



ЗАО АЛОР ИНВЕСТ

Сыктывкар Тиссю Групп



**Бумага, необходимая в каждом
портфеле**

**Аналитический обзор
18 апреля 2011 г.**



Бумага, необходимая в каждом портфеле

В конце мая на ММВБ произойдет первое публичное размещение акций одного из крупнейших российских целлюлозно-бумажных предприятия – ОАО «Сыктывкар Тиссю Групп» (ОАО «СТГ»). Это будет первое публичное предложение компании из сегмента тиссю.

ОАО «СТГ» планирует разместить до 30% увеличенного уставного капитала, предполагая выручить до 700 млн руб.

Предложение, в первую очередь, направлено на инвесторов, стремящихся минимизировать риски инвестиций за счет вложений в бумаги компаний со стабильным и прогнозируемым ростом стоимости бизнеса.

Инвестиционная привлекательность Компании, на наш взгляд, заключается в следующем:

- ✓ Стабильный рынок сбыта и постоянно растущий спрос независимо от экономических потрясений;
- ✓ Высокий потенциал роста рынка тиссю в нашей стране за счет низкого уровня среднелюдового потребления санитарно-гигиенической продукции;
- ✓ Динамично и стабильно растущий объем продаж СТГ;
- ✓ Первое место на рынке товарной бумаги-основы (26% в 2010 г.);
- ✓ Существенная доля рынка туалетной бумаги (8% в 2010 г.);
- ✓ Возможность в перспективе продажи крупного пакета акций западному целлюлозно-бумажному комплексу;
- ✓ Прозрачность структуры и высокий уровень корпоративного управления;
- ✓ Понятный инвестору бизнес.

Цели IPO:

На средства, привлеченные в ходе IPO, Компания планирует осуществить ряд мероприятий, направленных на удовлетворение растущих потребностей рынка и увеличение объемов продаж в 2 раза к 2014 г., включающих:

- ✓ Модернизацию существующего оборудования;
- ✓ Расширение существующих мощностей в Сыктывкаре;
- ✓ Создание новой производственной площадки в Центральном федеральном округе.

Параметры IPO	
Доля от УК (доп.эмиссия)	30% (от увеличенного уставного капитала)
Объем размещения	550-700 млн руб.
Диапазон размещения	11,4-14,5 руб. за акцию
Дата размещения	Май 2011 г.
Организатор размещения	ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал»; ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ»
Площадка	ММВБ

Оглавление

Основные моменты.....	5
О Компании	6
История.....	7
Акционеры и структура.....	8
ТОП-менеджмент	9
Совет директоров.....	10
Производство	12
Схема организации производственного процесса	13
Инвестиционная программа.....	14
Портфель продукции.....	15
Рентабельность брендов	16
Финансы предприятия.....	17
Структура продаж и затрат в 2010 г.	18
Анализ рынка сырья.....	19
Прогноз финансовых показателей до 2020 г.....	20
Мировой рынок тисью	21
Российский рынок тисью	23
Конкурентное окружение.....	25
SWOT-анализ	26
Оценка предприятия	27
Контактная информация	32
Раскрытие информации	32

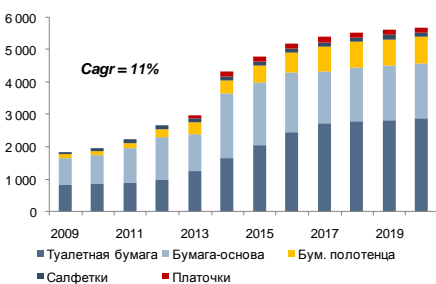
Показатели	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)
Выручка, млн руб.	1 235	1 743	2 023	2 386
Рост, %	87,5	41,2	16,0	17,9
Операционная прибыль (ЕБИТ), млн руб.	179	301	340	850
ЕБИТДА (ОИВДА), млн руб.	234	405	438	532
Норма ЕБИТДА, %	19,0	23,2	21,7	22,3
Чистая прибыль акционеров (ЕАТ), млн руб.	11	100	121	179
Норма чистой прибыли (ЕАТ), %	0,6	5,7	6,0	7,5
Активы, млн руб.	2 168	2 637	3 318	3 840
BV, млн руб.	677	1 087	1 808	1 988
Чистый долг, млн руб.	1 047	958	395	1 216

Ожидаемые мультипликаторы	2011 (П)	2012 (П)	Отрасль 2011
P/E	16,54	11,15	14,09
EV/S	1,59	1,35	1,81
$EV/EБИТДА$	5,47	4,50	8,32

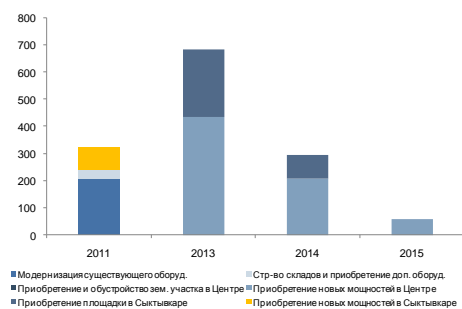
Прогноз производства



Прогноз выручки, млн руб.



Планируемые казатраты, млн руб.



Основные моменты

ОАО «СТГ» является одним из крупнейших российских производителей продукции тисью с 8% долей рынка туалетной бумаги. Большие доли имеют только SCA (марка Zewa) и ЗАО «Народное предприятие Набережночелнинский картонно-бумажный комбинат» с долями 26% и 18% соответственно. На отечественном рынке товарной бумаги-основы Компания занимает 26%.

