

ОАО "СУМЗ"

Металлургия

Текущая цена	667,46р.
Фундаментальная оценка	868,47р.
Потенциал роста / падения	30,1%

Рекомендация

долгосрочно	краткосрочно
Покупать	Лучше рынка

Важнейшие показатели

модиф. РСБУ

млн. руб. в ценах на 31 дек. 2003 г.

	2002	2003	2004о
Основные показатели			
Выручка	4 181	2 933	3 373
ЕБИТДА	311	329	391
Операционная прибыль (ЕБИТ)	237	282	324
Чистая прибыль	-10	94	145
Свободный денежный поток	54	41	65

Показатели рентабельности

	2002	2003	2004о
по ЕБИТДА	7,4%	11,2%	12,9%
по операционной прибыли	5,7%	9,6%	9,6%
по чистой прибыли	-0,2%	3,2%	4,3%
по денежному потоку	1,3%	1,4%	1,9%

Ценовые показатели

	2002	2003	2004о
Цена / выручка	0,18	1,01	1,09
Ст-сть предприятия / ЕБИТДА	6,68	10,01	9,28
Цена / прибыль	отр.	31,77	25,25
Прибыль на акцию	14,13	81,61	51,85
Дивиденд на обычн. акцию	-	-	-
Дивидендная доходность	-	-	-

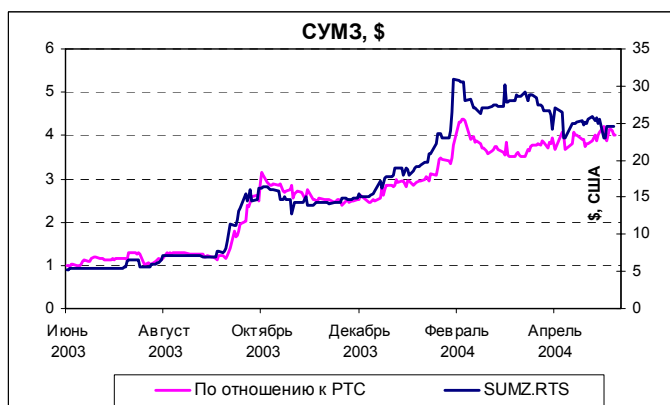
Статистика

Количество выпущенных акций	
обыкновенные	5 049 774
привилегированные	0
Капитализация	3 370 522 154р.
52-недельный макс. / мин.	891,75р. - 166,43 р

* не торгуются на ММВБ

КОРОТКО:

- ✓ Среднеуральский медеплавильный завод находится в г. Ревда Свердловской области, специализируется на выпуске черновой и рафинированной меди.
- ✓ Завод входит в состав Уральской горно-металлургической компании, которая контролирует 91% акций. Владельцы "УГМК" заявили о переходе на единую акцию всех предприятий холдинга, но это произойдет не ранее 2005 года.
- ✓ По итогам 2003 года выручка компания снизилась на 29% по сравнению с 2002. При этом "СУМЗу" удалось закончить 2003 год с небольшой прибылью.
- ✓ Мы предполагаем, что в 2004 году и далее СУМЗ будет увеличивать производство и реализацию меди. Это подтвердили результаты первого квартала.
- ✓ В 2003 году котировки акций сделали впечатляющий рывок, особенно в конце 2003 года. За последние 52 недели цена акций увеличилась в 4 раза. Главная причина роста акций – предстоящая конвертация в бумаги ОАО "УГМК", ориентировочно в 2005 году.
- ✓ Сравнительные показатели, основанные на прибыли (P/E и EV/ЕБИТДА) указывают на справедливую оцененность СУМЗА относительно аналогов.
- ✓ Завод имеет достаточно низкую рентабельность, однако данный показатель может быть искажен в целях минимизации налогообложения в группе УГМК.
- ✓ Модель фундаментальной оценки дает нам справедливую стоимость одной акции СУМЗа на уровне 868,47 рублей (\$29,90). Это соответствует долгосрочной рекомендации **Покупать**. В краткосрочном периоде акции СУМЗа будут двигаться **Лучше рынка**.



Визитная карточка компании

Среднеуральский медеплавильный завод (СУМЗ) находится в г. Ревда Свердловской области. Завод является одним из крупнейших в России по выплавке черновой меди из первичного сырья. СУМЗ также выпускает драгметаллы (золото), а также рафинированную медь и триполифосфат натрия (используется для производства моющих средств).

