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Невьянского цементника мы использовали модель дисконтирования денежных потоков. Тем не менее, исходя из текущей рентабельности предприятия, модель дисконтированных денежных потоков не даст корректной оценки. По этой причине мы рассмотрели несколько сценариев, которые несколько отличаются от тех, которые были рассмотрены у других торгуемых цементных заводов.

Пессимистичный сценарий

Предприятие оценивается, исходя из предпосылки сохранения текущей схемы работы и текущих уровней рентабельности.

Оптимистичный сценарий

Оценка компании происходит из предпосылки отказа от давальческой схемы работы уже с 2006 г. Данный сценарий отражает реальную стоимость бизнеса компании и показывает, сколько стоит предприятие, если его продать независимому производителю сейчас.

Базовый сценарий

Компания сохраняет использование существующей схемы работы до 2010 г., повышая отпускные цены на уровне роста рыночных цен. В преддверии IPO, планируемого Евроцемент групп, которое, как мы считаем, состоится не ранее 2010 г., Невьянский цементник перейдет на рыночные условия работы, и предприятие будет оценено как потенциальная возможность войти в Евроцемент групп, исходя из своей реальной стоимости. Соответственно, с 2010 г. и далее для оценки мы увеличиваем отпускные цены завода до ожидаемого в то время уровня цен на рынке.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – определялись исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и инвестиций и оценки инвестиций на поддержание действующего производства.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичный и пессимистичный сценарии даны только в виде результатов оценки.

Прогноз денежных потоков, \$ млрд.

	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	26.3	33.2	41.5	51.9	64.9	145.6
ЕВИТДА	5.1	7.9	10.7	15.4	22.2	84.5
ЕВИТ	4.5	7.2	10.0	14.7	21.4	83.7
Операционный денежный поток	2.4	4.0	6.8	10.0	14.7	55.4
Чистая прибыль	2.3	4.2	6.8	10.2	15.1	61.0
Амортизация	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Процентные расходы*(1-t)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Инвестиции в оборотный капитал	0.6	0.8	0.7	1.0	1.1	6.4
Инвестиции в основной капитал	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8
Свободный денежный поток (FCFF)	1.4	2.9	5.6	8.6	13.1	53.6
Дисконтированный денежный поток		2.5	4.1	5.5	7.2	25.5

Источник: оценка Антанга Капитал

Результаты модели DCF

WACC	16.07%
Стоимость собственного капитала	16.07%
Безрисковая ставка (суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.5
Доля собственных средств	100%
Стоимость заемных средств	8.36%
Доля заемных средств	0%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период	44.8
Дисконтированная конечная стоимость	333.7
Справедливое EV, \$	203.2
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$	-1.2
Справедливая стоимость акционерного капитала	204.4
Количество акций	2 150 420 749
Справедливая цена акции, \$	0.0950

Источник: оценка Антанга Капитал

Справедливая цена акций компании составляет \$0.095, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$0.036) в 164%.

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$0.034, что соответствует текущему уровню среднего между bid и offer (\$0.036). Таким образом, текущая цена акций компании на данный момент отражает самый негативный сценарий развития.

Согласно оптимистическому сценарию, справедливая стоимость акций компании должна быть равной \$0.14, потенциал роста – 290%.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый	0.0950	204	164%	185.8
Пессимистичный	0.0338	73	-6%	66.0
Оптимистичный	0.1403	302	290%	274.2

Источник: расчеты Антанта Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	11.82	11.72	13.41	14.4
Нематериальные активы	0.01	0.01	0.01	0.0
Здания, сооружения	11.65	11.56	13.23	14.2
Прочие необоротные активы	0.16	0.15	0.17	0.2
Оборотные активы	4.86	6.90	12.02	19.2
Запасы	3.07	3.42	4.31	5.0
Дебиторская задолженность	1.50	2.01	2.71	3.3
Краткосрочные финансовые вложения	0.00	0.00	0.00	0.0
Денежные средства и эквиваленты	0.04	1.19	4.67	10.6
Прочие оборотные активы	0.25	0.28	0.33	0.4
Всего активов	16.68	18.62	25.43	33.6
Краткосрочные обязательства	2.73	3.04	3.84	4.5
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00	0.0
Кредиторская задолженность	2.73	3.04	3.84	4.5
Прочие краткосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.0
Долгосрочные обязательства	0.17	0.00	0.00	0.0
Займы и кредиты	0.17	0.00	0.00	0.0
Прочие долгосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.0
Капитал и резервы	13.77	15.57	21.59	29.2
Уставный капитал	10.07	9.71	10.73	11.1
Добавочный капитал	0.19	0.19	0.21	0.2
Нераспределенная прибыль	3.51	5.67	10.65	17.9
Всего пассивов	16.68	18.62	25.43	33.6

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	18.64	26.34	33.23	41.54
Себестоимость	14.00	16.46	19.40	23.39
Валовая прибыль	4.64	9.88	13.83	18.14
Ком. и упр. расходы	2.88	4.19	5.29	6.61
ЕБИТДА	1.50	5.15	7.86	10.68
Амортизация	0.74	0.63	0.66	0.72
ЕБИТ	0.77	4.52	7.19	9.96
Процентные расходы	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие расходы	-0.54	-0.63	-0.79	-0.99
Прибыль до налогов	0.22	3.89	6.40	8.96
Налог на прибыль	0.19	1.55	2.24	2.15
Чистая прибыль	0.03	2.33	4.16	6.81

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Ульяновскцемент

Крупный завод крупнейшего производителя

Россия

Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	32.2	4.3	1.5	4.6	35.9	-
2004	37.8	6.0	3.2	3.9	25.4	46.2
2005П	45.2	12.1	7.0	3.3	12.7	21.3
2006П	61.0	19.6	12.4	2.4	7.8	12.0

Ульяновскцемент – крупнейший цементный завод в Ульяновской области. Предприятие входит в состав российского цементного холдинга Евроцемент групп, что позволяет ему в долгосрочной перспективе не испытывать проблем с логистикой и инвестиционными ресурсами, которые необходимы ему для обновления основных фондов. В то же время негативной стороной вхождения в холдинг является перераспределение части прибыли из предприятия в Евроцемент групп, хотя данный риск может быть частично компенсирован присутствием в составе акционеров предприятия Росийского фонда федерального имущества. Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость обыкновенных акций Ульяновскцемента составляет \$25.86, и поэтому рекомендуем их покупать.

- ▶ Ульяновскцемент – один из крупнейших производителей цемента в Поволжском федеральном округе, с максимальными производственными мощностями в 2.4 млн. т цемента в год. По объемам производства предприятие занимает четвертое место.
- ▶ Основные регионы, где реализуется продукция завода, – это Татарстан, Ульяновская область и Московский регион.
- ▶ В 2005 г. предприятие перешло под контроль Евроцемент групп, что негативно отразилось на объемах производства компании – они сократились на 16%. В результате уровень загрузки производственных мощностей снизился до 48%. В дальнейшем Евроцемент групп сможет обеспечить наращивание предприятием объемов производства через оптимизацию загрузки всех своих предприятий, обширную сбытовую сеть, а также благодаря росту спроса на цемент в России.
- ▶ Основной платой за обеспечение сбыта для Ульяновскцемента станет перераспределение части прибыли в пользу холдинга. В частности, по итогам 2005 г. мы ожидаем, что по показателю ЕВITDA компания заработает \$10.5 с тонны цемента, в то время как в среднем по отрасли этот показатель составит около \$13. В дальнейшем этот разрыв станет увеличиваться, при этом финансовые показатели компании будут улучшаться также вслед за рынком.
- ▶ Основным ограничением на инвестирование в акции завода является низкая ликвидность – спрэд составляет около 75% при невысоких объемах торгов.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$11.0**Справедливая цена: **\$25.86**Потенциал роста: **135%**

Тикеры

RTS	ulce
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

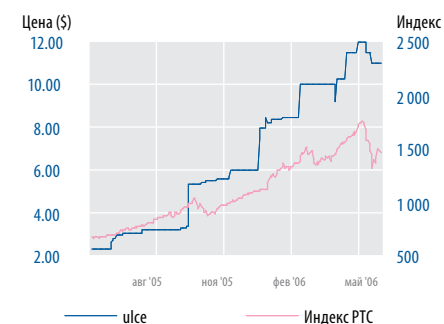
Евроцемент групп	89.0%
РФФИ	5.4%
Прочие	5.6%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	11.0
Количество АО	12 646 939
Цена АП (\$)	8.0
Количество АП	1 198 031
Капитализация (\$ млн.)	148.7
Чистый долг (\$ млн.)	4.7
EV (\$ млн.)	153.4

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	2.325
Минимум за 52 недели (\$)	12.000



О компании

Продукция и технология

Ульяновскцемент является одним из основных цементных заводов Ульяновской области. Предприятие начало свою деятельность в 1965 г. – в период, когда в СССР было построено большинство цементных заводов. Максимальная производственная мощность Ульяновскцемента составляет 2.4 млн. т цемента в год. Выпуска цемента осуществляется по «мокрой» технологии, наиболее распространенной в России.

Завод оснащен четырьмя технологическими линиями с полным циклом производства – от добычи сырья до выпуска готового цемента. В качестве топлива используется природный газ. Хотя изначально завод был построен для работы на мазуте, в 2001 г. его пришлось газифицировать, так при использовании мазута цемент получался значительно дороже.

Ульяновскцемент располагает собственной сырьевой базой, включающей три сырьевых карьера – опоки, мела и глины. Гипс и граншлак предоставляется компании как давальческое сырье. Завод выпускает в основном общестроительный портландцемент марок «400» и «500».

На данный момент предприятие контролируется крупнейшим российским цементным холдингом Евроцемент групп, который приобрел Ульяновскцемент у Интеко в 2005 г. Евроцемент групп принадлежит 89% акций предприятия.

Вхождение в Евроцемент групп позволяет Ульяновскцементу в долгосрочной перспективе не испытывать проблем с инвестиционными ресурсами для реконструкции производства, обновления основных фондов. В то же время это несет риски перераспределения прибыли в пользу холдинга.

Среди миноритарных акционеров присутствует также Российский фонд федерального имущества (5.4%), что, по нашему мнению, является положительным фактором для всех миноритарных акционеров, так как снижает риск ущемления их прав.

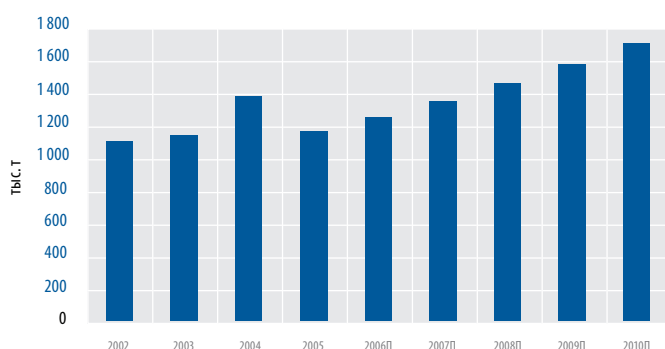
Рынки сбыта

Основные регионы, куда предприятие поставляет свою продукцию, – это Ульяновская (20–25% от всех поставок), Московская (11–15%), Татарстан (38–40%), Самарская области, а также близлежащие регионы.

На долю Ульяновской области приходится незначительная часть продаж, что объясняется небольшой емкостью данного рынка и низкими темпами роста строительства. Поэтому более 75% всей своей продукции предприятие отгружает в другие регионы Поволжского федерального округа (ПВФО), где ему приходится конкурировать с такими гигантами, как Мордовцемент, Горнозаводсцемент, Вольскцемент. По объемам производства на завод приходится около 15% поставляемого цемента этого федерального округа. Отличительной чертой рынка ПВФО является высокая избыточность мощностей, поэтому предприятия вынуждены активно наращивать экспорт в другие регионы России.

Реализация всего цемента осуществляется через региональную сбытовую структуру основного акционера Евроцемент групп. Производственные мощности Ульяновскцемента загружены только наполовину - 48%. При проектной мощности в 2.4 млн. т завод в 2005 г. выпустил 1.15 млн. т цемента. Дальнейшее наращивание сбыта и, соответственно, производства будет осуществляться главным образом за счет более дефицитных регионов, в первую очередь Центрального федерального округа.

Динамика производства цемента на предприятии



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал

Финансы

Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ, по итогам 2004 г. выручка с тонны реализуемого цемента составила \$27.6. Это на \$32.8 ниже, чем в среднем по компаниям данной отрасли. Себестоимость производства за этот же отчетный период находится на отметке \$22 против среднего уровня в \$23. Таким образом, валовая прибыль компании составила всего \$5.6, в то время как в среднем по анализируемым предприятиям этот показатель составил \$9.8. Тем не менее, более важный показатель – EBITDA с тонны – у Ульяновскцемента соответствовал отраслевому уровню: \$4.4 против среднего \$4.6. Это объясняется низким уровнем коммерческих расходов компании – всего 3% от выручки против 10% у большинства компаний.

Небольшие коммерческие затраты предприятия и низкая выручка с тонны продукции объясняются тем, что весь сбыт в 2004 г. осуществлялся через сбытовую структуру основного акционера (в то время еще Интеко), который и нес основные затраты на логистику.

Такая система, сохранится, скорее всего, и при новом акционере – Евроцемент групп. Однако теперь – на фоне быстрорастущих цен на цемент – низкие коммерческие расходы уже в меньшей степени будут компенсировать потери от более низкой отпускной цены цемента.

По итогам 2005 г. мы ожидаем, что по показателю EBITDA компания заработает \$10.5 с тонны цемента, в то время как в среднем по отрасли этот показатель составит около \$13.

В дальнейшем этот разрыв будет только увеличиваться, что является одним из ключевых рисков инвестирования в акции завода для миноритарных акционеров. Это является негативной стороной вхождения компании в холдинг Евроцемент групп.

