Медные бонды от РМК

Анна Чепракова, Сергей Лялин

Несмотря на то что цветная металлургия занимает далеко не последнее место в списке отраслей российской промышленности (на ее долю приходится около 10% промышленного производства), предприятия этой отрасли — редкие гости на рынке облигаций. На внутреннем рынке этот сектор представлен лишь двумя займами «Русского Алюминия» и небольшим выпуском Новосибирского Оловянного Комбината. Но в ближайшее время на рынок планируют выйти сразу два производителя меди — «Уралэлектромедь» (Свердловская область; входит в Уральскую Горно-Металлургическую Компанию, УГМК) и Русская медная компания (РМК) с займами по 3 млрд руб.

К 2003 году в сфере добычи и производства меди в России безраздельно господствовали две компании — «Норильский никель» и УГМК. Одним из партнеров УГМК был екатеринбургский бизнесмен Игорь Алтушкин. Возможно, он даже владел долей (порядка 15%) в этой компании. Но на сей счет у УГМК и Игоря Алтушкина разные мнения: в 2005 году, после того как «Альфа-Банк» в инвестиционном меморандуме, посвященном CLN РМК, указал, что Игорь Алтушкин владел долей в УГМК, пресс-служба УГМК выпустила опровержение этого факта (полемика в прессе по этому вопросу продолжается до сих пор). Как бы то ни было, начиная с 1995 года Игорь Алтушкин поставлял УГМК вторичное сырье (лом цветных металлов), а в 2003 году прекратил сотрудничество с ней и начал собирать по кусочкам собственный холдинг в цветной металлургии.

Свой бизнес Игорь Алтушкин начал в 1992 г., сразу после окончания Свердловского института народного хозяйства. Алтушкин организовал торговлю ломом цветных металлов, основав Екатеринбургскую торгово-промышленную компанию (ЕТПК). К 1995 году предприниматель создал более ста филиалов по сбору лома. ЕТПК стала крупнейшим поставщиком медного сырья на уральские заводы. Появились и производственные цеха — «Урал-Вторцветмет» в Екатеринбурге и Завод точных сплавов (ЗТС) — для переработки лома цветных металлов в Свердловской области.

ТРЕТЬЯ СИЛА

Но амбиции Игоря Алтушкина не позволили ему довольствоваться скромной ролью уральского короля вторсырья, и он начал создание третьего российского медного холдинга. В 2002 году он выкупил часть акций Карабашского медеплавильного комбината (КМК, Челябинская область) — другим претендентом на этот актив была УГМК. Для дальнейшего развития холдинга Алтушкин объединил свои усилия с генеральным директором Кыштымского медеэлектролитного завода (КМЭЗ) Александром Вольхиным. В 2003 году Игорь Алтушкин получил контроль и над КМЭЗ, который стал основой будущего медного холдинга. Завод в Кыштыме быстро нарастил мощности, а в связи с увеличением объемов производства остро нуждался в новых источниках медного сырья.

Для развития сырьевой базы КМЭЗа в 2003 году был приобретен горно-обогатительный комплекс «Ормет» (город Орск, Оренбургская область). «Ормет» добывает и перерабатывает 750 000 тонн медноцинковой руды в год на месторождениях «Барсучий Лог» и «Джусинское». Позже, в 2006 году приобретены права недропользования на месторождения «Еленовское» и «Весеннее». А для добычи меди в Казахстане РМК создала ТОО «Актюбинская медная компания».

История создания РМК была бы похожа на истории других российских холдингов, создававшихся путем скупки существующих активов, если бы не построенный в 2003 году «с нуля» Новгородский металлургический завод (НМЗ) в Великом Новгороде. Этот завод работает на вторичном сырье (ломе) и производит медную катанку и рафинированную медь. На этом создание компании не закончилось. Весной 2004 г. приобретается Александринская горнорудная компания, занимающаяся добычей и первичной обработкой медесодержащей руды на Александринском месторождении в Челябинской области. Разрастающиеся активы потребовали надлежащего структурирования бизнеса и консолидации в холдинговой структуре. Для этого в 2004 году создается ЗАО «Русская медная компания» (РМК), которая с тех пор и осуществляет управление активами, а также выступает в качестве торгового дома.