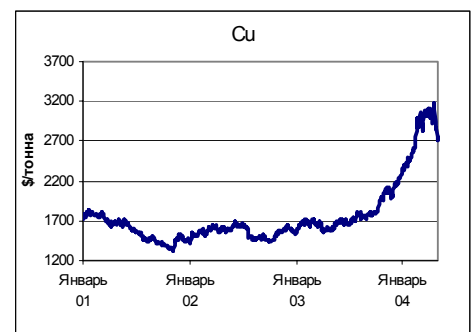
Главный акционер СУМЗа – “Уральская горно-металлургическая компания”. УГМК занимает второе место в России по объемам производства меди после ОАО “ГМК “Норильский никель” и производит по итогам. По данным Министерства по антимонопольной политике РФ российский рынок меди поделен следующим образом: Норильский никель – 55%, УГМК – 36%, Кыштымский медеплавильный завод – около 8%.

УГМК является вертикально-интегрированной структурой в сфере добычи, переработки и продажи цветных металлов. В составе холдинга более 20 предприятий горнодобывающего, металлургического и перерабатывающего комплекса. Непрофильные активы УГМК (машиностроение, черная металлургия, строительство) будут частично проданы, чтобы сконцентрироваться на меди и полиметаллах. В эти планы хорошо вписывается официально неподтвержденная сделка по продаже 80% Качканарского ГОК (добыча железной руды) “Евразхолдингу”.

Владельцы УГМК готовятся к переходу всех заводов, принадлежащих холдингу, на единую акцию. Один из акционеров холдинга Андрей Козицын заявил в феврале 2004 года, что решение о переходе на единую акцию уже в текущем году принято не будет. В планы УГМК также входило проведение IPO, которое теперь состоится не ранее 2006 года. Однако на примере структуры акционеров СУМЗа четко прослеживается реализация планов по консолидации. В 2003 году основными акционерами СУМЗа являлись 5 аффилированных с УГМК оффшоров. А в отчете эмитента за первый квартал 2004 года компания сообщила, что 91% акций находится в собственности ОАО “УГМК” (в том числе 25% в номинальном держании). ОАО “УГМК” также стало основным акционером другого завода – Уралэлектромедь. Это значит, что холдинг не отказывается от планов консолидации.

Рынок меди

На мировом рынке меди в 2003 году наблюдалось резкое повышение цен, обусловленное в первую очередь растущим спросом со стороны китайской экономики. Но с начала 2004 года Правительство Китая проводит политику ограничения экономического роста с целью не допустить перегрева и последующей за этим “жесткой посадке”. В результате в последние 3-4 месяца цены на медь на Лондонской бирже металлов колеблются в районе \$3000 за тонну. Один из крупнейших мировых производителей Anglo American прогнозирует, что высокие цены на медь сохранятся ещё в течение ближайших двух лет, так как спрос со стороны азиатских стран будет расти, а предложение значительно не изменится. Крупнейшие мировые производители ещё не отреагировали на бурный рост спроса в 2003 году увеличением производства меди. Поэтому инвестиционные проекты ведущих компаний по разработке новых медных рудников будут реализованы не ранее, чем через 2 года.



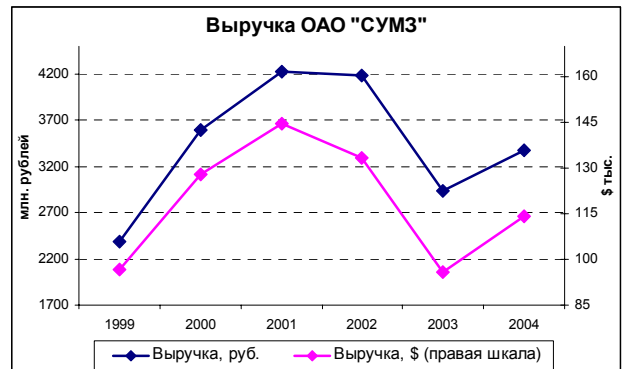
Источник: LME

Таким образом, ценовые риски инвестиций в акции предприятий медной промышленности, в том числе СУМЗа, в настоящее время ограничены. Конъюнктура мировых рынков в целом благоприятна.

Производство

Основные поставщики сырья для СУМЗа – это горно-обогатительные комбинаты входящие в состав УГМК, а именно Гайский, Учалинский и Урупский ГОК (всего 95% поставок меди).

В последние годы УГМК имеет определенные проблемы с обеспеченностью сырьем для производства меди. Это напрямую отражалось на объеме производства предприятий перерабатывающего комплекса, в том числе Уралэлектромеди и СУМЗа. В 2002-2003 годах выручка завода от реализации продукции снижалась на 1% и 29% соответственно, с 4,2 млрд. рублей в 2001 году до 2,9 млрд. рублей в 2003 году.



Источник: СУМЗ, Уником Партнер

Мы полагаем, что с 2004 года тенденция изменится, и продажи будут расти. Наши предположения основаны на двух предпосылках: рост внутреннего спроса на химическую продукцию СУМЗа и рост поставок медного концентрата с предприятий сырьевого комплекса УГМК.