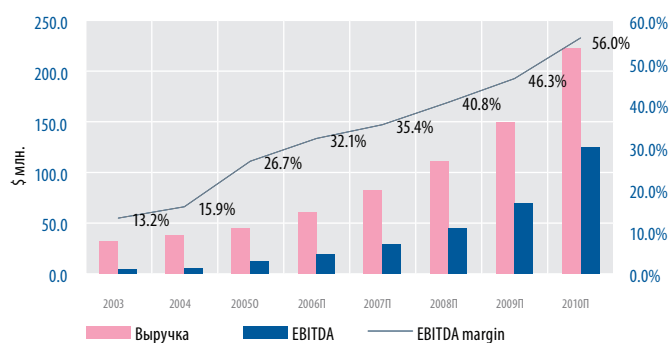
В целом по итогам 2005 г. мы ожидаем следующие финансовые показатели:

- ▶ Выручка – \$45.2 млн. (+19.6%)
- ▶ EBITDA – \$12.1 млн. (рост в 2 раза)

Динамика Ульяновскцемента по сравнению с другими предприятиями оказалась хуже из-за снижения производства на 16%, вызванного сложностями с обеспечением предприятия сырьем и процессом перехода контроля от Интеко в Евроцемент групп.

В 2006 г., по нашей оценке, выручка увеличится на 35% и составит \$61 млн., EBITDA – вырастет на 62.3% до \$19.6 млн.

Динамика финансовых показателей предприятия



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал (базовый сценарий)

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Ульяновскцемента мы использовали модель дисконтирования денежных потоков. Мы рассмотрели несколько сценариев, которые применили к большинству рассматриваемых в данном отчете цементных заводов. Тем не менее в отношении Ульяновскцемента сценарии отличаются не только прогнозом цен на цемент, но и корректировкой уровня рентабельности компании.

В частности, в расчет денежных потоков мы внесли корректировку, которая устраняет диспропорцию между реальной рыночной ценой и отпускными ценами на продукцию предприятия. Эта корректировка была использована только для базового и оптимистичного сценариев. В результате сценарии оценки для Ульяновскцемента выглядят следующим образом.

Пессимистичный сценарий

Внесение корректировки в цену отгрузки отсутствует. Предприятие оценивается, исходя из предпосылки сохранения текущей схемы работы и текущих уровней рентабельности.

Динамика отраслевых цен: рост цен не превышает темпа роста себестоимости, что подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Внесение корректировки в цену отгрузки: оценка компания происходит из предположения, что предприятие с 2006 г. реализует продукцию по реальным рыночным ценам (текущие отпускные цены +25%).

Динамика отраслевых цен: цены на цемент превысят в 2009 г. текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. Начиная с 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Данный сценарий отражает реальную стоимость бизнеса компании и показывает, сколько стоит предприятие, если его продать независимому производителю сейчас, исходя из оптимистичного сценария роста цен.

Базовый сценарий

Внесение корректировки в цену отгрузки: Компания сохраняет использование существующей схемы работы до 2010 г. В преддверии планируемого Евроцемент групп IPO, которое, по нашему мнению, состоится не ранее 2010 г., Ульяновскцемент перейдет на рыночные цены, и предприятие будет оценено как потенциальная возможность войти в Евроцемент групп, исходя из своей реальной стоимости. Соответственно, с 2010 г. и далее для целей оценки мы увеличиваем отпускные цены завода до ожидаемого в то время уровня цен на рынке (отпускные цены заводов в 2010 г.).

Динамика отраслевых цен: цены на цемент в 2009 г. достигнут среднеевропейского уровня. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохраняются на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались, исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства.

Так как компания имеет привилегированные акции с таким же номиналом, то для оценки стоимости акций мы исходили из того, что цена привилегированных акций составляет 70% цены обыкновенных. Это соотношение мы получили на основе анализа стоимости акций за один год.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичные и пессимистичный сценарий приведены только в виде результатов оценки.

Прогноз денежных потоков, \$

Основные финансовые показатели, \$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	45.2	61.0	82.4	111.3	150.2	222.7
ЕВИТДА	12.1	19.6	29.2	45.3	69.6	124.7
ЕВИТ	11.6	19.1	28.6	44.7	68.9	123.9
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	7.0	12.4	19.1	30.8	48.4	88.8
Амортизация	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
Процентные расходы*(1-t)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
Инвестиции в оборотный капитал	1.8	4.5	4.5	7.3	10.0	20.5
Инвестиции в основной капитал	0.7	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8
Свободный денежный поток (FCFF)	5.82	8.38	14.98	23.64	38.38	68.09
Дисконтированный денежный поток		7.4	11.6	16.1	22.9	35.7

Источник: расчеты Антанта Капитал

Результаты модели DCF

WACC	13.76%
Стоимость собственного капитала	16.07%
Безрисковая ставка (Суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.5
Доля собственных средств	70%
Стоимость заемных средств	8.36%
Ставка привлечения заемных ресурсов	11.00%
Доля заемных средств	30%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	93.7
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	259.8
Справедливое EV, \$ млн.	353.5
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	4.7
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	348.7
Количество обыкновенных акций	12 646 939
Количество привилегированных акций	1 198 031
Отношение цены «префов» к «обычке»	70%
Справедливая цена обыкновенных акций	25.86
Справедливая цена привилегированных акций	18.10

Источник: расчеты Антанта Капитал

Согласно результатам модели:

- ▶ справедливая цена обыкновенных акций компании составляет \$25.86, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$11.0) + 135% ,
- ▶ справедливая цена привилегированных акций составляет \$18.1 что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$8.0) +126%. По этой причине мы присваиваем акциям компании рекомендацию «покупать».

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$11.59 для обыкновенных и \$8.11 для привилегированных акций. По сравнению с текущим уровнем стоимость акций по пессимистичному сценарию практически совпадает, что может свидетельствовать о том, что рынок оценивает компанию, исходя из пессимистического прогноза.

Согласно оптимистическому сценарию, справедливая стоимость акций компании составляет \$58.36 и \$40.84 соответственно.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый		349		145.3
обыкновенные	25.86	327.1	135%	
привилегированные	18.10	21.7	126%	
Пессимистичный		156		65.1
обыкновенные	11.59	147	5%	
привилегированные	8.11	10	1%	
Оптимистичный		787		327.9
обыкновенные	58.36	738.1	431%	
привилегированные	40.84	48.9	411%	

Источник: расчеты Антанта-Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	8.09	7.98	9.16	9.95
Нематериальные активы	0.0	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	7.39	7.32	8.42	9.19
Прочие необоротные активы	0.69	0.67	0.74	0.76
Оборотные активы	18.39	26.36	44.60	65.51
Запасы	4.05	4.21	5.60	6.91
Дебиторская задолженность	12.49	15.47	21.69	26.90
Краткосрочные финансовые вложения	1.35	1.30	1.44	1.48
Денежные средства и эквиваленты	0.03	4.89	15.25	29.46
Прочие оборотные активы	0.47	0.49	0.62	0.76
Всего активов	26.48	34.34	53.76	75.46
Краткосрочные обязательства	20.03	20.06	24.49	28.05
Займы и кредиты	9.69	9.35	10.33	10.65
Кредиторская задолженность	9.97	10.37	13.78	17.00
Прочие краткосрочные обязательства	0.36	0.35	0.38	0.40
Долгосрочные обязательства	0.28	0.27	0.30	0.31
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	0.28	0.27	0.30	0.31
Капитал и резервы	6.17	14.01	28.97	47.10
Уставный капитал	0.50	0.48	0.53	0.55
Добавочный капитал	8.20	7.91	8.74	9.01
Нераспределенная прибыль	-2.54	5.62	19.69	37.54
Всего пассивов	26.48	34.34	53.76	75.46

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	37.83	45.22	61.05	82.42
Себестоимость	30.11	30.74	38.19	48.85
Валовая прибыль	7.71	14.48	22.86	33.57
Ком. и упр. расходы	1.09	1.23	1.65	2.23
ЕВИТДА	6.03	12.08	19.61	29.18
Амортизация	0.46	0.51	0.54	0.60
ЕВИТ	5.57	11.57	19.07	28.58
Процентные расходы	0.30	1.14	1.13	1.15
Прочие расходы	-0.86	-1.24	-1.67	-2.25
Прибыль до налогов	4.41	9.19	16.27	25.17
Налог на прибыль	1.19	2.21	3.90	6.04
Чистая прибыль	3.22	6.99	12.36	19.13

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Новоросцемент

Жемчужина цементной индустрии

Россия
Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	68.1	14.3	8.9	9.5	43.8	-
2004	89.9	15.0	8.7	7.2	41.7	-
2005П	140.9	42.2	29.8	4.6	14.8	21.7
2006П	220.7	93.1	67.7	2.9	6.7	9.6

Новоросцемент является крупнейшим цементным предприятием и экспортером России с номинальными производственными мощностями, равными 4.6 млн. т. Предприятие пока еще остается одним из немногих цементных активов, которые не входят в состав действующих на территории России цементных холдингов, хотя уже сейчас переговоры о его покупке ведет Базэл. Мы считаем, что справедливая цена обыкновенных акций компании составляет \$87, привилегированных – \$52.2. На основании этой оценки мы присваиваем акциям Новоросцемента рекомендацию «покупать».

- ▶ Новоросцемент – крупнейший производитель цемента в Краснодарском крае, на долю которого приходится не менее 70% всего потребляемого цемента в регионе. Строительный бум, наблюдаемый в регионе, позволяет компании ежегодно наращивать собственное производство с темпами, превышающими среднероссийский уровень. В то же время компания может столкнуться с полной загрузкой мощностей уже в 2008 г.
- ▶ Благодаря близости к Черному морю и, соответственно, к Новороссийскому морскому торговому порту, Новоросцемент имеет возможность экспортировать производимый цемент в дальнее зарубежье. В целом на долю компании приходится около 60% всего российского экспорта цемента, а в структуре поставок компании на экспорт приходится около 30% реализуемой продукции.
- ▶ Наличие качественной сырьевой базы, а также большие производственные мощности, распределенные среди трех заводов, позволяют Новоросцементу выпускать относительно широкий набор общестроительных марок портландцемента, включая марки с высоким уровнем прочности, а также различные виды специальных цементов.
- ▶ В данный момент Базэл ведет переговоры о покупке Новоросцемента, для того чтобы включить его в состав своего будущего цементного холдинга. Однако в таком случае инвестирование в акции Новоросцемента несет в себе определенные риски, так как Базэл, в случае получения контроля над 95% акций, может с высокой долей вероятности воспользоваться новой поправкой к закону об АО (которая вступит в действие с 1 июля 2006 г.) и выкупит оставшиеся акции у миноритариев. Несмотря на то, что цена выкупа может оказаться ниже, чем определенная нами справедливая, мы полагаем, что она окажется не ниже текущего уровня.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$59.1**

Справедливая цена: **\$87**

Потенциал роста: **47%**

Тикеры

RTS	nvrс
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

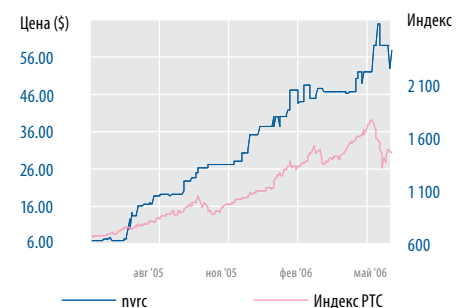
КАБ «Сосьете Женераль Восток»	72.87%
Бурлаков О.Л.	14.9%
Прочие	12.23%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	59.1
Количество АО	9 234 600
Цена АП (\$)	33
Количество АП	3 078 200
Капитализация (\$ млн.)	646.9
Чистый долг (\$ млн.)	-21.5
EV (\$ млн.)	625.4

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	6.80
Минимум за 52 недели (\$)	65.0



О компании

Производство

Новоросцемент – крупнейшее российское цементное предприятие, расположенное на юге России в Краснодарском крае. В состав Новоросцемента входят три цементных завода – Пролетарий, Октябрь и Первомайский, расположенные в Новороссийске. Их суммарные производственные мощности составляют 4.6 млн. т цемента в год.

Новоросцемент является одним из старейших цементных предприятий России, истоки деятельности которого относятся к 1882 г. Тем не менее, в своем нынешнем составе, включающем три вышеназванных завода, Новоросцемент функционирует с 1922 г. Несмотря на то, что завод имеет более длительный возраст существования, чем в среднем по цементной промышленности, уровень износа его производственных активов не превышает отраслевой. Это связано с тем, что во время Великой Отечественной войны заводы были почти полностью разрушены, и в течение 50-х гг., в сущности, были заново построены. К этому же времени относится и запуск большинства российских цементных заводов. Кроме того, почти половина текущих производственных мощностей предприятий была введена в течение следующих 30 лет.

На данный момент Новоросцемент выпускает относительно широкий набор общестроительных марок портландцемента «400», «500», «600» (с 2001 г.) – марки цемента с высоким уровнем прочности при твердении в первые двое суток.

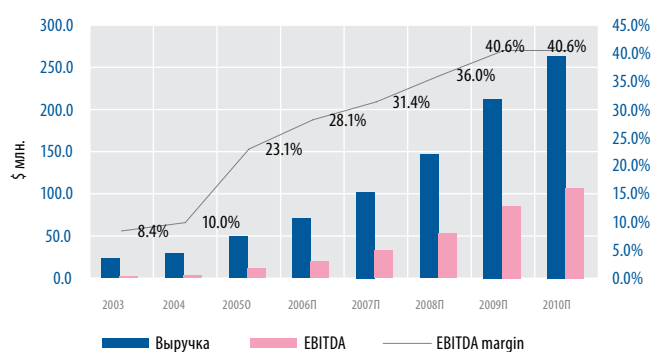
Помимо общестроительных цементов Новоросцемент производит специальные виды цемента:

- ▶ сульфатостойкий с минеральными добавками для изготовления бетонных и железобетонных конструкций обладающих коррозионной стойкостью при воздействии агрессивных сред;
- ▶ портландцемент, изготовленный на основе клинкера нормированного состава для изготовления бетонных дорожных и аэродромных покрытий;
- ▶ портландцемент тампонажный для цементирования газовых, нефтяных и других скважин при низких температурах (15–50°C) и высоких температурах (51–100°C);
- ▶ быстротвердеющий портландцемент;
- ▶ портландцементы, соответствующие европейским стандартам (для отправки на экспорт).

Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии. Используемое технологическое топливо – газ.

Уровень загрузки установленных производственных мощностей по итогам работы за 2005 г. составил 72%, что ниже, чем в Центральном регионе (около 90%). По нашим оценкам, уже в 2008 г. завод столкнется с полной загрузкой доступных мощностей, которая примерно составляет 4.14 млн. т цемента в год. Поэтому основной прирост доходов в последующие периоды компания сможет получить главным образом за счет роста цен.