Металлургическая справка

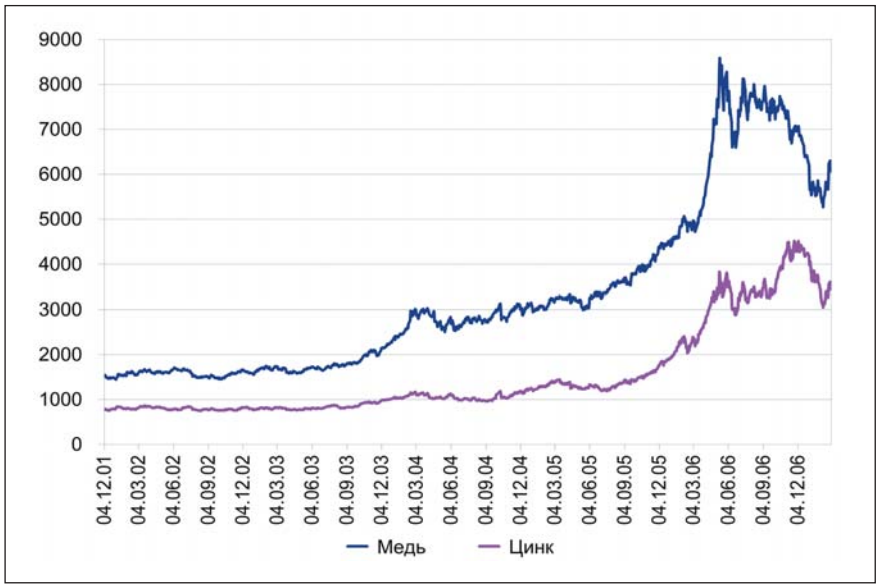
Медь занимает третье место по использованию среди металлов после железа и алюминия за счет своей высокой электропроводности, пластичности и теплопроводности. Благодаря этим свойствам медь — основной металл для производства проводов, также она применяется в электронике, автомобилестроении, жилищном строительстве, медицине и т. д. Помимо меди в чистом виде, широкое применение имеют медные сплавы (например, бронза и латунь).

Медь добывается из медной руды (существует несколько десятков медьсодержащих минералов), обычно кроме меди в медных рудах содержатся и другие металлы (цинк, свинец, никель, кобальт и т.д.). В результате переработки руды получают медный концентрат, который превращают в «черновую медь», а затем — в конечную продукцию, «рафинированную медь», которая обычно производится в форме т. н. «катодной меди» и медной катанки. Помимо производства меди из минерального сырья, значительную роль играет вторичная переработка меди из медного лома.

Мировой лидер по добыче меди – Чили, в число лидеров также входят США, Австралия, Индонезия, Китай, Канада, Польша, Россия и Казахстан. Крупнейшие потребители меди в мире — Китай, США, Япония, Германия, Корея. Производство меди в мире в 2006 году — 15.844 млн тонн.

Медь и цинк являются биржевыми товарами, крупнейший биржевой рынок меди — Лондонская Биржа Металлов (LME). В период с 2002 по 2006 год биржевая цена на медь выросла более чем в 4 раза — с 1558 до 6726 долларов за тонну.

Биржевые цены на медь и цинк на LME, USD/тонна



В 2004 году был приобретен ГОК «Верхнеуральская руда» (Челябинская область), владеющий лицензией на разработку месторождения медно-колчеданных руд «Чебачье». В начале 2005 года Алтушкин приобретает Ревдинский завод по обработке цветных металлов (ОЦМ). Ревдинский завод ОЦМ специализируется на выпуске труб и прутков из меди, латуни, медно-никелевых сплавов, бронз; 95% продукции предприятия поставляется на российские заводы автомобилестроения и энергетики.

В сентябре 2005 г. было введено в эксплуатацию предприятие «Уралгидромедь», добывающее медь т.н. «гидрометаллургическим способом», являющимся, по мнению компании, самым передовым в мире. Ряд примененных на «Уралгидромеди» технологий вообще не имеет мировых аналогов.

КТО В ДОМЕ ХОЗЯИН?

За счет скупки существующих предприятий и создания новых производств РМК удалось построить холдинг, осуществляющий технологическую цепочку от добычи руды до «четвертого передела» (дополнительная обработка металлического проката). Сегодня РМК — это вертикально интегрированный холдинг, в структуру которого входит 11 предприятий горнодобывающего

и металлургического профиля, а также управляющая и торговая компания ЗАО «РМК». Головной офис компании находится в Екатеринбурге. Основные этапы медного производства в рамках РМК — это добыча и обогащение руды, производство черновой меди и, наконец, производство катодной меди, медной катанки и готовой продукции на основе меди и ее сплавов. По объемам производства меди РМК входит в «большую тройку» российских производителей: ее доля, по предварительным итогам 2006 года, составляет 17.6% (по данным самой компании — 19%, «Норильский никель» — 45.4%, УГМК — 37%). По запасам медесодержащего сырья доля компании еще выше: по оценке, сделанной независимыми консультантами в 2004 году, на нее приходится примерно 24% запасов России. Примечательно, что доля РМК в производстве меди стремительно растет: в 2005 году доля компании оценивалась лишь в 14%.