В первом квартале 2004 года руководство УГМК заявило о планах расширения источников сырья за счет разработки существующих месторождений и получении лицензии на разработку новых месторождений медносодержащих руд. Холдинг планирует расширять добычу на Гайском ГОКе с 76 до 105 тыс. тонн медного концентрата ежегодно. В течение 5 ближайших лет УГМК инвестирует в этот проект \$120 млн. Однако наиболее перспективным проектом для УГМК является освоение Удоканского месторождения в Читинской области. Запасы Удокана оцениваются в 20 млн. тонн медной руды (около 30% общероссийских запасов). Конкурс на разработку месторождения Правительство планирует провести в III квартале 2004 года. Стоимость лицензии мы оцениваем в \$80-100 млн. Мы полагаем, что в целях соблюдения национальной безопасности, конкурс будет проводиться только среди российских компаний. Здесь основным конкурентом УГМК всегда является "Норильский никель", однако стратегия этой компании сейчас направлена на расширение добычи золота. Таким образом, вероятность расширения рудной базы УГМК представляется высокой.

В структуре выручки СУМЗа в первом квартале 2004 года произошли позитивные изменения. Место рафинированной меди (13% выручки 2003 года) заняла продукция более высокого передела – медная катанка (3,8 тыс. тонн или 24% выручки за первый квартал 2004 года).

В производстве черновой меди СУМЗ также достиг роста производства в первом квартале. По сравнению с IV кварталом 2003 года объем производства этой продукции в натуральном выражении вырос на 56% до 22,6 тыс. тонн. Производственная программа 2004 года предусматривает выпуск черновой меди на уровне 86,8 тыс. тонн (+27%). Отметим, что проектная мощность медеплавильного цеха ОАО "СУМЗ" составляет 130 тыс. тонн черновой меди в год, поэтому в ближайшие годы дальнейший рост производства не потребует дополнительных инвестиций в покупку оборудования.

Анализ финансовых показателей

По итогам 2003 года выручка СУМЗа снизилась почти на 30% по сравнению с предыдущим годом. Однако завод получил чистую прибыль в размере 93,6 млн. рублей по сравнению с 10 млн. убытков в 2002 году. Мы предполагаем, что 2003 год был переломным для СУМЗа, который увеличил рентабельности продаж по EBIT с 5,6% до 9,6%.

Финансовые результаты за первый квартал 2004 года оправдывают наши ожидания. Выручка компании по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 14%. Прибыль до налогов и процентов (EBIT) выросла на 45%. Рентабельность по EBIT в первом квартале увеличилась до 10,4%. Это означает рост эффективности использования капитала.

Показатель	I кв. 2004	I кв. 2003	Прирост
Выручка	951 023	835 206	14%
Себестоимость продукции	760329	697378	9%
EBITDA	114 407	82 608	38%
EBIT	98 972	68 451	45%
Процентные расходы	22501	35657	-37%
Чистая прибыль	50 333	3 317	1417%

Источник: данные компании

Выручка от реализации продукции в первом квартале росла более высокими темпами, чем себестоимость продукции. Рост чистой прибыли в 14 раз обусловлен несколькими факторами: снижением процентных расходов и прочих расходов.

Мы полагаем, что данные статьи расходов использовались финансистами холдинга для оптимизации налогообложения, однако с началом перехода УГМК на единую акцию акционеры СУМЗа постепенно отказываются от этой практики. Долговая нагрузка постепенно уменьшается, и проценты за пользование кредитами и займами в первом квартале 2004 года снизились до 22,5 млн. рублей с 35,6 млн. рублей в аналогичном периоде прошлого года. Общий размер долга остается достаточно высоким: кредитный портфель на 1.04.2003 составлял 1,07 млрд. Рублей (33% от капитализации).

Холдинг планирует привлечь в текущем году кредиты западных банков. Важным условием привлечения иностранного кредита является ведение отчетности по МСФО. Холдинг впервые представил консолидированный отчет по международным стандартам за 9 месяцев 2003 года по нескольким предприятиям. По итогам года планируется публикация полноценной финансовой отчетности по всем предприятиям группы.

Фундаментальная оценка

Мы провели фундаментальную оценку ОАО “Среднеуральский медеплавильный завод” при помощи двух методов: дисконтированных денежных потоков и метода сравнительных коэффициентов.

Для сравнения использовались как компании из российской металлургической отрасли, так и международные аналоги. СУМЗ является лишь частью интегрированной структуры, поэтому сравнение с крупнейшим производителем меди ГМК “Норильский никель” не совсем корректно. Наиболее близким аналогом для СУМЗа следует признать Уралэлектромедь – завод, который также входит в состав УГМК.

В качестве иностранных аналогов мы используем представители развитого рынка капитала (американские Freeport McMoran Copper & Gold Inc и Phelps Dodge Corp) и emerging markets (компании из Сингапура, Перу и Греции).