Динамика финансовых показателей предприятия



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал

Сырьевая база

Предприятие обладает уникальной сырьевой базой для производства цемента – месторождением мергелей в отрогах Кавказского хребта. Мергель является наилучшим сырьем для производства цемента, поскольку сразу содержит смесь глины и извести. Месторождения высококачественных мергелей в России довольно редки, поэтому большинству заводов приходится добывать отдельно известняки и глину, а затем их смешивать. Самое богатое месторождение мергеля в России находится в Новороссийске.

Добыча мергеля в Новороссийске исторически осуществляется уже достаточно давно, и на текущий момент существенная часть залежей, расположенных в нижних, наиболее доступных частях карьеров Новоросцемента, имеет сильную выработку (сырья осталось там не более чем на 15 лет работы). Для расширения доступной сырьевой базы компании приходится реализовывать проекты по строительству рудоспусков, по которым сырье с верхних карьеров будет спускаться вниз. Эта технология удорожает производство цемента, но позволят Новоросцемент увеличить доступные запасы сырья еще на 50–60 лет.

В то же время у компании нет собственных источников гипса, используемого в производстве цемента, что делает ее зависимой от поставщиков соответствующего материала.

Рынки сбыта

Предприятие является основным производителем цемента в Краснодарском крае и его крупнейшим поставщиком в Южном федеральном округе (ЮФО). В Краснодарском крае, особенно в Сочи, сейчас наблюдается строительный бум. В силу выгодного географического расположения – близости к Черному морю и хороших климатических условий многие россияне хотят приобрести здесь недвижимость. На сегодняшний день по темпам роста строительства Краснодарский край приближается к Москве. Это означает, что Новоросцемент сможет и далее наращивать производство в рамках доступных производственных мощностей.

В общей сложности на Новоросцемент приходится около 73% рынка Краснодарского края и 31% рынка ЮФО.

На основе данных компании мы рассчитали, что из общих поставок на внутренний рынок на Краснодарский край приходится 88–90%, на Ростовскую область – 6–8%. Оставшаяся относительно незначительная часть – около 4–5% – реализуется в других областях ЮФО, а также поставляется в Москву и Нижний Новгород.

Кроме того, Новоросцемент является крупнейшим российским экспортером цемента. По итогам 2005 г. его доля в общих поставках российского цемента за рубеж составила, по нашим оценкам, порядка 57.5% (0.95 млн. т из 1.65 млн. т – оценка Антанта Капитал). Более того, в отличие от остальных российских экспортеров, поставляющих цемент главным образом в страны СНГ, основными направлениями экспорта Новоросцемента являются страны дальнего зарубежья, в частности Испания (90.4% объема экспорта 2004 г.), Португалия (6.7%) и Мексика (2.8%). В среднем доля экспортных поставок в общем объеме продаж у Новоросцемента составляет около 30%.

Экспорт позволяет компании иметь более диверсифицированные рынки сбыта, что особенно актуально, когда производственные мощности загружены не полностью. В свою очередь, возможность экспорта возникает в силу выгодного стратегического расположения – близости к Черному морю и, соответственно, к Новороссийскому морскому торговому порту (НМТП). В то же время высокая доля экспортных поставок создает для компании риски зависимости от собственников НМТП. Эти риски подтвердила ситуация, которая произошла в начале 2004 г., когда руководство НМТП уведомило Новоросцемент о прекращении отгрузки его продукции, мотивировав это необходимостью ремонта специализированного причала. Несмотря на то, что конфликт удалось уладить и провести ремонт без прекращения использования причала, объемы отгрузки в этот период сократились.

Основные акционеры

На текущий момент точно неизвестно, кому принадлежит Новоросцемент. Согласно данным компании, 14.9% уставного капитала (в том числе 4.3% обыкновенных акций) контролируются председателем совета директоров предприятия г-ном Бурлаковым, еще 72.87% акций (из них 68.34% – обыкновенные акции) находятся в номинальном держании у Банка Сосьете Женераль Восток.

До консолидации в номинальном держании столь крупного пакета Новоросцемента у французского банка ему предшествовало ряд транзакций.

До 2003 г. этот пакет контролировался:

- ▶ Новороссийским цементным холдингом (НЦХ) – компанией, подконтрольной менеджменту: 40.97% уставного капитала (36.64% «обычки»),
- ▶ Breitenburger Auslandbeteiligungs дочерней структурой Holcim – 31.7% уставного капитала (31.7% «обычки»)

В середине 2003 г. Holcim продала этот пакет ряду иностранных компаний, неаффилированных с Holcim, в результате чего он попал в номинальное держание Сосьете Женераль Восток;

В 2004 г. пакет НЦХ перешел в номинальное держание сначала ЗАО «Брансвик Ю Би Эс Номиниз» (при этом собственником этого пакета тогда НЦХ так и остался), а позже был передан в номинальное держание французскому банку.

Судя потому, что акции были сконцентрированы в номинальном держании в одном банке и при этом смены менеджмента не произошло, с высокой долей уверенности можно утверждать, что основными акционерами компании сейчас являются его генеральный директор г-н Ясуд, более 20 лет возглавляющий предприятие, и председатель совета директоров г-н Бурлаков.

Тем не менее, основной интригой развития событий относительно контроля над компанией является не тот факт, кто контролирует компанию сейчас, а кто будет контролировать ее в ближайшее время. В частности, в начале мая этого года стало известно, что Базэл планирует создать цементный холдинг с мощностями в 9 млн. т цемента в год (одним из активов которого станет Новоросцемент), а также то, что Базэл уже ведет переговоры о его покупке. Для Базэла данный актив действительно очень интересен. Дерипаска является крупнейшим инвестором в Краснодарском крае. Здесь он уже приобрел Афипский НПЗ, сеть автозаправочных станций, местную авиакомпанию, два аэропорта, а также скупает сельскохозяйственные земли. Кроме того, нет сомнений, что он станет активно развивать и девелоперские проекты.

Мы считаем, что Базэл, скорее всего, получит контроль над Новоросцементом.

Инвестирование в акции Новоросцемента в этом случае несет в себе определенные риски. Базэл относится к тем структурам, которые предпочитают работать в рамках закрытого бизнеса. Таким образом, в случае если Базэл получит контроль над 95% акций завода, он с высокой долей вероятности воспользуется новой поправкой к закону об АО, которая вступит с 1 июля 2006 г. – о возможности выкупа оставшихся акций у миноритариев по цене, определенной независимым оценщиком. И эта цена может оказаться не соответствующей справедливой.

Финансы

В целом финансовое состояние Новоросцемента можно охарактеризовать как стабильное. Компания не имеет долгов и аккумулирует излишки денежных средств, которые размещает на депозитах.

Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ за 2004 г., с тонны цемента Новоросцемент получил в среднем \$29.9, что ниже, чем по рассматриваемым в данном аналитическом обзоре компаниям примерно на 8.8%, у которых выручка с тонны за этот период составила \$32.8.

Не увеличивают существенно выручку компании и экспортные поставки. Несмотря на то, что отпускные цены Новоросцемента на экспорт несколько выше, чем внутренние, все равно они существенно ниже конечной цены в основной стране экспорта – Испании, где соответствующая цена на цемент составляет около \$100. Это объясняется, скорее всего, тем, что Новоросцемент продает свой цемент за рубеж через посредничество трейдеров, которые и берут на себя соответствующие транспортные расходы и аккумулируют основную маржу.

	2001	2002	2003	2004	20050
Цемент для внутреннего рынка					
Объем производства продукции, тыс. т.	1391	1434	1802	2205	2363
Среднегодовая цена 1 т., \$	17.0	18.8	23.3	27.3	46.5
Цемент на экспорт					
Объем производства продукции, тыс. т.	545	799	847	806	950
Среднегодовая цена 1 т., \$	20.9	22.7	28.0	30.9	32.6
ИТОГО по компании					
Объем производства продукции, тыс. т.	1936	2233	2649	3011	3313
Среднегодовая цена 1 т., \$	19.2	21.2	25.7	29.9	42.5

Источник: данные компании, оценка Антанта Капитал

Учитывая, что цены на цемент в 2005 г. существенно выросли, такая схема работы приводит к тому, что компания реализует цемент на экспорт уже по более низкой цене, чем на внутреннем рынке.

Скорее всего, экспортные трейдеры контролируются менеджментом Новоросцемента, и если бы реальная маржа от экспортных поставок аккумулировалась бы на компании, уровень ее рентабельности был бы выше. Мы полагаем, что компания будет постепенно отказываться от трансфертного ценообразования и переведет в итоге всю рентабельность на себя, поскольку использование таких схем не приветствуется налоговыми органами. В то же время для устранения возможных налоговых рисков компании достаточно реализовывать свою продукцию по цене не ниже, чем на внутреннем рынке.

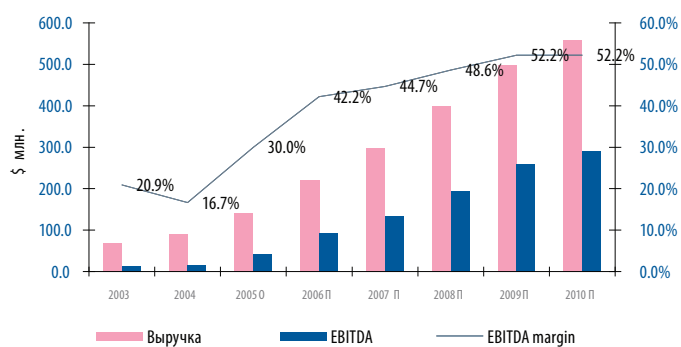
Что касается себестоимости тонны цемента, то в 2004 г. ее уровень у компании составлял \$21.7 при средней величине в \$23. С тонны цемента в 2004 г. компания заработала \$5.0 по EBITDA и \$2.9 чистой прибыли. В целом финансовые результаты работы компании в 2004 г. находятся на уровне отраслевых. Рентабельность по валовой прибыли составила 27.3%, EBITDA – 16.7%, чистой прибыли – 9.7%.

Уровень долговой нагрузки на конец 2004 г. был незначительным (\$0.2 млн.) и составлял около 0.4% от валюты баланса. Компания не испытывает потребности в заемном финансировании, а излишки наличности при этом аккумулирует на депозитах.

В 2005 г., как и по большинству предприятий сектора, у Новоросцемента произошло улучшение всех финансовых показателей, включая рентабельность бизнеса, что было обусловлено резким ростом среднегодовых цен (+40%) и высоким ростом производства (+10%).

По итогам 2006 г. мы прогнозируем рост выручки на 56.6% до \$220.7 млн., EBITDA – в 2.2 раза до \$93.1 млн.

Динамика финансовых показателей предприятия



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал (базовый сценарий)

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Новоросцемента мы использовали модель дисконтирования денежных потоков.

Мы рассмотрели несколько сценариев, которые применяем к большинству рассматриваемых в данном отчете цементных заводов (кроме Невьянского цементника). Сценарии отличаются в данном случае только прогнозом цен на цемент и подробно описаны в разделе «Цены на цемент».

Кроме того, в расчет денежных потоков по всем трем сценариям мы внесли корректировку, которая устраняет образовавшуюся в 2005 г. диспропорцию между экспортными и внутренними ценами, когда экспортные цены ниже внутренних. Без этой корректировки реальная стоимость компании может быть занижена.

Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости. Таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Этот сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент превысят в 2009 г. текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. Начиная с 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Базовый сценарий

Цены на цемент в 2009 г. сравниваются со среднеевропейским уровнем. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении около 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохраняются на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались, исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства.

Так как компания имеет привилегированные акции с таким же номиналом, то для оценки стоимости акций мы исходили из того, что цена привилегированных акций составляет 60% цены обыкновенных. Это соотношение мы получили на основе анализа стоимости акций за 1 год.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичный и пессимистичный сценарий приведены только в виде результатов оценки.

Расчеты модели DCF

Основные финансовые показатели, \$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	140.9	220.7	298.0	399.0	498.8	558.0
ЕБИТДА	42.2	93.1	133.2	194.1	260.3	291.2
ЕБИТ	40.8	91.5	131.3	191.8	257.7	288.3
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	29.8	67.7	97.3	142.5	191.7	214.4
Амортизация	1.4	1.6	1.9	2.2	2.6	3.0
Процентные расходы*(1-t)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Инвестиции в оборотный капитал	5.1	10.2	8.5	11.1	9.2	7.0
Инвестиции в основной капитал	6.3	7.9	10.1	12.3	14.6	15.9
Свободный денежный поток (FCFF)	19.8	51.2	80.6	121.3	170.4	194.5
Дисконтированный денежный поток	44.1	59.8	77.6	93.9	93.9	92.3

Источник: расчеты Антанта Капитал

Результаты модели DCF

WACC	16.07%
Стоимость собственного капитала	16.07%
Безрисковая ставка (Суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.5
Доля собственных средств	100%
Стоимость заемных средств	9.88%
Ставка привлечения заемных ресурсов	13.00%
Доля заемных средств	0%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	367.7
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	574.5
Справедливое EV, \$ млн.	942.2
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	-21.5
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	963.8
Количество обыкновенных акций	9 234 600
Количество привилегированных акций	3 078 200
Отношение цены префов к обычке	60%
Справедливая цена обыкновенных акций, \$	87
Справедливая цена привилегированных акций, \$	52

Источник: расчеты Антанта Капитал

Согласно результатам модели:

- ▶ Справедливая цена обыкновенных акций компании составляет \$87, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$59.1) + 47%;
- ▶ Справедливая цена привилегированных акций составляет \$52, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$33) +58%. По этой причине мы присваиваем акциям компании рекомендацию «покупать».

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$45 для обыкновенных и \$27 для привилегированных. По сравнению с текущим уровнем стоимость акций по пессимистичному сценарию ниже на 23% и 17% соответственно.