РМК не слишком откровенна в вопросах раскрытия структуры собственности. В меморандуме по выпуску CLN, подготовленном «Альфа-Банком» в декабре 2005 года, в качестве единственного акционера упоминается г-н Алтушкин: в рубрике «Менеджмент группы» он указан как «акционер» (другие акционеры не называются), но точный размер его доли не приводится. Это вызвало удивление многих аналитиков, которые предполагали, что у Алтушкина должны быть крупные миноритарные партнеры (в частности, бывший директор КМЭЗа Александр Вольхин). Предстоящий выпуск рублевых облигаций холдинга осуществляется от имени компании «РМК-ФИНАНС» и, опять-таки, не проливает свет на структуру акционеров. Впрочем, то что основным акционером компании является Игорь Алтушкин, теперь уже не вызывает сомнений. Алтушкин официально не занимает руководящих должностей в компании, но активно участвует в управлении бизнесом. Г-н Алтушкин не любит излишней публичности, и основным «спикером» от имени компании в прессе обычно выступает вице-президент компании по экономике и финансам Максим Щибрик.

Официальная отчетность РМК по итогам 2006 г. на момент подготовки публикации еще не была доступна, но по предварительно озвученным данным объем продаж за 2006 год составил $1027 млн, а EBITDA — $319 млн. Эти цифры больше прогнозных показателей, так как цена на медь в 2006 году побила все рекорды: она выросла с $3.6 тыс. за тонну в 2005 г. до $6.7 тыс.

Значительные объемы меди реализуются на внешних рынках (прежде всего — медная катанка). Мировой рынок меди построен таким образом, что основная торговля идет через трейдеров. Крупнейшие мировые металлотрейдеры — это такие компании, как Glencore, Trafigora, Gerald. Это компании с оборотами, исчисляющимися десятками миллиардов долларов в год, и они во многом могут диктовать свои условия относительно небольшим по мировым меркам производителям (таким как РМК). До недавнего времени РМК также работала с крупнейшими металлотрейдерами, но основной объем своей продукции реализовывала через сравнительно небольшую кипрскую компанию Amalko, основанную в 1999 году. С 2007 года Amalko стала эксклюзивным экспортером продукции РМК, причем для самой Amalko РМК — очень крупный клиент, на которого приходится 35% продаж. Такая ситуация дает основания предполагать аффилированность компаний, впрочем, и в РМК, и в Amalko эти слухи опровергают. РМК также самостоятельно продает медь конечным потребителям в России.

СЫРЬЕ ПРЕЖДЕ ВСЕГО

В процессе построения своего металлургического холдинга Игорь Алтушкин уделял большое внимание созданию собственной ресурсной базы. На сегодня у РМК 7 месторождений в России и Казахстане с общими запасами 92.5 млн тонн (не стоит думать, что у компании ровно столько меди: для медных руд содержание меди в количестве 1–2% от общего объема руды считается неплохим показателем). Из медной руды вырабатывается «медный концентрат», т. е. «полуфабрикат» для дальнейшего передела. Но сырьем для перерабатывающих предприятий РМК служит не только медный концентрат, но и лом. «Использование в продуманных пропорциях и минерального, и вторичного сырья позволяет сохранить рентабельность при любых ценовых параметрах биржи и даже обеспечить высокую рентабельность при низких показателях биржи», — поясняет вице-президент компании по экономике и финансам Максим Щибрик (цена на медный лом снижается при снижении цен на бирже). Большая часть лома перерабатывается на предприятиях холдинга (заводы в Новгороде и Кыштыме). Новгородский завод потребляет 40% закупаемого лома, а остальные 60% направляются в Кыштым и Карабаш.

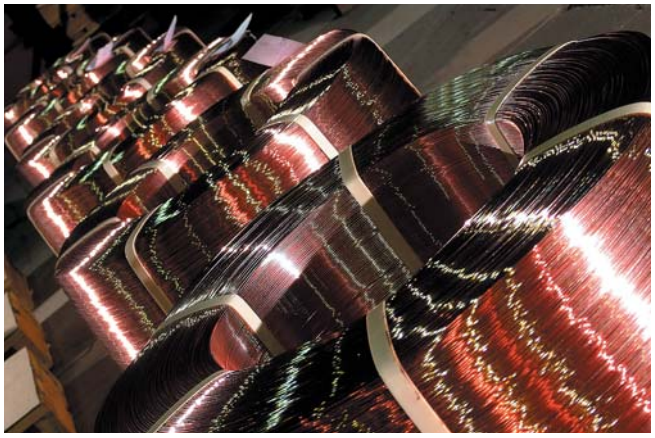
«Мы видим себя компанией, максимально обеспеченной первичным и вторичным сырьем для собственного производства, а также имеющей возможность продавать первичное сырье другим компаниям, — обозначил стратегические цели развития РМК Максим Щибрик. — Мы считаем, что наиболее эффективные инвестиции — в горную добычу». Идеальная компания, по мнению вице-президента РМК, та, у которой добывающих мощностей больше, чем производящих, «чтобы можно было производить продукцию из своего сырья и продавать сырье другим производителям».