Сравнительные оценочные показатели свидетельствуют о переоцененности акций завода по сравнению с лидерами российской металлургии, а также со средними показателями мировых рынков.

Компания	Страна	Кап-ция (\$ млн.)	P/E	EV / EBITDA	ROIC	P/S
Норникель	Россия	12702	14,5	6,4	12,0%	2,3
Северсталь*	Россия	3338	5,2	3,4	23,6%	1,2
ВСМПО*	Россия	861	18,0	8,1	11,3%	2,9
СУМЗ	Россия	116	23,2	11,5	7,2%	1,0
Уралэлектромедь	Россия	281	23,4	9,9	8,9%	1,0
KINGBOARD Copper	Сингапур	319	7,3	4,4	9,9%	0,8
HALCOR S.A.	Греция	387	96,4	14,3	3,0%	0,9
Southern Peru Corp	Перу	2526	20,1	11,4	8,1%	3,0
Freeport McMoran Copper & Gold	США	5810	27,9	8,7	11,0%	2,7
Phelps Dodge Corp	США	6190	29,0	8,4	4,8%	1,3

Источник: Компания, ММВБ, РТС, Bloomberg. Расчеты Уником Партнер

Однако мы считаем, что классические показатели не отражают справедливую стоимость завода, так как он входит в холдинговую структуру, и рентабельность может сознательно занижаться в целях оптимизации налогообложения. Показатели P/E и EV/EBITDA, основанные на прибыли компании мы не считаем показательными. Рентабельность инвестированного капитала СУМЗа (ROIC) ниже, чем у Уралэлектромеди и большинства сравнимых компаний.

Более точно отражает уровень оцененности акций СУМЗа показатели, основанные на выручке. Показатель P/S равный 1 является средним показателем для развивающихся рынков, но достаточно низким показателем для Нью-йоркской биржи.

Наша модель дисконтированных денежных потоков основана на финансовой отчетности 2003 года и первого квартала 2004 года. Мы полагаем, что за счет наращивания производства меди и сохранения высоких цен на мировых рынках СУМЗ в ближайшие 5 лет ежегодно будет увеличивать выручку и операционную прибыль на 15%. В дальнейшем темпы роста компании будут плавно снижаться до средних темпов роста экономики - 4%.

Стоимость акционерного капитала предполагается на уровне 12,1%, а текущая стоимость долговых обязательств с учетом налоговой поправки составляет 11,4% годовых.

На основе указанных предпосылок, которые мы считаем наиболее реалистичными, рассчитана фундаментальная стоимость обыкновенной акции Среднеуральского медеплавильного завода, которая составляет 868,47 рублей (\$29,9). Исходя из текущих котировок акций СУМЗа (sumz.rts), потенциал роста цены акции составляет 30,1%. Мы присваиваем этим акциям долгосрочную рекомендацию **Покупать**. В краткосрочном периоде малоликвидные акции завода в условиях падения рынка покажут динамику **Лучше рынка**.

Координаты ОАО "Среднеуральский медеплавильный завод"

Адрес:

Телефоны:

Интернет:

626400, Свердловская область,
г. Ревда, ул. Кукуевецкого, 1

(3462) 42-61-33

<http://www.sumz.umn.ru/>

**Управление клиентских операций (Sales Department). Фондовый центр.
Академия профессиональных инвесторов (Academy of professional investors)**

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Елена Пономарева, Екатерина Губанова
(343) 262 60 71, (343) 262 54 40

Информационно-консультационный отдел (Financial Advisory Department)

Наталия Тарлинская
(343) 251 62 93

Отдел развития электронной коммерции (E-commerce Department)

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Отдел депозитарного обслуживания (Custody Department)

Эльвира Раянова
(343) 251 62 93

Отдел расчетов (Back Office)

Елена Карицкая, Анна Белогурова
(343) 251 62 93

Отдел торговых операций (Trading Department)

Павел Василяди, Виктор Неверов, Николай Ваньков
(343) 262 68 08

Отдел доверительного управления (Asset Management Department)

Дмитрий Черных, Павел Данилов
(343) 262 68 08

Юридический отдел (Law Department)

Александр Колодкин, Игорь Неруш, Елена Корчинская
(343) 261 79 34

Отдел корпоративных финансов (Corporate Finance Department)

Александр Колодкин, Александр Ларионов
(343) 261 79 34

Отдел информационных технологий (IT Department)

Владимир Киселев
(343) 261 79 34

Алексей Шельпяков, Александр Досмаев, Ирина Яковлева, Наталья Аверьянова
(343) 261 79 34

Аналитический отдел (Research Department)

Павел Василяди, Павел Данилов, Дмитрий Черных
(343) 262 68 08