Согласно оптимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компании составляет \$141 и \$84 соответственно.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста,%	P/Мощность, \$/т
Базовый		964		209,5
обыкновенные	87	803	47%	
привилегированные	52	161	58%	
Пессимистичный		503		109,3
обыкновенные	45	419	-23%	
привилегированные	27	84	-17%	
Оптимистичный		1 559		339,0
обыкновенные	141	1 300	138%	
привилегированные	84	260	156%	

Источник: расчеты Антанта Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	32.25	35.94	46.38	56.09
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	31.85	35.55	45.95	55.65
Прочие необоротные активы	0.40	0.39	0.43	0.44
Оборотные активы	26.22	50.47	121.36	216.79
Запасы	13.19	15.94	21.17	26.10
Дебиторская задолженность	5.34	7.94	13.30	17.32
Краткосрочные финансовые вложения	2.08	2.01	2.22	2.29
Денежные средства и эквиваленты	3.08	21.55	80.64	166.09
Прочие оборотные активы	2.52	3.04	4.04	4.98
Всего активов	58.47	86.41	167.74	272.88
Краткосрочные обязательства	3.74	4.49	5.94	7.30
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00	0.00
Кредиторская задолженность	3.62	4.38	5.81	7.17
Прочие краткосрочные обязательства	0.12	0.11	0.12	0.13
Долгосрочные обязательства	0.22	0.00	0.00	0.00
Займы и кредиты	0.22	0.00	0.00	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.00
Капитал и резервы	54.51	81.92	161.80	265.58
Уставный капитал	8.43	8.13	8.98	9.26
Добавочный капитал	14.85	14.32	15.83	16.31
Нераспределенная прибыль	31.22	59.47	136.99	240.01
Всего пассивов	58.47	86.41	167.74	272.88

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	89.94	140.94	220.71	297.96
Себестоимость	65.36	83.29	103.41	132.17
Валовая прибыль	24.58	57.65	117.30	165.79
Ком. и упр. расходы	9.44	14.77	23.13	31.23
ЕБИТДА	14.99	42.21	93.13	133.16
Амортизация	1.18	1.39	1.59	1.91
ЕБИТ	13.80	40.82	91.53	131.25
Процентные расходы	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие расходы	-1.71	-1.54	-2.42	-3.26
Прибыль до налогов	12.09	39.27	89.12	127.99
Налог на прибыль	3.34	9.43	21.39	30.72
Чистая прибыль	8.74	29.85	67.73	97.27

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Вольскцемент

Низкие риски – высокая стоимость

Россия

Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	46.3	8.2	3.2	9.7	53.6	-
2004	65.6	7.9	1.7	6.9	55.9	-
2005П	100.9	25.2	11.9	4.4	17.5	37.7
2006П	129.0	37.0	20.0	3.5	12.0	22.5

Вольскцемент – крупный цементный завод с производственными мощностями в 2.5 млн. т. Предприятие контролируется холдинговой структурой Альфа-цемент, которая принадлежит второму в мире производителю цемента – компании Holcim. Управление заводом игроком международного уровня существенно снижает риски инвестирования в акции завода. Это выражается в качественно более высоком уровне финансовой прозрачности, не характерном для отрасли, низкой вероятности размывания доли миноритарных акционеров, а также возможности привлечения дешевых финансовых ресурсов для развития. В то же время данные факторы, по нашему мнению, уже учтены в текущих котировках акций компании, и поэтому мы присваиваем им рекомендацию «держать» с целевой ценой в \$186.

- ▶ Вольскцемент – старейший российский цементный завод, построенный еще в конце XIX в. Производство цемента на этом предприятии осуществляется по «мокрой» технологии. Завод специализируется на выпуске сульфатостойких цементов, применяемых при изготовлении гидротехнических сооружений, и тампонажных портландцементов, предназначенных для цементирования нефтяных и газовых скважин.
- ▶ Вольскцемент является единственным цементным заводом в России, который освоил производство тампонажного цемента по стандарту Американского нефтяного института (API), а также прошел сертификацию системы качества на соответствие международным стандартам.
- ▶ Четверть своей продукции компания поставляет в Московский регион, также осуществляются экспортные поставки в Казахстан.
- ▶ В 2005 г., по нашим оценкам, выручка у Вольск цемента выросла на 54.1% до \$ 100.9 млн., ЕВITDA увеличилась в 3.2 раза – до \$25.2 млн. Между тем дальнейшее улучшение финансовых результатов будет возможно главным образом только за счет роста цен, так как загрузка мощностей близка к полной.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: **\$175**Справедливая цена: **\$186**Потенциал роста: **6%**

Тикеры

RTS	volc
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

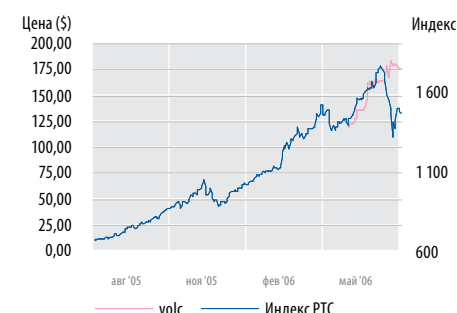
Альфа-цемент	91.5%
Прочие	8.5%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	175
Количество АО	2 414 578
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн.)	422.6
Чистый долг (\$ млн.)	19.4
EV (\$ млн.)	442.0

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	\$184
Минимум за 52 недели (\$)	\$120



О компании

Производство

Вольскцемент – старейший цементный завод России, начавший свою деятельность еще в 1897 г. Предприятие расположено в Поволжском федеральном округе (Саратовская область) и имеет относительно большие производственные мощности, составляющие 2.5 млн. т. Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии с использованием газа и мазута.

Помимо выпуска обычного общестроительного портландцемента, предприятие специализируется на производстве сульфатостойких и тампонажных портландцементов. Первые применяются при изготовлении бетонных и железобетонных конструкций гидротехнических сооружений, испытывающих воздействие агрессивной сульфатной среды (соли), а тампонажный портландцемент предназначен для цементирования нефтяных и газовых скважин.

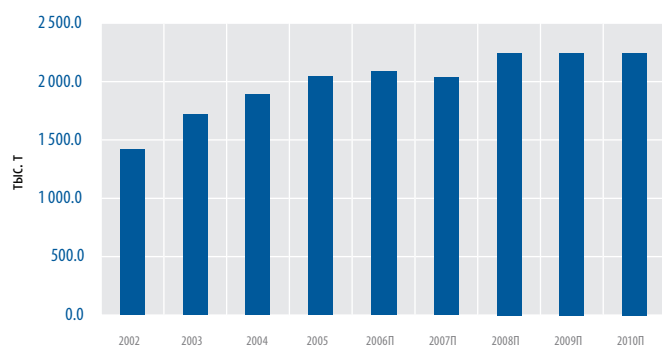
Благодаря своей специализации цемент, произведенный заводом, использовался при строительстве крупнейших советских проектов – Волго-Донского канала, Днепрогэса, московского метрополитена, Останкинской телебашни, космодрома Байконур, а также активно применялся на нефтепромыслах Татарии, Башкирии, Азербайджана и Казахстана.

Несмотря на то, что предприятие является одним из самых старых в отрасли, благодаря периодической модернизации в советские годы уровень износа оборудования у него в целом не выше, чем у предприятий отрасли, построенных в 50-х гг. прошлого столетия.

Кроме того, Вольскцемент был одним из немногих российских заводов, которые в 90-е гг. относительно активно повышали свой технологический уровень. В частности, в 1998 г. Вольскцемент освоил производство тампонажного цемента по стандарту Американского нефтяного института (API), а также первым среди цементных заводов прошел сертификацию системы качества на соответствие международным стандартам. Сейчас это дает компании преимущество по сравнению с другими компаниями при сотрудничестве с нефтегазодобывающими компаниями из России, СНГ, стран Азии и Ближнего Востока.

В 1999–2004 гг. завод удвоил производство, в 2005 г. было произведено уже 2.05 млн. т. Уровень загрузки производственных мощностей сейчас составляет 82%, что является высоким уровнем в отрасли, близким к полной загрузке с учетом фактора сезонности цементного рынка. В дальнейшем Вольскцемент уже не сможет так активно наращивать производство без осуществления инвестиций в расширение мощностей. Утвержденный до 2008 г. бизнес-план компании подразумевает рост производства всего на 9.7% до 2.25 млн. т. Этот уровень, как мы полагаем, компания будет поддерживать и после 2008 г.

Динамика производства цемента на предприятии



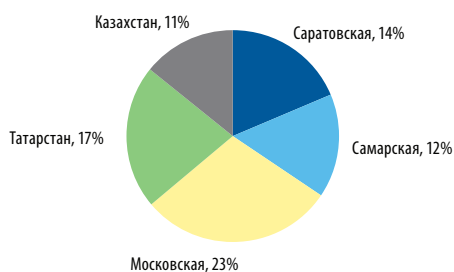
Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал

Рынки сбыта

Завод является единственным производителем цемента в Саратовской области, где он контролирует, по собственным оценкам, не менее 82% рынка. Тем не менее доля сбыта в регионе базирования компании составляет около 14%.

Компания также отгружает свою продукцию в Самарскую область (доля рынка – около 27%), Республику Татарстан (около 15%) и Московскую область, а также экспортирует цемент в Казахстан. На Московский регион у компании приходится существенная часть сбыта – около 23–25%.

Региональная структура сбыта продукции Вольскцемента



Источник: анализ Антанта Капитал

Основные акционеры

Основным акционером Вольскцемента является компания Альфа-цемент, которая контролируется одним из крупнейших производителей на мировом рынке цемента – Holcim. Управление завода игроком международного уровня существенно снижает риски инвестирования в акции завода.

Во-первых, в сравнении с российскими игроками Вольскцемент имеет существенно более высокий уровень финансовой прозрачности, качества и полноты раскрытия информации.

Во-вторых, вероятность ущемления интересов миноритарных акционеров (например, путем размывания их доли или путем вывода прибыли из компании) намного ниже, чем у российских коллег.

В-третьих, компания, благодаря родству с Holcim, имеет возможность привлекать дешевые кредитные ресурсы.

Данные факторы отражаются в низкой ставке дисконтирования потоков компании, что положительно влияет на оценку стоимости компании.

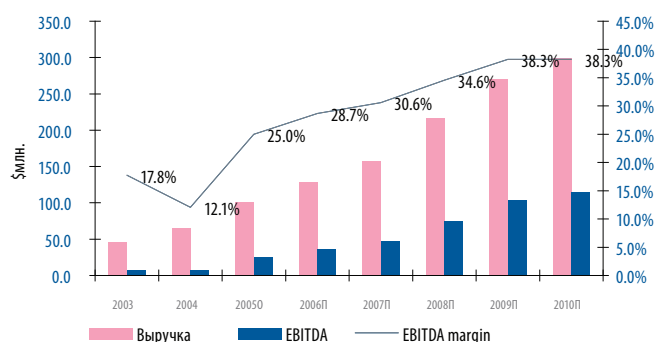
Финансы

Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ за 2004 г., с тонны цемента компания получила в среднем \$34.6. Средняя выручка с тонны по рассматриваемым в данном аналитическом обзоре компаниям составила \$32.8. Себестоимость тонны цемента в 2004 г. у компании была \$19.8 при среднем уровне в \$23. С тонны цемента в 2004 г. компания заработала \$4.2 по EBITDA и \$0.9 чистой прибыли. В целом финансовые результаты работы компании в 2004 г. можно назвать более высокими, чем среднеотраслевые. Рентабельность по валовой прибыли составила 42.6%, прибыли по EBITDA – 12.1%, хотя рентабельность по чистой прибыли составила всего 2.6%, что ниже отраслевого уровня.

В отличие от цементных заводов, контролируемых российскими собственниками, – для них характерен низкий уровень задолженности по кредитам и займам (5–10% пассивов), уровень долговой нагрузки у компании на конец 2004 г. составлял 38% от всех пассивов (\$22.9 млн.). Такая стратегия вполне оправдана: компания привлекает ресурсы через своего именитого собственника по относительно низкой ставке на уровне Libor +2.5–5% годовых.

В 2005 г. у Вольскцемента произошло улучшение всех финансовых показателей, включая рентабельность бизнеса, что было обусловлено главным образом ростом среднегодовых цен (+40%). Рост производства у компании составил 8.2% при росте рынка на 6.4%. По нашим оценкам, в 2005 г. рост выручки составил 54.1% до \$100.9 млн., EBITDA – в 3.2 раза до \$25.2 млн. В дальнейшем рост доходов компании будет определяться только ростом цен, поскольку мощности уже сильно загружены.

Динамика финансовых показателей предприятия



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал (базовый сценарий)

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Вольскцемента мы использовали модель дисконтированных денежных потоков.

Мы рассмотрели несколько сценариев, которые применили к большинству представленных в данном отчете цементных заводов (кроме Невьянского цементника). Сценарии отличаются в данном случае только прогнозом цен на цемент и подробно описаны в разделе «Цены на цемент».

Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости. Таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Этот сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент превысят в 2009 г. текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. Начиная с 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Базовый сценарий

Цены на цемент в 2009 г. достигнут среднеевропейского уровня. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохраняются на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались, исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства. В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичный и пессимистичный сценарии приведены только в виде результатов оценки.

Расчет модели DCF

Основные финансовые показатели, \$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	100.9	129.0	157.0	216.4	270.5	299.5
EBITDA	25.2	37.0	48.0	74.8	103.5	114.6
EBIT	22.9	34.3	44.7	70.9	99.0	109.4
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	11.9	20.0	30.9	50.0	70.7	78.2
Амортизация	2.3	2.7	3.3	3.9	4.5	5.2
Процентные расходы*(1-t)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
Инвестиции в оборотный капитал	7.0	8.4	5.4	13.5	11.2	6.4
Инвестиции в основной капитал	4.4	5.5	6.6	7.2	8.9	9.7
Свободный денежный поток (FCFF)	3.6	9.6	23.2	34.1	56.0	68.2
Дисконтированный денежный поток		8.6	18.6	24.6	36.1	39.4

Источник: расчеты Антанта Капитал

Результаты модели DCF

WACC	11.57%
Стоимость собственного капитала	16.07%
Безрисковая ставка (суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.22
Доля собственных средств	60%
Стоимость заемных средств	7.60%
Ставка привлечения заемных ресурсов	10.00%
Доля заемных средств	40%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	127.4
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	340.8
Справедливое EV, \$ млн.	468.2
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	19.4
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	448.8
Количество акций	2 414 578
Справедливая цена акции	186

Источник: расчеты Антанга Капитал

Справедливая цена акций компании составляет \$186, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$175) в 6%. Это может свидетельствовать о том, что будущий рост компании, а также низкие инвестиционные риски уже отражены в текущих ценах. По этой причине мы присваиваем акциям компании рекомендацию «держать».