Для поддержания своей сырьевой базы компания участвует в аукционах по продаже лицензий на разработку новых месторождений в России и других странах СНГ. В первую очередь РМК, конечно, стремится приобретать медные и цинковые месторождения, рассматриваются также и золотые. На данный момент в рамках РМК действует три горно-обогатительных комбината (ГОК), два из которых находятся на территории РФ, один — в Казахстане. ГОКи РМК добывают медесодержащую руду и перерабатывают ее в медный и цинковый концентраты, некоторые из них попутно получают золото и серебро.

В СНГ разведанные запасы меди сосредоточены главным образом на территории России (52.8%), Казахстана (28.8%) и Узбекистана (12.5%). Из соображений логистики РМК интересны месторождения в Челябинской и Оренбургской областях, а также в Северном Казахстане, так как именно в этих регионах сосредоточены основные производственные мощности компании. В Казахстане расположено разрабатываемое РМК на паях с казахстанской компанией «Казахмыс» Коктаусское медное месторождение в Актюбинской области (другое название месторождения — «Имени 50-летия Октября»), месторождение осваивает СП «Актюбинская медная компания» (АМК). В декабре 2006 года АМК произвела первую товарную продукцию — медный концентрат. На сегодняшний день инвестиции РМК в этот проект составили 210 млн долларов. В 2006 году РМК приобрела еще два медно-цинковых месторождения в Казахстане — «Приорское» и «Весеннее-Аралчинское», расположенные в 30 км от месторождения «Имени 50-летия Октября». К 2008 году на территории АМК будет построена вторая обогатительная фабрика, общий объем инвестиций в ее строительство составит 180 млн долларов. Планируется, что в целом АМК будет производить 17–20 тыс. тонн медного концентрата и около 30 тыс. тонн цинка в год. Сейчас РМК пытается получить лицензии еще на два казахстанских месторождения. Общий объем инвестиций РМК в проект разработки месторождений на территории Казахстана составит порядка 440 млн долларов.

ТАК ПОЛУЧАЮТ МЕДЬ

В группу РМК входит четыре металлургических предприятия: «Карабашмедь», Кыштымский медеэлектролитный завод (КМЭЗ), Новгородский металлургический завод (НМЗ) и «Уралгидромедь». Крупнейшие предприятия холдинга — это работающие в связке друг с другом «Карабашмедь» и КМЭЗ. «Карабашмедь» выполняет «первый передел», то есть перерабатывает медные концентраты, отходы металлургического производства и бедное медьсодержащее сырье в черновую медь. Когда предприятие перешло под контроль РМК, оно находилось в весьма плачевном состоянии. Особенно плохо было с экологией: в начале 90-х Карабаш был объявлен зоной экологического бедствия (очевидцы рассказывают о рыжих от медной пыли деревьях и тому подобных «красотах»). РМК была вынуждена инвестировать большие средства в техническое перевооружение комбината и улучшение экологической ситуации: только в реконструкцию газоводоочистки пришлось вложить свыше 20 млн долларов, а всего в «Карабашмедь» было инвестировано более 70 млн долларов.



КМЭЗ — это следующее предприятие в технологический цепочке группы, завод производит медные катоды и медную катанку, а также медную электролитическую фольгу (российский лидер в производстве этой продукции). На КМЭЗ для дальнейшей обработки поступает черновая медь с «Карабашмеди», также предприятие загружают медным ломом. КМЭЗ сегодня производит более 120 тыс. тонн медных катодов в год и является третьим по величине в стране производителем рафинированной меди. На момент приобретения завод находился не в лучшем состоянии, и сейчас там идет активная модернизация. В частности, строится цех медной катанки, в первом квартале 2007 г. он будет запущен. Мощность нового цеха составит 75 тыс. тонн медной катанки в год с возможностью последующего увеличения до 95 тыс. тонн. Начато строительство третьей очереди электролиза, эта очередь рассчитана на производство 100 тыс. тонн медных катодов в год, стоимость строительства цеха составит 70 млн долл. Необходимость расширения мощностей завода вызвана планами РМК увеличить объем производства медного концентрата, который и загрузит новую очередь. К третьему кварталу 2007 г. объем производства на КМЭЗе вырастет на 50 тыс. тонн медных катодов в год, а к началу 2008 года — еще на 50 тыс. тонн. «Таким образом, КМЭЗ будет производить 220 тысяч тонн медных катодов в год, и наша цель состоит в том, чтобы 180 из 220 тыс. тонн готовой продукции производилось из нашего собственного минерального сырья», — рассказывает Максим Щибрик. В целом в результате расширения производства на КМЭЗе мощности РМК возрастут до 300 тыс. тонн катодной меди в год (КМЭЗ — 220 тыс. тонн, НМЗ — 75 тыс. тонн, «Уралгидромедь» — 5 тыс. тонн).