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$67, что значительно ниже текущего уровня цен компаний и, скорее всего, говорит о нереалистичности данного сценария.

Согласно оптимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компании составляет \$339 с потенциалом роста в 94%. Вероятность развития данного сценария на фоне дефицита цемента в ЦФО, по нашему мнению, также достаточно высока.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	Р/Мощность, \$/т
Базовый	186	449	6%	179.5
Пессимистичный	67	162	-62%	64.8
Оптимистичный	339	819	94%	327.7

Источник: расчеты Антанга Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	19.05	20.48	25.55	29.66
Нематериальные активы	0.05	0.05	0.05	0.05
Здания, сооружения	18.92	20.35	25.42	29.51
Прочие необоротные активы	0.08	0.07	0.08	0.08
Оборотные активы	28.96	39.85	63.89	95.22
Запасы	10.83	13.11	16.53	18.56
Дебиторская задолженность	13.22	19.31	26.39	30.99
Краткосрочные финансовые вложения	0.59	0.56	0.62	0.64
Денежные средства и эквиваленты	1.56	3.53	16.13	40.28
Прочие оборотные активы	2.76	3.35	4.22	4.74
Всего активов	48.01	60.33	89.45	124.88
Краткосрочные обязательства	27.43	28.77	33.58	35.95
Займы и кредиты	17.97	17.33	19.15	19.74
Кредиторская задолженность	9.46	11.45	14.44	16.21
Прочие краткосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.00
Долгосрочные обязательства	7.20	6.94	7.67	7.91
Займы и кредиты	5.82	5.62	6.21	6.40
Прочие долгосрочные обязательства	1.37	1.33	1.46	1.51
Капитал и резервы	13.39	24.61	48.19	81.02
Уставный капитал	0.09	0.08	0.09	0.10
Добавочный капитал	8.75	8.44	9.33	9.62
Нераспределенная прибыль	4.54	16.09	38.77	71.31
Всего пассивов	48.01	60.33	89.45	124.88

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	65.52	100.95	128.95	156.96
Себестоимость	37.60	48.02	56.61	65.88
Валовая прибыль	27.92	52.93	72.35	91.08
Ком. и упр. расходы	14.65	24.66	31.50	38.34
ЕБИТДА	7.90	25.22	36.95	47.99
Амортизация	1.77	2.29	2.70	3.32
ЕБИТ	6.13	22.93	34.25	44.67
Процентные расходы	1.15	1.29	1.26	1.27
Прочие расходы	-0.89	-1.80	-2.30	-2.80
Прибыль до налогов	4.09	19.84	30.69	40.60
Налог на прибыль	2.38	7.93	10.74	9.74
Чистая прибыль	1.71	11.90	19.95	30.86

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Альфа-цемент

В ожидании будущих проектов

Россия

Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	77.6	16.4	8.6	9.6	48.3	-
2004	103.8	15.9	4.6	7.2	49.8	-
2005П	158.4	45.7	22.2	4.7	17.3	33.6
2006П	204.7	66.8	37.2	3.6	11.8	20.1

Альфа-цемент – холдинговая структура, контролирующая два крупных цементных завода – Вольскцемент и Щуровский цемент. Основной деятельностью компании является управление этими предприятиями. Сама компания Альфа-цемент принадлежит одному из крупнейших мировых производителей цемента – швейцарскому Holcim. На основании оценки стоимости пакетов акций Вольскцемент и Щуровский цемент мы рассчитали справедливую стоимость акций Альфа-цемента. По нашему мнению, она составляет \$85, и мы присваиваем им рекомендацию «держать».

- ▶ История компании Альфа-цемент началась в 1993 г., когда инвесткомпания Альфа-капитал создала цементный холдинг Альфа-цемент с целью скупки российских цементных активов. В 1994 г. одним из основных акционеров компании стал швейцарский Holderbank, впоследствии переименованный в Holcim.
- ▶ К концу 90-х гг. компании удалось консолидировать значительные цементные активы, но после 1999 г. Альфа-цемент начала их распродавать, и на данный момент у него осталось два завода – Вольскцемент (Саратовская область) и Щуровский цемент (Московская область).
- ▶ На данный момент Альфа-цемент контролирует 91.53% акций Вольскцемента и 85.94% - компании Щуровский цемент. Текущая суммарная мощность заводов составляет 3.7 млн. т, что составляет около 5.2% от российских цементных мощностей. Производство цемента осуществляется по “мокрой” технологии. Основная доля сбыта у них приходится на самый высокодоходный – Московский регион. Тем не менее доля рынка в сумме у обеих компаний незначительна.
- ▶ Оценка стоимости Альфа-цемент произведена исключительно на основании текущей стоимости принадлежащих ей на данный момент активов. Однако вероятность того, что Альфа-цемент может начать реализацию новых проектов в цементной отрасли или приобрести какие-то активы, достаточно высока: на фоне растущей маржи инвестиции в цементную индустрию становятся все более привлекательными, а Альфа-цемент без проблем может привлечь очень дешевые западные деньги в силу родственных связей с Holcim. В этой связи стоимость компании в перспективе будет зависеть от того, какие инвестиционные проекты она будет реализовывать.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: **\$90**Справедливая цена: **\$85**Потенциал роста: **-5.7%**

Тикеры

RTS	alce
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

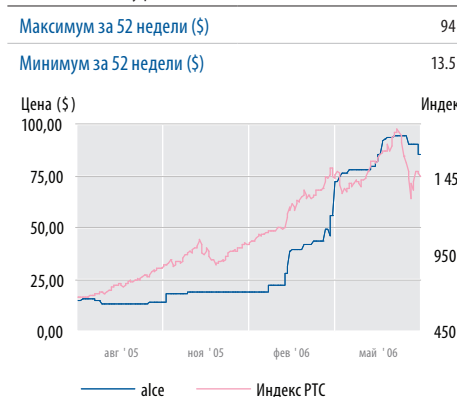
Основные акционеры

Holcim	68.8%
Auslandbeteiligungs GmbH	
ИНГ БАНК (Евразия)	9.84%vv
Дойче Банк	5.7%
Прочие	15.66%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	90
Количество АО	8 297 712
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн.)	746.8
Чистый долг (\$ млн.)	43.9
EV (\$ млн.)	790.7

Динамика курса акций



О компании

История холдинга

В 1993 г. инвестиционная компания Альфа-капитал на базе Горнозаводского цементного завода (Горнозаводскцемент) создала цементный холдинг Альфа-цемент с целью консолидации российской цементной промышленности. В 1994 г. одним из основных акционеров компании стал швейцарский Holderbank, который впоследствии был переименован в Holcim.

В середине 90-х гг. компания интенсивно скупала активы, получив к 1998 г. контрольные либо блокирующие пакеты в восьми цементных заводах общей мощностью около 20 млн. т. Среди этих заводов помимо Горнозаводскцемента (2.7 млн. т, Пермская область) были представлены такие гиганты цементной отрасли, как Новоросцемент (4.6 млн. т, Краснодарский край), Спасскцемент (3.6 млн. т, Приморский край), Михайловцемент (1.9 млн. т), Горнозаводскцемент (2.7 млн. т, Пермская область) и Вольскцемент (2.5 млн. т, Саратовская обл.).

После 1999 г. Альфа-цемент начал распродавать свои активы, что, скорее всего, было вызвано желанием Альфа-капитал выйти из не особо доходного в те времена цементного бизнеса.

В 2003 г. группа Holcim увеличила свою долю в Альфа-цемент с 40% до 68%, став в результате этого контролирующим акционером компании. Однако к тому времени под контролем Альфа-цемента осталось только два завода: Вольскцемент и Щуровский цементный завод (1.2 млн. т, Московская область).

Краткая информация об активах Альфа-цемента

На данный момент Альфа-цемент контролирует 91.53% акций Вольскцемента и 85.94% – компании Щуровский цемент. Эти предприятия являются ключевыми активами холдинга.

Оба предприятия являются старейшими российскими производителями цемента. Впервые они были запущены еще в конце XIX в., в отличие от большинства российских цементных заводов, построенных в основном в 50-х гг. прошлого века. Текущая суммарная мощность заводов – 3.7 млн. т, что составляет около 5.0% от российских цементных мощностей. Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии.

Несмотря на то, что предприятия расположены друг от друга относительно далеко (Вольскцемент – в Саратовской области, а Щуровский цементный завод – в Московской области), основная доля сбыта их продукции приходится на Московский регион.

Вольскцемент

Поскольку акции Вольскцемента котируются на фондовой бирже, компания была рассмотрена в нашем отчете отдельно (см. главу «Вольскцемент. Низкие риски – высокая стоимость»). В данной части отчета приводятся только основные выводы по анализу компании.

Вольскцемент осуществляет производство цемента по «мокрой» технологии. Предприятие специализируется на выпуске сульфатостойких цементов, применяемых при изготовлении гидротехнических сооружений, и тампонажных портландцементов, предназначенных для цементирования нефтяных и газовых скважин.

Вольскцемент является единственным цементным заводом в России, который освоил производство тампонажного цемента по стандарту Американского нефтяного института (API), а также прошел сертификацию системы качества на соответствие международным стандартам.

Основная часть продукции компании реализуется в Саратовской области и регионах, граничащих с ней, – Самарской области и Татарстане. Между тем в разбивке продаж по областям первое место занимает Московский регион, на который приходится до 25% продаж. Компания также осуществляет экспорт цемента в Казахстан.

Уровень рентабельности Вольскцемента по EBITDA в 2004 г. был несколько выше среднеотраслевого: 12.1% против 10% (на основе отчетности по РСБУ). По нашим оценкам, рост выручки составил 54.1% до \$100.9 млн., EBITDA – в 3.2 раза до \$25.2 млн. Дальнейшее улучшение финансовых результатов будет возможно главным образом только за счет роста цен, так как загрузка мощностей сейчас уже близка к полной.

Щуровский цемент

Щуровский цементный завод считается первым цементным заводом России. Завод, запущенный в 1870 г., расположен в Коломне (Московская область). Производственные мощности являются относительно небольшими и составляют 1.2 млн. т. Производство цемента включает полный цикл – от добычи сырья до производства – и осуществляется по «мокрой» технологии с использованием в качестве энергоносителя природного газа.

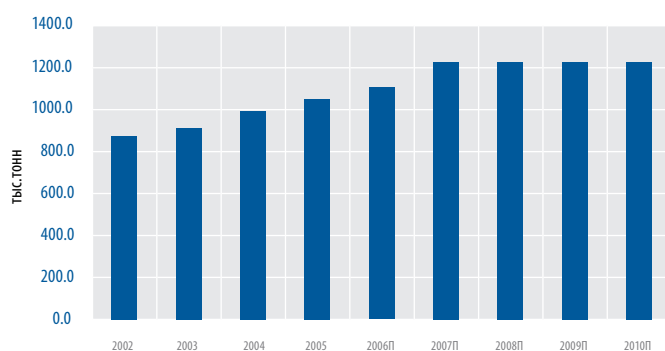
Несмотря на то, что завод является самым старым, уровень износа оборудования, благодаря модернизации, произведенной в 70–80-х гг. прошлого столетия, он соответствует среднеотраслевым показателям.

Компания специализируется на выпуске уникального белого цемента, который применяется для отделочных работ на фасадах зданий и во внутренних помещениях. На его долю приходится около 20% выпуска завода (или 200 тыс. т в год). Основным видом общестроительного портландцемента является цемент марки «400», наиболее востребованный в строительстве.

Главный рынок сбыта Щуровского цемента – это Москва и Московская область. Несмотря на то, что в Московском регионе компания является вторым по величине производителем (первый – Воскресенскцемент, 2.5 млн. т), доля компании на рынке составляет всего 5%. Это объясняется большой емкостью рынка Московского региона – в 2005 г. общий объем продаж цемента составил 10.8 млн. т, а также очень высокой конкуренцией среди производителей.

На текущий момент производственные мощности имеют загрузку, близкую к полной (91%). В 2005 г. компания произвела 1.103 млн. т цемента при производственных мощностях 1.2 млн. т.

Динамика производства цемента на Щуровском цементе

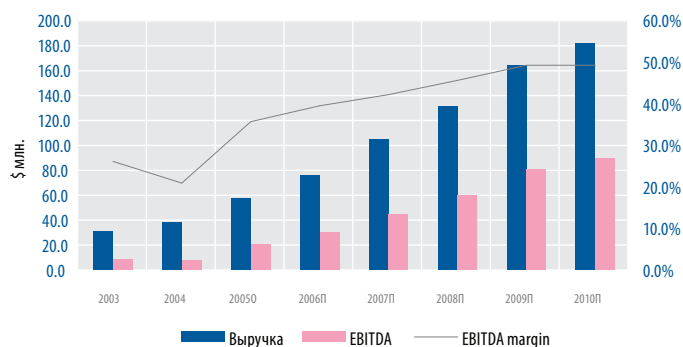


Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ за 2004 г., с тонны цемента компания получила в среднем \$38.6, что в среднем на 17% выше, чем средняя выручка с тонны у компаний, рассматриваемых в данном аналитическом обзоре (\$32.8). Это объясняется более высоким уровнем цен на цемент в Московском регионе по сравнению с другими областями. В то же время себестоимость тонны цемента в 2004 г. у компании оказалась на 9.6% ниже и составила \$20.8 при среднем уровне в \$23. Таким образом, с тонны цемента в 2004 г. компания заработала \$8 по EBITDA и \$3 чистой прибыли. В целом финансовые результаты работы компании в 2004 г. можно назвать выше отраслевых. Рентабельность по валовой прибыли составила 41.3%, по EBITDA – 20.8%, чистой прибыли – 7.7%.

В 2005 г., как и по большинству предприятий сектора, у Щуровского цемента произошло улучшение всех финансовых показателей по сравнению с 2004 г., что обусловлено резким ростом среднегодовых цен на цемент. По нашим оценкам, выручка должна была вырасти на 50.3% и составить \$57.5 млн., EBITDA – увеличиться в 2.6 раза до \$20.5 млн. Уровень долга компании на конец 2005 г. мы оцениваем в размере \$17.1 млн., что соответствует соотношению Debt to Equity 33/67. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе это соотношение сохранится на уровне 30/70.

Динамика финансовых показателей Щуровского цемента



Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Оценка компании Альфа-цемент

Поскольку стоимость Альфа-цемента складывается из стоимости принадлежащих ей пакетов акций, то для определения справедливой стоимости Альфа-цемента была произведена оценка справедливой стоимости Вольскцемента и Щуровского цемента.

Оценка Вольскцемента представлена в данном отчете в рамках анализа компании как одного из торгующихся предприятий (см. главу «Вольскцемент. Низкие риски – высокая стоимость»).

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЩУРОВСКОГО ЦЕМЕНТА

Для оценки Щуровского цемента мы рассмотрели несколько сценариев, которые применяем к большинству представленных в данном отчете цементных заводов (кроме Невьянского цементника). Сценарии отличаются в данном случае только прогнозом цен на цемент и подробно описаны в разделе «Цены на цемент».

Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости – таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Этот сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10-12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент в 2009 г. превысят текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. С 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Базовый сценарий

Цены на цемент в 2009 г. сравниваются со среднеевропейским уровнем. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохраняются на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичный и пессимистичный сценарии приведены только в виде результатов оценки.

Расчеты модели DCF

Основные финансовые показатели, \$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	57.5	75.8	105.0	131.2	164.0	181.7
ЕВИТДА	20.5	29.9	44.2	59.7	80.6	89.4
ЕВИТ	19.2	28.4	42.4	57.8	78.5	87.0
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	10.3	17.2	30.7	42.3	58.0	64.5
Амортизация	1.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.4
Процентные расходы*(1-t)	1.0	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
Инвестиции в оборотный капитал	1.5	3.4	3.9	3.4	3.8	2.5
Инвестиции в основной капитал	5.8	7.3	8.6	9.7	10.8	11.8
Свободный денежный поток (FCFF)	5.3	9.0	21.2	32.4	46.8	53.7
Дисконтированный денежный поток		8.0	16.8	22.9	29.5	30.2

Источник: расчеты Антанта Капитал

Результаты модели DCF

WACC	12.24%
Стоимость собственного капитала	14.22%
Безрисковая ставка (Суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.22
Доля собственных средств	70%
Стоимость заемных средств	7.60%
Ставка привлечения заемных ресурсов	10.00%
Доля заемных средств	30%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	107.3
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	246.5
Справедливое EV, \$ млн.	353.8
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	12.2
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	341.6
Количество акций	69 310
Справедливая цена акции, \$	4 929

Источник: расчеты Антанта Капитал

Справедливая стоимость Щуровского цемента, по нашей оценке, составляет \$341.6 млн., что соответствует цене акций компании в \$4929. Поскольку акции компании не торгуются на фондовом рынке, то сравнить полученную оценку с текущей стоимостью не представляется возможным.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый	4 929	342	n/a	284,7
Пессимистичный	1 987	138	n/a	114,7
Оптимистичный	8 633	598	n/a	498,6

Источник: расчеты Антанта Капитал

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АЛЬФА-ЦЕМЕНТ

Акции компании являются крайне неликвидными: сделки совершаются редко, спред между котировками на покупку и продажу составляет 100%. Исходя из этого, текущая стоимость акций, рассчитанная на основе среднего значения между котировками на покупку и продажу, составляет \$90.

Результаты оценки стоимости акций Альфа-цемент, рассчитанные на основе оценки принадлежащих ей пакетов Вольскцемента и Щуровского цемента, выглядят следующим образом.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый	85	704	-5.7%	212.2
91.53% Вольскцемент		411		
85.94% Щуровский цемент		294		
Пессимистичный	32	267	-64%	80.3
91.53% Вольскцемент		148		
85.94% Щуровский цемент		118		
Оптимистичный	152	1 264	69%	380.8
91.53% Вольскцемент		750		
85.94% Щуровский цемент		514		

Источник: расчеты Антанта Капитал

Согласно нашему основному сценарию, справедливая цена акций Альфа-цемент составляет \$85. Этой оценке соответствует капитализация компании в \$704 млн. В соответствии с текущим уровнем котировок, по нашей модели Альфа-цемент на данный момент оценена справедливо.

Согласно пессимистическому сценарию, акции Альфа-цемент должны стоить не дороже \$32, что значительно ниже текущего уровня котировок (-64%) и, скорее всего, говорит о нереалистичности данного варианта развития событий.

Согласно оптимистическому сценарию, справедливая стоимость акций компании должна составлять \$152, с потенциалом роста в 69%.

Таким образом, на основании полученных результатов мы присваиваем акциям компании рекомендацию «держать».

В то же время надо обратить внимание на тот факт, что компания Альфа-цемент оценена исключительно на основании текущей стоимости принадлежащих ей на данный момент активов без учета того, что у компании могут появиться новые доходные проекты. Несмотря на то, что Holcim, как и многие другие игроки цементного рынка, заявляла о таких проектах, мы не имеем о них никакой точной информации и, соответственно, не можем включать их в модель.

Вероятность развития событий данным образом достаточно высока. С одной стороны, Альфа-цемент без проблем может привлечь очень дешевые западные деньги в силу родственности с Holcim (и это компания спокойно делает уже сейчас), с другой – реализация инвестиционных проектов в цементной индустрии становится все более привлекательной: сроки окупаемости строительства новых цементных заводов в России в результате увеличения маржи сокращаются, NPV таких проектов сейчас уже больше нуля.

В этой связи динамика акций компании будет зависеть от того, к реализации каких инвестиционных проектов она приступит в перспективе.

Финансовые показатели

(консолидированные данные Вольскцемент и Щуровский цемент)

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	43.29	48.27	62.45	74.71
Нематериальные активы	0.07	0.07	0.07	0.07
Здания, сооружения	42.02	47.06	61.11	73.33
Прочие необоротные активы	1.19	1.14	1.26	1.30
Оборотные активы	45.87	63.36	103.47	162.72
Запасы	20.26	24.03	30.70	36.35
Дебиторская задолженность	17.19	24.15	33.22	40.11
Краткосрочные финансовые вложения	0.74	0.71	0.79	0.81
Денежные средства и эквиваленты	2.55	8.38	31.00	76.24
Прочие оборотные активы	5.13	6.08	7.77	9.20
Всего активов	89.16	111.63	165.93	237.43
Краткосрочные обязательства	50.24	52.23	61.18	66.96
Займы и кредиты	33.19	32.00	35.36	36.46
Кредиторская задолженность	17.03	20.21	25.80	30.49
Прочие краткосрочные обязательства	0.01	0.01	0.02	0.02
Долгосрочные обязательства	10.17	9.80	10.83	11.17
Займы и кредиты	8.30	8.01	8.85	9.12
Прочие долгосрочные обязательства	1.87	1.80	1.99	2.05
Капитал и резервы	28.75	49.59	93.91	159.30
Уставный капитал	0.09	0.09	0.10	0.10
Добавочный капитал	18.84	18.17	20.07	20.69
Нераспределенная прибыль	9.82	31.34	73.74	138.50
Всего пассивов	89.16	111.63	165.93	237.43

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	103.76	158.44	204.74	261.91
Себестоимость	60.05	75.45	89.84	109.14
Валовая прибыль	43.72	83.00	114.90	152.77
Ком. и упр. расходы	21.74	33.24	42.81	54.00
ЕВИТДА	15.86	45.68	66.84	92.15
Амортизация	2.90	3.59	4.15	5.03
ЕВИТ	12.97	42.09	62.69	87.12
Процентные расходы	1.79	3.02	2.96	2.99
Прочие расходы	-1.76	-2.00	-2.57	-3.17
Прибыль до налогов	9.42	37.06	57.17	80.96
Налог на прибыль	4.78	14.83	20.01	19.43
Чистая прибыль	4.64	22.24	37.16	61.53

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Воскресенскцемент

Стратегический актив мирового лидера цементного рынка

Россия

Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕБИТДА (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2003	43.6	9.8	9.9	9.8	42.5	43.0
2004	51.8	6.3	3.5	8.2	66.7	-
2005П	84.6	23.5	19.3	5.0	17.8	22.1
2006П	114.2	38.2	31.6	3.7	10.9	13.5

Воскресенскцемент – самый крупный цементный завод в Московской регионе с производственными мощностями в 2.5 млн. т. Предприятие контролируется крупнейшим в мире производителем – французской группой Lafarge. Управление заводом игроком международного уровня снижает риски инвестирования в акции предприятия и позволяет привлекать относительно дешевые западные ресурсы для финансирования его модернизации. Мы считаем, что на текущий момент акции компании имеют потенциал роста, и поэтому присваиваем им рекомендацию «покупать» с целевой ценой в \$2889.

- ▶ Воскресенскцемент – крупный российский цементный завод, расположенный в Московском регионе, на долю которого приходится 90% сбыта предприятия.
- ▶ Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии. Основной вид производимого цемента – общестроительный портландцемент марки «400».
- ▶ Начиная с 2002 г. компания сохраняет объемы производства у отметки 1.5 млн. т, несмотря на растущий рынок и доступные мощности. Это вызвано, скорее всего, большой конкуренцией и сильным износом оборудования, не позволяющим резко нарастить выпуск без дополнительных инвестиций.
- ▶ Согласно неоднократным высказываниям представителей Lafarge, международный холдинг готов инвестировать около 100 млн. евро в перевод предприятия на более экономную «сухую» технологию и расширение мощностей с целью обеспечить к 2009 г. выпуск 3 млн. т. цемента. Это является положительным фактором для компании, так как позволит существенно улучшить его финансовые показатели не только за счет роста цены, но и увеличения объемов выпуска с одновременным сокращением затрат.
- ▶ В 2006 г. мы ожидаем у Воскресенскцемента выручку в размере \$114 млн. (+35.0%), ЕБИТДА – \$38.2 млн. (+63%).

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$1955**Справедливая цена: **\$2889**Потенциал роста: **48%**

Тикеры

RTS	vscm
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

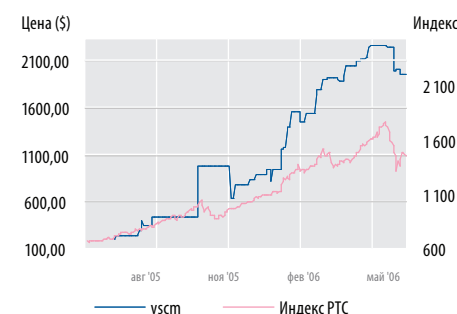
Лафарж Восток	87.92%
Прочие	12.08%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	1955
Количество АО	211 953
Цена АП (\$)	-
Количество АП	9 756
Капитализация (\$ млн.)	414.4
Чистый долг (\$ млн.)	3.4
EV (\$ млн.)	417.8

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	2255
Минимум за 52 недели (\$)	200



О компании

Производство

Воскресенскцемент – самый крупный производитель цемента в Московском регионе с максимальными производственными мощностями 2.5. млн. т. В 1996 г. крупнейший производитель цемента в мире – французская компания Lafarge – приобрела контрольные пакеты акций Воскресенскцемента, Воскресенского цементного завода «Гигант» и Афанасьевского карьера. В 1998 г. эти предприятия были консолидированы в одно на базе Воскресенскцемента, в результате чего появилась компания с полным производственным циклом – от добычи сырья до производства цемента.

На данный момент производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии, используемое топливо – газ. Воскресенскцемент выпускает главным образом общестроительный портландцемент марки «400», что нельзя назвать широким ассортиментом для такого огромного и требовательного рынка, как Московский регион.

Предприятие располагает собственной сырьевой базой. На подконтрольном Афанасьевском месторождении добывается все необходимое для производства клинкера сырье: мергели, известняк, глина. Разведанных запасов компании, по нашим оценкам, при растущем производстве должно хватить не менее чем на 20 лет.

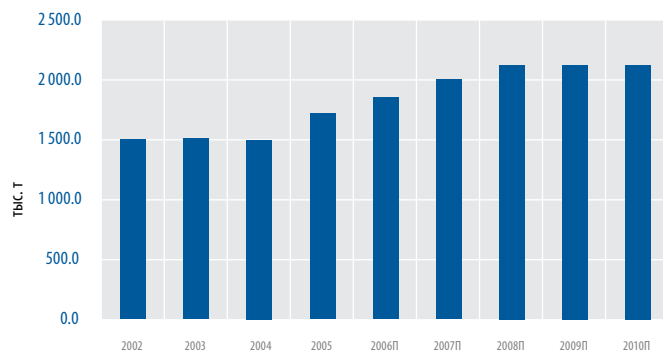
Несмотря на то, что первые производственные мощности Воскресенскцемента были запущены еще в середине 30-х гг. прошлого столетия, уровень износа у него примерно такой же, как и у предприятий, возведенных в 50–60 гг. Дело в том, что в период 50–60-х гг. завод активно реконструировался и наращивал свои мощности, так что основные фонды предприятия примерно такого же возраста, что и в целом по отрасли. Несмотря на это, они в любом случае требуют реконструкции – без нее завод не сможет активно наращивать производство.

За 1999–2005 гг. завод увеличил производство на 70%. В течение 2002–2004 гг. производство практически не росло, остановившись на уровне 1.5 млн. т. В 2005 г. было произведено около 1.7 млн. т. Уровень загрузки производственных мощностей составляет 68%, что является не самым высоким уровнем в отрасли, более того – не характерным для дефицитного центрального региона. Зависание на уровне в 1.5–1.7 млн. т стало следствием сильного износа оборудования, ограниченного ассортимента предлагаемого портландцемента и высокой конкуренции на рынке Московского региона.

Для дальнейшего роста производства Воскресенскцементу необходимо будет активно инвестировать. Завод находится под контролем крупного международного игрока Lafarge, поэтому проблем с инвестиционными ресурсами, тем более в условиях растущей рентабельности, у компании быть не должно. Только за период с 1997 г. Lafarge в общей сложности вложила в Воскресенскцемент порядка \$30 млн. на модернизацию основных фондов, внедрение новых технологий и улучшение контроля за качеством. Более того, Lafarge не раз объявляла, что планирует довести к 2009 г. выпуска цемента на Воскресенскцементе до 3 млн. т, заявляя об инвестиционной программе, составляющей более сотни миллионов евро.

Если Lafarge удастся реализовать данные проекты, это, безусловно, положительно отразится на стоимости Воскресенскцемента, так как в таком случае компания сможет собрать сливки не только от роста цен, но и от увеличения производства.