Говоря об отличиях РМК от своих основных конкурентов — УГМК и Норникеля, Максим Щибрик, отмечает, что РМК строит больше новых производств, соответственно, производственные фонды компании новее, чем у ее соперников. Примером служит Новгородский металлургический завод. НМЗ — отдельная производственная цепочка РМК, завод работает на вторичном сырье (ломе) и производит медную катанку и рафинированную медь. Завод построен в 2003 г. «с нуля» по технологии и по проекту финской компании Outokumpu Technology. Под крышей НМЗ собраны медеплавильный цех, цехи электролиза и катанки. РМК гордится тем, что это первый металлургический завод, построенный в Европе за последние 15 лет. На заводе, по свидетельству Максима Щибрика, «все красиво и чисто, а в цехе электролиза растут цветы — такие заводы могут работать в Европе». Почему медеплавильный завод был построен в Великом Новгороде, если основные добывающие и перерабатывающие предприятия холдинга расположены на Урале? Новгород расположен недалеко от мест образования больших объемов медного лома Центрального и Северо-Западного регионов России, кроме того, здесь же находится большое количество потребителей катодной меди и медных продуктов. Поэтому РМК гораздо проще было построить завод в Новгороде, чем возить сырье на Урал, а затем готовую продукцию с Урала в центральную Россию. В первом квартале 2007 г. на заводе завершится строительство третьей очереди электролиза, в результате завод сможет производить до 75 тыс. тонн катодной меди в год. Значительная часть продукции Новгородского завода (порядка 60% произведенной катанки) идет на экспорт, и расположение Новгорода недалеко от балтийских портов с этой точки зрения также весьма удачно.

РМК стала первой не только в России, но и в мире компанией, запустившей промышленное производство меди т.н. «гидрометаллургическим способом» на предприятии «Уралгидромедь». Горнодобывающее предприятие «Уралгидромедь» на базе Гумешевского месторождения в городе Полевском Свердловской области было запущено в 2005 году, общий объем инвестиций в проект составил 23.6 млн долл. «Уралгидромедь» производит медные катоды путем подземного выщелачивания — окисления медных руд непосредственно из земли. «Мы единственные в мире, кто запустил предприятие, которое в промышленных объемах производит медь подземным гидрометаллургическим способом», — гордится Максим Щибрик. Новый способ производства позволяет осваивать бедные месторождения, а также технологические отвалы закрытых ранее производств. По словам Максима Щибирка, РМК планирует использовать гидрометаллургическую технологию в дальнейшем, поскольку этот способ добычи отличается «достаточно стабильной и приемлемой себестоимостью». Применение новой технологии не только позволяет добывать медь из пород с низким содержанием металла, но и делает металлургическое производство экологически чистым. Производственная мощность первой очереди «Уралгидромеди» составляет 5 тыс. тонн медных катодов в год.

ЦИНКОВЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

По прогнозам ряда экспертов, цена на медь в ближайшие годы может перестать расти или даже начать снижаться. Снижение цены на медь многие аналитики связывают с профицитом складских запасов этого металла (если в 2003–2005 гг. меди в мире потреблялось больше, чем производилось, то в 2006 году зафиксировано превышение производства над потреблением). В 2006 году средняя цена меди находилась на уровне 6.7 тыс. долларов за тонну. В бизнес-план на 2007 год РМК закладывает пессимистичный прогноз цены — 5.5 тыс. долларов за тонну рафинированной меди, и пока не видит причин опасаться за рентабельность своего медного производства. В компании утверждают, что РМК будет получать прибыль и при низкой цене (т.н. «низкой бирже»), поскольку рентабельность производства компании обеспечивает наличие в технологической структуре активов, использующих в качестве сырья лом цветных металлов.

Если же с либерализацией рынка электроэнергии себестоимость производства рафинированной меди значительно вырастет, РМК готова зарабатывать и на медном концентрате, а не на конечном сырье, сохраняя приемлемый уровень рентабельности. «На рынке дефицит медного сырья — можно даже на медном концентрате, а не на конечном сырье зарабатывать, например, в Китай продавать его», — говорит Максим Щибрик.

Но несмотря на свой оптимистичный взгляд на рынок меди, оставаться только медной компанией РМК не хочет: одним из векторов развития должна стать диверсификация в сторону других цветных металлов. В этом, кстати, видение РМК совпадает с позицией УГМК, которая также активно стремится к диверсификации. А Норникель изначально является «полиметаллической» компанией, хотя и зарабатывает больше всего на никеле.

Среди приоритетов РМК — цинк, золото, серебро. «Мы полиметаллическая компания, мы ориентируемся на металлы, которые имеют рыночные котировки, где производитель не зависит от двухсторонних отношений, где цена определяется рынком», — заявляет Максим Щибрик. РМК уже сейчас производит золото и серебро, в собственности холдинга есть небольшие золоторудные месторождения, добываемая медная руда также содержит в своем составе драгметаллы. КМЭЗ может производить 8 тонн золота и 80 тонн серебра в год, однако сейчас его мощности используются не в полную силу: производится только 2.5 тонны золота и порядка 8 тонн серебра.