Динамика производства цемента на предприятии



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал

Рынки сбыта

Около 90% своей продукции Воскресенскцемент реализует на рынке Москвы и Московской области, остальные 10% отгружает потребителям из соседних областей. В Московском регионе предприятие является крупнейшим производителем, выпускающим не менее 60% производимого здесь цемента. В то же время доля компании на данном рынке составляет только 15%, что объясняется значительным объемом потребления цемента в этом регионе.

Главный конкурент завода на рынке Москвы и Московской области – Евроцемент-груп, имеющий заводы, расположенные в Липецкий, Брянский, Рязанской, Белгородский, Воронежской областях. На его долю приходится около 60% рынка Московского региона.

Помимо Евроцемента предприятию приходится делить рынок с цементными заводами, принадлежащими Holcim (7% Московского рынка) – Щуровским цементным заводом (Московская область) и Вольскцементом (Саратовская область), а также с рядом крупных независимых поставщиков – Мордовцементом (8%) и Себряковцементом (10%).

Основные акционеры

Основным акционером Вольскресенскцемента является компания Лафарж Восток, которая контролируется крупнейшим производителем цемента и бетона в мире – французской Lafarge. Компании Лафарж Восток принадлежит 87.92% уставного капитала предприятия.

Управление заводом игроком международного уровня существенно снижает риски инвестирования в акции завода. Во-первых, в сравнении с российскими игроками Воскресенскцемент имеет существенно более высокий уровень финансовой прозрачности, качества и полноты раскрытия информации, что отражается даже в таком стандартном документе для российских ОАО, как ежеквартальный отчет эмитента.

Во-вторых, вероятность ущемления интересов миноритарных акционеров Воскресенскцемента (например, путем размывания их доли или путем вывода прибыли из компании) остается значительно ниже, чем у российских коллег.

В-третьих, предприятие, благодаря родству с Lafarge, имеет возможность привлекать дешевые кредитные ресурсы. Данные факторы отражаются в низкой ставке дисконтирования потоков компании, что положительно влияет на оценку стоимости компании.

Финансы

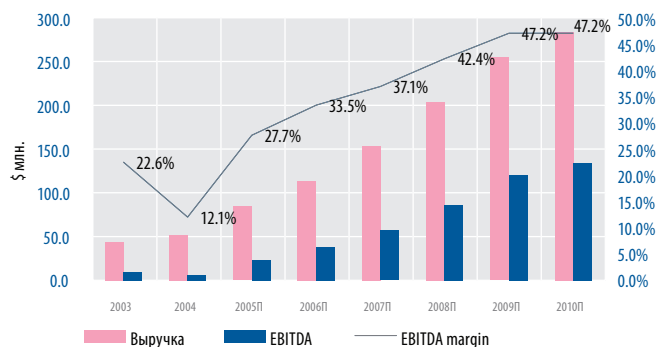
Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ за 2004 г., с тонны цемента компания получила в среднем \$34.6. Это на \$1.8 выше, чем в среднем по рассматриваемым в данном аналитическом обзоре компаниям (\$32.8). В то же время себестоимость у компании оказалась самой высокой и составила \$29.3 за тонну цемента против среднего уровня \$23. Однако за счет более низких коммерческих расходов с тонны цемента в 2004 г. компания заработала \$4.2 по EBITDA и \$2.4 чистой прибыли против соответствующих \$4.7 и \$2.1 в среднем по рассматриваемым компаниям. В итоге рентабельность по валовой прибыли составила 15.1%, EBITDA – 12.1%, по чистой прибыли – 6.8%.

В отличие от цементных заводов, контролируемых российскими собственниками, для которых характерен низкий уровень задолженности по кредитам и займам (5–10% пассивов), уровень долговой нагрузки у Воскресенскцемента на конец 2004 г. составлял 37% от всех пассивов (\$15.2 млн.). Такая стратегия вполне оправдана, компания привлекает ресурсы благодаря надежному собственнику по относительно невысокой ставке на уровне 9.5% годовых. В долгосрочном периоде мы считаем, что компания будет поддерживать долг на уровне 25/75 по соотношению Debt/Equity.

В 2005 г., как и по большинству предприятий сектора, у Воскресенскцемента ожидается улучшение всех финансовых показателей, включая рентабельность бизнеса, что будет обусловлено в основном ростом среднегодовых цен (+40%), а также увеличением производства. В дальнейшем, если компания не будет наращивать мощности, то уже к 2008 г. столкнется с полной загрузкой мощностей.

По итогам 2005 г. мы прогнозируем рост выручки на 63.4% до \$84.6 млн., EBITDA – в 2.7 раза до \$23.5 млн. В 2006 г. выручка составит \$114.2 млн. (+35%), EBITDA – \$38.2 млн.

Динамика финансовых показателей предприятий



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал (базовый сценарий)

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Вольскцемента мы использовали модель дисконтированных денежных потоков.

Мы рассмотрели несколько сценариев, которые применили к большинству рассматриваемых в данном отчете цементных заводов (кроме Невьянского цементника). Сценарии отличаются в данном случае только прогнозом цен на цемент и подробно описаны в разделе “Цены на цемент”.

Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости – таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Этот сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент в 2009 г. превысят текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. Начиная с 2010 г. темпы изменения цен останутся на уровне роста себестоимости.

Базовый сценарий

Цены на цемент в 2009 г. сравняются со среднеевропейским уровнем. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохранятся на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства.

Инвестиционные планы по увеличению производственных мощностей, которые объявлял основной акционер Lafarge, мы не включали в модель, поскольку неизвестна точная цифра инвестиций, и, соответственно, невозможно оценить их эффективность. Данный подход является более консервативным и, по нашему мнению, является корректным в условиях неопределенности.

Так как компания имеет привилегированные акции с таким же номиналом, то для оценки стоимости акций мы исходили из того, что цена привилегированных акций составляет 60% цены обыкновенных. Это соотношение мы взяли как минимальное среди торгуемых цементных компаний. Привилегированные акции Воскресенскцемента не торгуются.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичные и пессимистичный сценарии приведены только в виде результатов оценки.

Расчет модели DCF

Основные финансовые показатели, \$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	84.6	114.2	154.2	204.4	255.5	284.7
ЕВИТДА	23.5	38.2	57.1	86.6	120.7	134.5
ЕВИТ	22.3	36.9	55.4	84.6	118.3	131.8
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	19.3	31.6	47.3	71.5	99.3	110.7
Амортизация	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3	2.7
Процентные расходы*(1-t)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Инвестиции в оборотный капитал	4.3	5.8	5.6	7.4	6.7	4.3
Инвестиции в основной капитал	5.3	6.6	8.2	9.2	10.3	11.2
Свободный денежный поток (FCFF)	11.98	21.75	36.38	58.05	85.72	98.96
Дисконтированный денежный поток		19.3	28.7	40.7	53.4	54.8

Источник: расчеты Антанта Капитал

Результаты модели DCF

WACC	12.57%
Стоимость собственного капитала	14.22%
Безрисковая ставка (Суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.22
Доля собственных средств	75%
Стоимость заемных средств	7.60%
Ставка привлечения заемных ресурсов	24.00%
Доля заемных средств	25%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	196.9
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	435.7
Справедливое EV, \$ млн.	632.6
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	3.4
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	629.2
Количество обыкновенных акций	211 953
Количество привилегированных акций	9 756
Отношение цены "префов" к "обычке"	60%
Справедливая цена обыкновенных акций	2 889
Справедливая цена привилегированных акций	1 733

Источник: расчеты Антанта Капитал

Согласно результатам модели:

- ▶ Справедливая цена обыкновенных акций компании составляет \$2889, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$1955) + 48%;
- ▶ Справедливая цена привилегированных акций составляет \$1733.

Таким образом, на основании полученных результатов мы присваиваем акциям компании рекомендацию «покупать».

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$1148 для обыкновенных и \$689 для привилегированных. По сравнению с текущим уровнем стоимость акций по пессимистичному сценарию ниже на 41% и, скорее всего, говорит о нереалистичности данного сценария.

Согласно оптимистическому сценарию, справедливая стоимость акций компании составляет \$5056 и \$3033 соответственно. Вероятность развития данного сценария на фоне дефицита цемента в ЦФО, по нашему мнению, также достаточно высока.

Сценарий	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый		629.2		251.7
обыкновенные	2 889	612.3	48%	
привилегированные	1 733	16.9		
Пессимистичный		250.0		100.0
обыкновенные	1 148	243.3	-41%	
привилегированные	689	6.7		
Оптимистичный		1 101.1		440.5
обыкновенные	5 056	1 071.6	159%	
привилегированные	3 033	29.6		

Источник: расчеты Антанта Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	22.30	25.58	33.71	41.33
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	21.46	24.77	32.81	40.41
Прочие необоротные активы	0.84	0.81	0.89	0.92
Оборотные активы	19.09	35.49	69.15	115.31
Запасы	10.13	12.56	16.60	20.38
Дебиторская задолженность	6.03	9.34	13.49	17.57
Краткосрочные финансовые вложения	0.11	0.10	0.12	0.12
Денежные средства и эквиваленты	0.99	11.23	35.96	73.57
Прочие оборотные активы	1.82	2.26	2.99	3.67
Всего активов	41.39	61.07	102.86	156.63
Краткосрочные обязательства	23.07	24.42	29.10	32.55
Займы и кредиты	15.16	14.62	16.15	16.65
Кредиторская задолженность	7.91	9.80	12.95	15.90
Прочие краткосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.00
Долгосрочные обязательства	0.59	0.57	0.63	0.65
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	0.59	0.57	0.63	0.65
Капитал и резервы	17.73	36.08	73.12	123.43
Уставный капитал	0.01	0.01	0.01	0.01
Добавочный капитал	14.04	13.54	14.96	15.43
Нераспределенная прибыль	3.68	22.54	58.15	108.00
Всего пассивов	41.39	61.07	102.86	156.63

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	51.78	84.60	114.22	154.19
Себестоимость	43.94	57.45	70.98	90.31
Валовая прибыль	7.84	27.15	43.23	63.88
Ком. и упр. расходы	3.82	4.34	5.85	7.90
ЕБИТДА	6.27	23.45	38.24	57.13
Амортизация	1.07	1.17	1.38	1.69
ЕБИТ	5.20	22.28	36.86	55.44
Процентные расходы	1.15	1.44	1.44	1.49
Прочие расходы	1.02	4.56	6.15	8.30
Прибыль до налогов	5.07	25.40	41.57	62.26
Налог на прибыль	1.53	6.10	9.98	14.94
Чистая прибыль	3.55	19.30	31.59	47.32

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Горнозаводскцемент

Потенциальный объект для поглощения

Россия
Цементная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2003	22.5	1.9	1.0	14.3	-	-
2004	29.3	2.9	1.6	11.0	-	-
2005П	49.6	11.5	8.2	6.5	27.7	39.3
2006П	71.4	20.1	14.6	4.5	15.8	22.0

Горнозаводскцемент является одним из крупнейших цементных заводов в стране с производственной мощностью 2.7 млн. т. Предприятие не входит в состав ни одного из действующих на территории России цементных холдингов, и в этой связи Горнозаводскцемент может представлять интерес для крупных игроков как объект поглощения. В то же время, по нашей модели, акции компании на данный момент являются справедливо оцененными, и поэтому мы присваиваем им рекомендацию «держать».

- ▶ Горнозаводскцемент – один из крупнейших цементных заводов, расположенных в Поволжском федеральном округе, обладающий довольно большими мощностями. Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии. Продукция завода реализуется главным образом в Пермском крае, где находится завод, а также поставляется в соседние регионы – Свердловскую, Кировскую, Тюменскую области и республику Удмуртия.
- ▶ Уровень загрузки мощностей завода на данный момент остается одним из самых низких в отрасли – всего 37% от проектного уровня. Несмотря на значительные производственные мощности (2.7 млн. т), завод за всю свою историю ни разу не выпускал более 1 млн. т – рекордный уровень производства в 1993 г., который был повторен в 2005 г. Мы полагаем, что благодаря низкой загрузке компании без существенных капиталовложений удастся увеличить производство более высокими темпами по сравнению с ростом рынка, поскольку у многих игроков уже в следующем году произойдет полная загрузка доступных мощностей.
- ▶ В 2005 г., как и по большинству предприятий сектора, у Горнозаводска произошло улучшение всех финансовых показателей, включая рентабельность бизнеса, что было обусловлено резким ростом средних годовых цен (+40%) и высоким ростом производства (+19.5%). По итогам 2006 г. мы ожидаем роста выручки на 43.8% до \$71.4 млн., ЕВITDA на 75.2% до \$20.1 млн. В дальнейшем рост финансовых показателей Горнозаводскцемента будет выше среднеотраслевых благодаря наличию доступных мощностей.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: **\$415**

Справедливая цена: **\$434**

Потенциал роста: **5%**

Тикеры

RTS	gzce
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

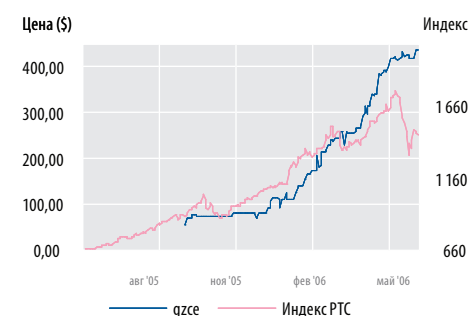
Менеджмент	75.1%
Прочие	24.9%

Структура капитала

Цена АО (\$) – (bid+ask)/2	415
Количество АО	775 550
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн.)	321.7
Чистый долг (\$ млн.)	-4.0
EV (\$ млн.)	317.7

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	435
Минимум за 52 недели (\$)	55.00



О компании

Производство

Горнозаводскцемент – один из крупнейших цементных заводов, расположенных в Поволжском федеральном округе, с достаточно большими производственными мощностями – 2.7 млн.т.

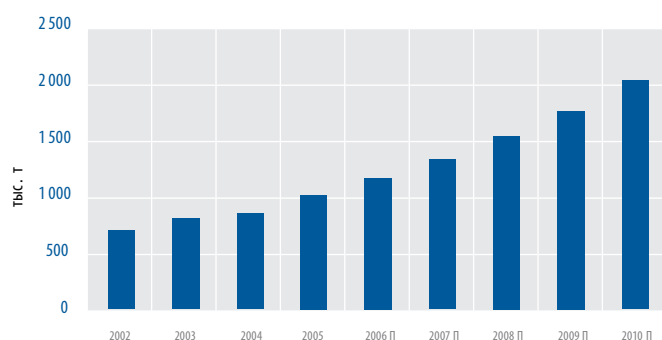
Компания Горнозаводскцемент выпускает как обычный общестроительный портландцемент марок «400» и «500», так и специальные быстротвердеющие цементы, цементы с минеральными добавками для бетонов дорожных и аэродромных покрытий. Производство цемента осуществляется по «мокрой» технологии, наиболее распространенной в России.

Завод был запущен в 1955 г. с первоначальной мощностью 240 тыс. т цемента в год. В течение последующих двух десятилетий его мощность была доведена до существующего уровня. Тем не менее предприятие ни разу так и не вышло на свою проектную мощность. Максимальный объем производства впервые был достигнут в 1993 г. и составил 1 млн. т. После этого объемы производства, как и на большинстве предприятий отрасли, неуклонно снижались вплоть до 1998 г., опустившись до уровня в 400 тыс. т. Начиная с 1998 г. завод наращивал производство цемента и в 2005 г. снова преодолел миллионную планку.

Несмотря на это, уровень загрузки мощностей завода остается одним из самых низких в отрасли и составляет всего 37% от проектного уровня. Это, по нашему мнению, дает предприятию определенное преимущество – оно выиграет как от ожидаемых высоких темпов роста цен, так и от увеличения производства без существенных инвестиций, направленных на расширение. Мы предполагаем, что благодаря этому компании удастся увеличить производство более высокими темпами (+15%) по сравнению с ростом рынка (+8%), поскольку у многих игроков уже в следующем году произойдет полная загрузка доступных мощностей. В то же время для расширения производства компания должна будет активно расширять отгрузку цемента в другие регионы.

Мы полагаем, что к 2010 г. завод сможет удвоить объемы производства, доведя их до уровня 2 млн. т.

Динамика производства цемента на предприятии



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал

Основные акционеры

До 2000 г. 75.1% завода принадлежало цементному холдингу Альфа Цемент, который затем продал свой пакет. На сегодняшний день основным собственником завода, скорее всего, является его генеральный директор Вадим Реленович Фурман.

Таким образом, Горнозаводскцемент является одним из тех предприятий, которые не входят ни в один из действующих цементных холдингов. В этой связи Горнозаводскцемент может быть одним из наиболее вероятных объектов поглощения.

Рынки сбыта

Завод является единственным производителем цемента в Пермском крае. Он реализует свою продукцию как на территории края, так и в соседних регионах – в Свердловской, Кировской, Тюменской областях, республике Удмуртия.

Доля компании среди заводов Поволжского федерального округа, по нашим оценкам, не превышает 15–17%.

Помимо Горнозаводскцемента в Поволжском федеральном округе, характеризующемся как нетто-экспортер цемента, работают два завода Евроцемента с суммарной мощностью 4.5 млн. т, Мордовцемент (3.45 млн. т), Вольскцемент (2.5 млн. т), принадлежащий Holcim, и ряд небольших производителей.

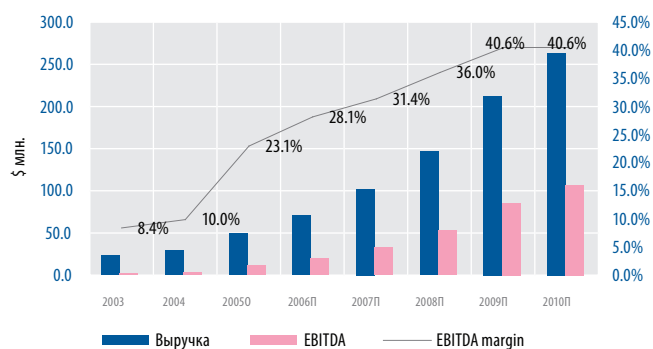
Финансы

Согласно финансовой отчетности компании по РСБУ за 2004 г., с тонны цемента компания получила в среднем \$34.9. Средняя выручка с тонны по рассматриваемым в данном аналитическом обзоре компаниям составила \$32.8. Себестоимость тонны цемента в 2004 г. у Горнозаводскцемента была \$23.1 при среднем уровне в \$23. С тонны цемента в 2004 г. компания заработала \$3.5 по EBITDA и \$1.9 чистой прибыли. В целом финансовые результаты работы компании в 2004 г. можно назвать среднеотраслевыми. Рентабельность по валовой прибыли составила 33.7%, по EBITDA – 10.0%, чистой прибыли – 5.4%.

Уровень долговой нагрузки на конец 2004 г. не превышал 10% от всех активов (\$2.2 млн.), притом что этот кредит, возможно, представлен компании аффилированными структурами, поскольку в отчете о прибылях и убытках отсутствуют процентные расходы.

В 2005 г., как и по большинству предприятий сектора, у Горнозаводска произошло улучшение всех финансовых показателей, включая рентабельность бизнеса, что было обусловлено резким ростом среднегодовых цен (+40%) и высоким ростом производства (+19.5%). В 2006 г. мы прогнозируем продолжение роста финансовых показателей: выручки – на 43.8% до \$71.4 млн., EBITDA – на 75.2% до \$20.1 млн.

Динамика финансовых показателей предприятия



Источник: данные компании, прогноз Антанта Капитал (базовый сценарий)

Инвестиционное заключение

Для определения справедливой стоимости акций Горнозаводскцемента мы использовали модель дисконтирования денежных потоков.

Мы рассмотрели несколько сценариев, которые применяем к большинству представленных в данном отчете цементных заводов (кроме Невьянского цементника). Сценарии отличаются в данном случае только прогнозом цен на цемент и подробно описаны в разделе «Цены на цемент».

Пессимистичный сценарий

Рост цен не превышает темпа роста себестоимости – таким образом, сохраняется текущий уровень рентабельности. Этот сценарий подразумевает темпы роста цен на уровне 10–12% в год.

Оптимистичный сценарий

Цены на цемент в 2009 г. превысят текущий среднеевропейский уровень цен на 30%. Для этого сценария до 2009 г. характерны темпы роста цен в долларовом выражении на 35%. Начиная с 2010 г. темпы изменения цен остаются на уровне роста себестоимости.

Базовый сценарий

Цены на цемент в 2009 г. сравниваются со среднеевропейским уровнем. Для этого сценария характерен рост цен в долларовом выражении на уровне 25% в год. В 2010 г. темпы роста цен сохраняются на уровне роста себестоимости.

Остальные параметры – расчет инвестиций в оборотный и основной капитал – оценивались исходя из соответствующих исторических параметров оборачиваемости элементов оборотного капитала и оценки инвестиций на поддержание действующего объема производства с поправкой на рост увеличения производства.

В данном отчете мы приводим только расчет базового сценария, считая его наиболее реалистичным. Оптимистичный и пессимистичный сценарии приведены только в виде результатов оценки.

Основные финансовые показатели, \$ млн.

	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	49.6	71.4	102.6	147.5	212.0	264.4
ЕВИТДА	11.5	20.1	32.2	53.1	86.1	107.3
ЕВИТ	11.0	19.5	31.6	52.4	85.2	106.4
Расчет денежного потока, \$ млн.						
Чистая прибыль	8.2	14.6	23.7	39.4	64.2	80.1
Амортизация	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
Процентные расходы* (1-t)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Инвестиции в оборотный капитал	1.5	2.3	2.5	3.6	4.7	4.3
Инвестиции в основной капитал	0.9	1.2	1.6	2.0	2.6	2.9
Свободный денежный поток (FCFF)	6.3	11.7	20.3	34.5	57.7	73.8
Дисконтированный денежный поток		10.1	15.0	22.0	31.8	35.1

Источник: расчеты Антанга Капитал

Результаты модели DCF

WACC	16.07%
Стоимость собственного капитала	16.07%
Безрисковая ставка (суверенные еврооблигации '2030)	6.17%
Премия за рыночный риск	6.60%
Бета	1.5
Доля собственных средств	100%
Стоимость заемных средств	9.88%
Ставка привлечения заемных ресурсов	13.00%
Доля заемных средств	0%
Эффективная налоговая ставка	24%
Конечный темп роста	0%
Сумма дисконтированных потоков в прогнозный период, \$ млн.	114
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн.	218
Справедливое EV, \$ млн.	332.1
Чистый долг (на конец 2005 г.), \$ млн.	-4.0
Справедливая стоимость акционерного капитала, \$ млн.	336.1
Количество акций	775 050
Справедливая цена акции, \$	434

Источник: расчеты Антанга Капитал

Справедливая цена акций компании составляет \$434, что соответствует потенциалу роста от среднего bid и offer (\$415) в 5%. Это может свидетельствовать о том, что будущий рост компании отражен в текущих ценах.

По этой причине мы присваиваем акциям компании рекомендацию «держать».

По пессимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компаний составила \$158, что значительно ниже текущего уровня цен компании и, скорее всего, говорит о нереалистичности данного сценария.

Согласно оптимистичному сценарию, справедливая стоимость акций компании составляет \$730 с потенциалом роста в 76%.

	Справедливая цена акций, \$	Капитализация, \$ млн.	Потенциал роста, %	P/Мощность, \$/т
Базовый	434	336	5%	124.5
Пессимистичный	158	123	-62%	45.4
Оптимистичный	730	566	76%	209.5

Источник: расчеты Антанта Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Внеоборотные активы	7.35	7.48	8.94	10.19
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	7.26	7.40	8.84	10.09
Прочие необоротные активы	0.09	0.08	0.09	0.10
Оборотные активы	5.30	13.26	29.97	54.73
Запасы	3.42	4.35	6.05	7.82
Дебиторская задолженность	1.53	2.45	3.77	5.23
Краткосрочные финансовые вложения	0.21	0.20	0.22	0.23
Денежные средства и эквиваленты	0.00	6.07	19.67	41.12
Прочие оборотные активы	0.15	0.19	0.26	0.33
Всего активов	12.65	20.74	38.91	64.91
Краткосрочные обязательства	4.03	4.38	5.43	6.34
Займы и кредиты	2.15	2.08	2.29	2.37
Кредиторская задолженность	1.61	2.05	2.85	3.68
Прочие краткосрочные обязательства	0.27	0.26	0.28	0.29
Долгосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.00
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00	0.00
Капитал и резервы	8.62	16.36	33.48	58.57
Уставный капитал	0.00	0.00	0.00	0.0
Добавочный капитал	8.06	7.77	8.59	8.86
Нераспределенная прибыль	0.55	8.58	24.89	49.71
Всего пассивов	12.65	20.74	38.91	64.91

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка	29.28	49.64	71.36	102.58
Себестоимость	19.42	26.10	33.92	45.41
Валовая прибыль	9.85	23.54	37.44	57.17
Ком. и упр. расходы	5.83	10.32	14.83	21.32
ЕВИТДА	2.92	11.45	20.07	32.19
Амортизация	0.52	0.49	0.53	0.62
ЕВИТ	2.40	10.96	19.53	31.57
Процентные расходы	0.00	0.00	0.00	0.00
Прочие расходы	-0.23	-0.19	-0.28	-0.40
Прибыль до налогов	2.17	10.77	19.25	31.17
Налог на прибыль	0.60	2.58	4.62	7.48
Чистая прибыль	1.58	8.19	14.63	23.69

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Администрациятел.: +7 (495) 540-77-00
manager@antcm.ru**Отдел риск-менеджмента**тел.: +7 (495) 775-51-00
risk@antcm.ru**Отдел управления активами**тел.: +7 (495) 783-44-00
asset@antcm.ru**Департамент корпоративных финансов**тел.: +7 (495) 783-96-26
corpfin@antcm.ru**Управление долговых инструментов**тел.: +7 (495) 641-17-49
bonds@antcm.ru**Финансовое управление**тел.: +7 (495) 775-51-00
finance@antcm.ru**Торговый департамент**

+7 (495) 783-44-44

Аслан ХалишовДиректор департамента
aslan@antanta-capital.com

SALES

Антон Макаров
Ольга Вакулова
Александр ДокучаевАлександр Антипов
Кирилл Сильвестров
Алексей Шинкаревский
Thierry Kayoun**Аналитический департамент**

+7 (495) 775-51-00

Денис МатафоновДиректор департамента
Электроэнергетика
dmatafonov@antanta-capital.com**Юлия Кнунянц**Потребительский сектор
jknunyants@antanta-capital.com**Федор Корначев**Ассистент
kornachyovf@antanta-capital.com**Максим Осадчий**Старший аналитик
Банки, денежные рынки
osadchym@antanta-capital.com**Илья Макаров**Машиностроение
makarovi@antanta-capital.com**Виталий Шушковский**Содиректор (Украина)
shush@antanta-capital.com**Александр Блохин**Заместитель директора
Нефть и газ
ablokhin@antanta-capital.com**Владимир Попов**Металлургия
popovv@antanta-capital.com**Евгений Рябков**Металлургия (Украина)
ryabkove@antanta-capital.com**Георгий Иванин**Заместитель директора
Химия и нефтехимия
ivaning@antanta-capital.com**Анна Крылова**Телекоммуникации
akrilova@antanta-capital.com**Александр Потавин**Начальник аналитического
отдела, Nettrader
potavin@hq.nettrader.ru**Георгий Аксенов**Долговые рынки
aksyonovg@antanta-capital.com**Евгений Тяпкин**Аналитик, Nettrader
tyapkine@antanta-capital.com**Отдел выпуска****Стивен Фраузел**

Редактор-переводчик

Алла Пеклич

Переводчик

Мария ГавринаРедактор
gavrinam@antanta-capital.com**Александр Катешов**

Переводчик

Шон Хаскинс

Переводчик

Андрей ШаповаленкоДизайнер-верстальщик
shapovalenko@antanta-capital.com**Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России 000 «Антанта-Капитал»:**

1. Брокерская деятельность: лиц. № 177-09002-100000 от 21.03.2006;
2. Дилерская деятельность: лиц. № 177-09008-010000 от 21.03.2006;
3. Депозитарная деятельность: лиц. № 177-09017-000100 от 21.03.2006;
4. Деятельность по управлению ценными бумагами: лиц. № 177-09013-001000 от 21.03.2006.

Все указанные лицензии являются бессрочными**© 2003-2006 Антанта Капитал. Все права защищены.**

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании Антанта Капитал и ее аффилированные члены не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с большим риском. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.