Но самые большие планы РМК связаны не с драгоценными металлами, а с цинком. Аналитики хором утверждают, что уж цинк-то в ближайшие годы дешеветь точно не будет, а скорее наоборот — цена на него будет расти неслыханными темпами. РМК принадлежит несколько месторождений, содержащих цинковую руду (в Челябинской, Оренбургской областях и в Казахстане), но мощностей для производства цинка у компании пока нет. Строительство цинкового завода, по словам Максима Щибрика, это один из приоритетных проектов РМК на ближайшее время, поскольку «прогнозы по рынку цинка хорошие, и ожидается, что высокие цены на бирже сохранятся», более того, многие аналитики называют рост цен на цинк «безудержным».

РМК планирует начать в 2007 году строительство комплекса по производству цинка мощностью 100 тыс. тонн металлического цинка в год. Производство по переработке цинкового концентрата РМК намерена построить к концу 2009 г. в городе Орск (Оренбургская область). В Орске у компании уже есть медно-цинковый рудник и работающая на его сырье обогатительная фабрика «Ормет», которая перерабатывает 750 тыс. тонн медной и медно-цинковой руды в год и производит в качестве товарной продукции медный и цинковый концентраты. Медный концентрат с «Ормета» используется в производственном цикле РМК, цинковый концентрат РМК пока продает Челябинскому цинковому заводу (ЧЦЗ, входит в группу ЧТПЗ). Мощность новой цинковой фабрики РМК составит 100 тыс. тонн цинка в год, в течение двух лет в строительство производства планируется инвестировать порядка 210 млн долларов. В 2009 году фабрика должна выйти на производственную мощность. Дополнительная прибыль от переработки цинка на своих мощностях должна составить порядка $50 млн в год.

МЕДНЫЕ ВОЙНЫ: СКРЫТАЯ УГРОЗА

История создания РМК выглядит цепью «мирных» приобретений только на страницах официального сайта и инвестиционных меморандумов. В действительности имела место острая борьба между Игорем Алтушкиным и УГМК. Наверно, Алтушкина можно назвать победителем в этой борьбе — сам факт того, что ему удалось создать компанию с миллиардными оборотами в условиях противостояния с более мощным конкурентом, говорит о многом. Но похоже, что УГМК до сих пор не может простить Игорю Алтушкину стремительное создание собственного медного холдинга. Екатеринбургская пресса периодически пишет об очередных этапах «медной войны» между УГМК и РМК: то всплывает тема о связи между Алтушкиными и ОПС «Уралмаш», то ожидаются обыски в офисах компании, то вновь обсуждается приобретение Алтушкиным «Карабашмеди», то на выборах мэра какого-нибудь уральского города основная борьба разворачивается между выдвиженцами от УГМК и РМК.

Отраслевые эксперты не исключают, что «войны» между УГМК и РМК в значительной степени связаны с борьбой за Удоканское месторождение в Читинской области — крупнейшее в России месторождение меди с прогнозными запасами 20 млн тонн меди (для сравнения: мировое производство меди в 2006 году составило 15.84 млн тонн, т.е. это значительный актив даже по мировым меркам). Фактически это единственное крупное неразработанное месторождение в России, и тот, кто получит контроль над ним, в значительной степени будет определять «правила игры» на российском медном рынке. Чтобы начать разработку месторождения, нужно получить на него лицензию, и дата конкурса на лицензию по Удокану является одной из основных интриг в российской цветной металлургии на протяжении последних лет.

Огромный проект потребует инвестиций в миллиарды долларов, но и потенциальная отдача высока. Поэтому все три российских медных гиганта (Норникель, УГМК и РМК) заинтересованы в том, чтобы победить в конкурсе за право разрабатывать месторождение. РМК по своим масштабам заметно уступает конкурентам, но партнером РМК может выступить казахский «Казахмыс», с которым у РМК уже есть опыт работы в Казахстане. Учитывая, что крупнейшим акционером «Казахмыса» является корейский гигант Samsung, сил и средств на разработку Удокана у такого гипотетического альянса должно хватить.

Но пока государство не очень торопится с проведением конкурса — регулярно кто-то из чиновников объявляет о том, что решить вопрос надо не позднее «даты X», затем так же регулярно конкурс переносится на более поздний срок. А значит, в «медных войнах» будут все новые и новые эпизоды. И в долговых обязательствах РМК будет присутствовать дополнительный фактор риска — в том, что у стремительно растущих компаний может быть много немало врагов, недавно можно было убедиться на примере той же «Русснефти».

Впрочем, в самой РМК говорят, что сейчас конфликт с УГМК исчерпан, и любят подчеркнуть, что «первые лица бывших конкурентов рука об руку закладывают камни на строительстве храмов» (Игорь Алтушкин известен как верующий человек и поборник православия). Насколько долгой будет эта дружба, пока, наверное, загадывать сложно, но публикации о «медных войнах» в екатеринбургской прессе в последнее время действительно поутихли.

ОТ CLN К РУБЛЕВЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

По предварительным итогам, РМК в 2006 году произвела порядка 190–200 тыс. тонн катодной меди (производство в 2005 году составило 123 тыс. тонн). К 2008 году, по словам Максима Щибрика, РМК стремится довести свои производственные мощности до 300 тыс. тонн медных катодов и 170 тыс. тонн медной катанки в год, а сырьевая база компании к этому моменту должна вырасти до 200 тыс. тонн собственного минерального сырья.

Скупка активов в период 2003–2004 гг. и их последующая модернизация не могли пройти без привлечения долгового финансирования. В соответствии с данными меморандума по размещению CLN, обязательства компании составляли 17.1 млрд руб. (82% пассивов). На кредиты банков приходилось 275.8 млн долларов, основными кредиторами были «Альфа-Банк», Газпромбанк, Райффайзенбанк, МБРР, Fortis, BCEN. Плюс к этому РМК разместила кредитные ноты на 100 млн долларов. В итоге долговая нагрузка компании, безусловно, высока. Но если соотносить долг с выручкой и EBITDA (прогнозные цифры по итогам 2006 года — $1027 млн и $319 млн

Мнение

Юрий Власов,
аналитик по металлургии и горнодобывающей промышленности, ИК «Ренессанс Капитал»

По нашим прогнозам, средняя цена на медь составит примерно 5800 долларов за тонну в 2007 г. и 5500 долларов за тонну в 2008 г., хотя в долгосрочной перспективе мы ожидаем падения цены до 3300 долларов за тонну. Это наши приблизительные оценки, конкретных прогнозов спроса-предложения у нас нет.

На данный момент стоимость компании оценивается примерно в 830 млн долларов, исходя из показателя EBIDTA 2007 года на уровне 185 млн долларов и коэффициента EV/EBIDTA в пределах 4.5. К сожалению, компания предоставляет ограниченный объем информации о своем финансовом состоянии, так что приведенные цифры EBIDTA — это лишь мои предположения.

Шансы получить лицензию на разработку Удоканского месторождения невысоки, если компания будет действовать в одиночку. Основным претендентом на лицензию, скорее всего, станет «Норильский никель» совместно с Rio Tinto.

Мнение

Евгений Буланов,
аналитик по металлургии, ИК «ЦентрИнвест Секьюритис»

Падение цен на рынке металлов будет вызвано увеличением объемов производства, замедлением темпов экономического роста, а также спекуляциями. В последнее время цены на медь снижались из-за опасений по поводу экономического роста в США — в частности, конъюнктуры в строительном секторе. Кроме того, биржевые запасы меди выросли за последние 12 месяцев в два раза и, по прогнозам, спрос на металл на мировом рынке в 2007 г. будет ниже предложения на 200–400 тыс. тонн. По прогнозам 11 аналитиков, принимавших участие в опросе Bloomberg, медь в следующем году может подешеветь на 15% до 2.61 долл. за фунт (5754 долл. за тонну) по сравнению со средней ценой в 3.06 долл. за фунт в 2006 г. (6746 долл. за тонну). В итоге, на фоне объемов производства, превышающих спрос, цены на металл в 2007 г. должны быть ниже, чем в 2006 г. В 2008 г., возможно, снижение цен на медь продолжится.

Русская медная компания является третьей в России по производству рафинированной меди. По прогнозам, в 2007 году компания произведет 160 тыс. тонн медной катанки, что на 50% больше, чем в 2006 году. К 2010 году компания будет способна добывать около 10 млн тонн руды, производить 300 тыс. тонн медных катодов и 200 тыс. тонн медной катанки. Для достижения этих целей компания запланировала значительные инвестиции. Таким образом, позиции компании на российском рынке в ближайшее время будут укрепляться.

Мнение

Ольга Гороховская,
вице-президент по работе на долговом рынке капитала, «Альфа-Банк»

С нашей точки зрения, эмитента сопоставимого кредитного качества с аналогичными возможностями и перспективами на рынке рублевых облигаций сегодня нет. В качестве ориентира по доходности рублевых облигаций РМК могут быть рассмотрены облигации предприятий черной металлургии, однако металлургические компании сопоставимого уровня сегодня, на наш взгляд, на рынке не представлены. С другой стороны, инвесторы и аналитики могут принять во внимание валютные облигации РМК, выпущенные в декабре 2005 года.

Мнение

Владимир Попов,
старший аналитик по металлургии, ИК «Антанта Капитал»

Мы ожидаем, что среднегодовой уровень цены на медь в 2007 г. составит порядка 6 тыс. долл. за тонну. Учитывая, что в настоящее время предприятия группы РМК производят около 180 тыс. тонн катодов в год, компанию можно оценить в 1.5–1.6 млрд долл. Сегодня доля РМК на российском рынке меди оценивается нами примерно в 20%, ее конкуренты УГМК и Норникель занимают соответственно 35% и 44–45% рынка.

К 2009–2010 гг. РМК намерена довести объемы производства медных катодов до 290 тыс. тонн в год, но для реализации этих планов компании необходимо развивать свою сырьевую базу. Исходя из сырьевых активов, находящихся в распоряжении РМК на сегодняшний день, можно ожидать увеличения производства медных катодов группой не более чем до 200 тыс. тонн в год, а выручка компании составит 1.2 млрд долл. При этом РМК, в отличие от УГМК и Норникеля с их значительными сырьевыми активами, обеспечена сырьем лишь на 15 лет. Ближайший конкурент РМК — УГМК — производит 353 тыс. тонн медных катодов в год, РМК же сегодня производит в 2 раза меньше. И даже если РМК удастся увеличить объем производства до 290 тыс., а УГМК не будет наращивать объемы выпускаемой продукции, РМК все равно будет отставать не менее чем на 20%. Таким образом, мы не видим оснований для существенного усиления позиций РМК на рынке меди.

Перспективы РМК на рынке цинка также неочевидны, мы не уверены, что РМК обеспечена цинковым сырьем в достаточном объеме. В то же время мы позитивно относимся к планам компании по расширению производства и укреплению позиций на новых рынках, в том числе и на цинковом. В случае, если компании удастся запустить собственное производство цинка мощностью 100 тыс. тонн в год, капитализация компании может вырасти до 2 млрд долларов.

РМК представляется надежным заемщиком второго эшелона, полагаю, что справедливая доходность облигаций РМК будет находиться около отметки в 9.5%. Среди серьезных недостатков эмитента мы видим отсутствие информационной прозрачности: РМК является закрытой, абсолютно непубличной частной компанией.

соответственно), то по сравнению с очень многими эмитентами РМК будет смотреться вполне прилично.

В отличие от многих других российских компаний, которые сначала осваивают внутренний рынок облигаций, а уже потом выходят на международный, первым шагом РМК было как раз размещение валютного займа на 100 млн долларов в форме CLN. Организатором этого размещения выступил «Альфа-Банк», совместными менеджерами — «РОСБАНК» и ВТБ. Ноты были выпущены с купоном 9.25%, погашением в декабре 2008 г. и офертой в декабре 2007 г. В размещении приняли участие российские и зарубежные инвесторы, всего 21 инвестор. Около 48% выпуска было приобретено банками, 39% — управляющими компаниями, 13% — частными инвесторами. Сейчас ноты торгуются с доходностью на уровне 9.1% к оферте и 9.3% к погашению.

В ноябре 2006 года был зарегистрирован займ ООО «РМК-ФИНАНС» на 3 млрд руб., впрочем, с его размещением компания не очень спешит: начать размещение планируется не ранее середины марта. Привлеченные средства предполагается направить на рефинансирование предыдущих займов (50%) и реализацию инвестиционных проектов компании, среди которых есть проекты по освоению новых месторождений и модернизации производства (строительство второй очереди рудника на месторождении «Имени 50 лет Октября», разработка двух новых месторождений — «Приорского» и «Весеннего-Аралчинского», а также строительство третьей очереди электролиза на Кыштымском заводе). Организатором размещения облигаций РМК, как и выпущенных в 2005 году кредитных нот компании, выступает «Альфа-Банк».

РМК, по словам Максима Щибрика, продолжит развивать и совершенствовать систему внешних заимствований в рамках разработанной в компании программы целевых заимствований на финансовых рынках до 2010 года. Говоря о дальнейших планах РМК на рынках капитала, Максим Щибрик сообщил, что IPO компании не стоит ожидать ранее 2008 года, в то же время подобной установки от акционера менеджмент компании, по его словам, пока не получал. Пока цели менеджмента РМК — повышение качества управления и переход на МСФО. При этом с точки зрения построения бизнеса и качества управления идеал для менеджмента РМК — это мировой гигант металлургической промышленности Rio Tinto, так что компании есть к чему стремиться в повышении качества управления и прозрачности бизнеса.

Рентабельность РМК на фоне рекордных цен на медь впечатляет, а опыт руководства компании, создавшего «с нуля» мощный холдинг в условиях острого соперничества, не может не вызывать уважения. Стабильность компании придает хорошая сырьевая база и планируемая диверсификация в производство других цветных металлов. В пользу компании и тот факт, что на рынке практически нет облигаций предприятий цветной металлургии, и инвесторы могут быть заинтересованы в бумагах РМК с точки зрения диверсификации портфелей. Но колебания мировых цен на медь и незаконченность «медных войн» в России создают немалые риски для компании, которая, к тому же, не отличается информационной открытостью. Вскоре инвесторы смогут сами определить свое отношение к бумагам РМК.