Ассортимент продукции Компании представлен брендами «Сыктывкарская 56» и «VEIRO» и состоит из:

- высококачественной гигиенической бумаги-основы;
- туалетной бумаги экономичного, стандартного и премиального сегментов (от макулатурной – до ароматизированной целлюлозной трехслойной);
- бумажных полотенец и платочков.

Производственный процесс Компании вертикально интегрирован от переработки сырья и производства бумаги-основы до производства конечной продукции тисью, что является конкурентным преимуществом Компании (многие закупают бумагу-основу у конкурентов). Производственные мощности СТГ оборудованы самыми передовыми технологическими линиями (Metso Paper, Fabio Perini, SDF, Toscotec). Качество бумаги-основы полностью соответствует жестким западным требованиям и пользуется популярностью у зарубежных компаний, производящих продукцию в РФ.

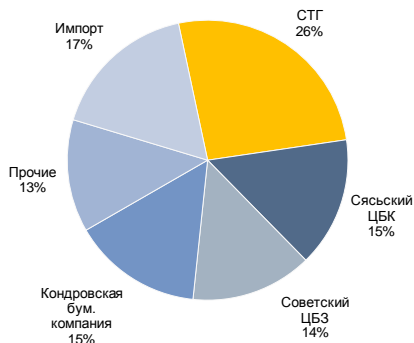
Отрасль тисью в РФ характеризуется высокими темпами роста и низкой степенью насыщенности рынка. Так, по среднелюдному потреблению тисью Россия существенно отстает от США и Европы (2,3 кг/чел. в год против 22 кг/чел. в год и 13 кг/чел. в год соответственно; 3,4 кг/чел. в год – в среднем по миру). При этом темпы роста отечественного рынка существенно выше, чем в мире: с 2006 г. мировой рынок тисью вырос меньше чем на 9%, российский – более чем в полтора раза. Это свидетельствует о том, что удельное потребление тисью в РФ увеличивается и будет расти в дальнейшем. Также существенную динамику в долгосрочном периоде продемонстрирует сектор производства коммерческого тисью, который слабо развит в РФ.

Компания стремится расширить мощности выпуска готовой продукции и значительно усилить присутствие в Центральном регионе. В рамках этой стратегии последний этап модернизации бумагоделательной машины БДМ-1 (приобретение высокоскоростной линии конвертинга) планируется завершить в ноябре 2011 г. Таким образом, к началу 2012 г. все текущие мощности будут соответствовать самым высоким современным требованиям. Дальнейшие планы развития Компании – установка новой БДМ-3 в Сыктывкаре и запуск дополнительных линий конвертинга в Сыктывкаре и Центральном регионе.

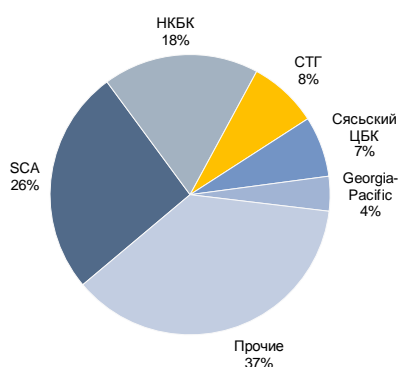
Стоимость бизнеса ОАО «СТГ» в рамках доходного и сравнительного подходов составляет около 2,68 млрд. руб. или 16,65 руб. за акцию (89,18 млн долл. или 0,55 долл. за акцию) расчетами на конец 2011 г. на условиях post-money.

Таким образом, участвуя в IPO при цене размещения в диапазоне 11,4-14,5 руб. за акцию, инвестор получает возможность приобрести акцию СТГ с потенциалом роста от 15% до 45% к концу 2011 г.

Доля СТГ в производстве бумаги-основы в 2010 г.



Доля СТГ в производстве туалетной бум. в 2010 г.



О Компании

ОАО «Сыктывкар Тисью Груп» является одним из крупнейших российских целлюлозно-бумажных комбинатов, основной продукцией которого является товарная бумага-основа, туалетная бумага, а также бумажные полотенца и салфетки. По объему производства туалетной бумаги по итогам 2009 г. СТГ занял 7% российского рынка, по итогам 2010 г. – 8%. На отечественном рынке товарной бумаги-основы СТГ в 2010 г. занял 26%.

СТГ производит продукцию из 100%-ой целлюлозы и макулатуры, тем самым удовлетворяя спрос как на высококачественные изделия, так и на изделия низкого ценового сегмента, охватывая потребности всех слоев населения.

Наиболее известными марками Компании являются линейка высококачественной гигиенической продукции «Veigo», а также по-прежнему пользующаяся спросом марка «Сыктывкарская 56».

Производимая «Сыктывкар Тисью Груп» бумага-основа является самым качественным среди российских производителей сырьем для изготовления гигиенических изделий и соответствует европейским и американским стандартам. Бумага-основа СТГ используется в производстве продукции известных зарубежных марок, представленных и производимых на территории РФ.

СТГ расположен в Эжвинском районе г. Сыктывкар в непосредственной близости от федеральной автомагистрали Киров-Сыктывкар-Ухта. Месторасположение Компании, а также близость крупной трассы определяют рынок сбыта СТГ. Так, одним из крупнейших потребителей сыктывкарского завода является Москва и Московская область, на которые приходится более 1/3 поставок санитарно-гигиенических изделий (СГИ) в стоимостном выражении.

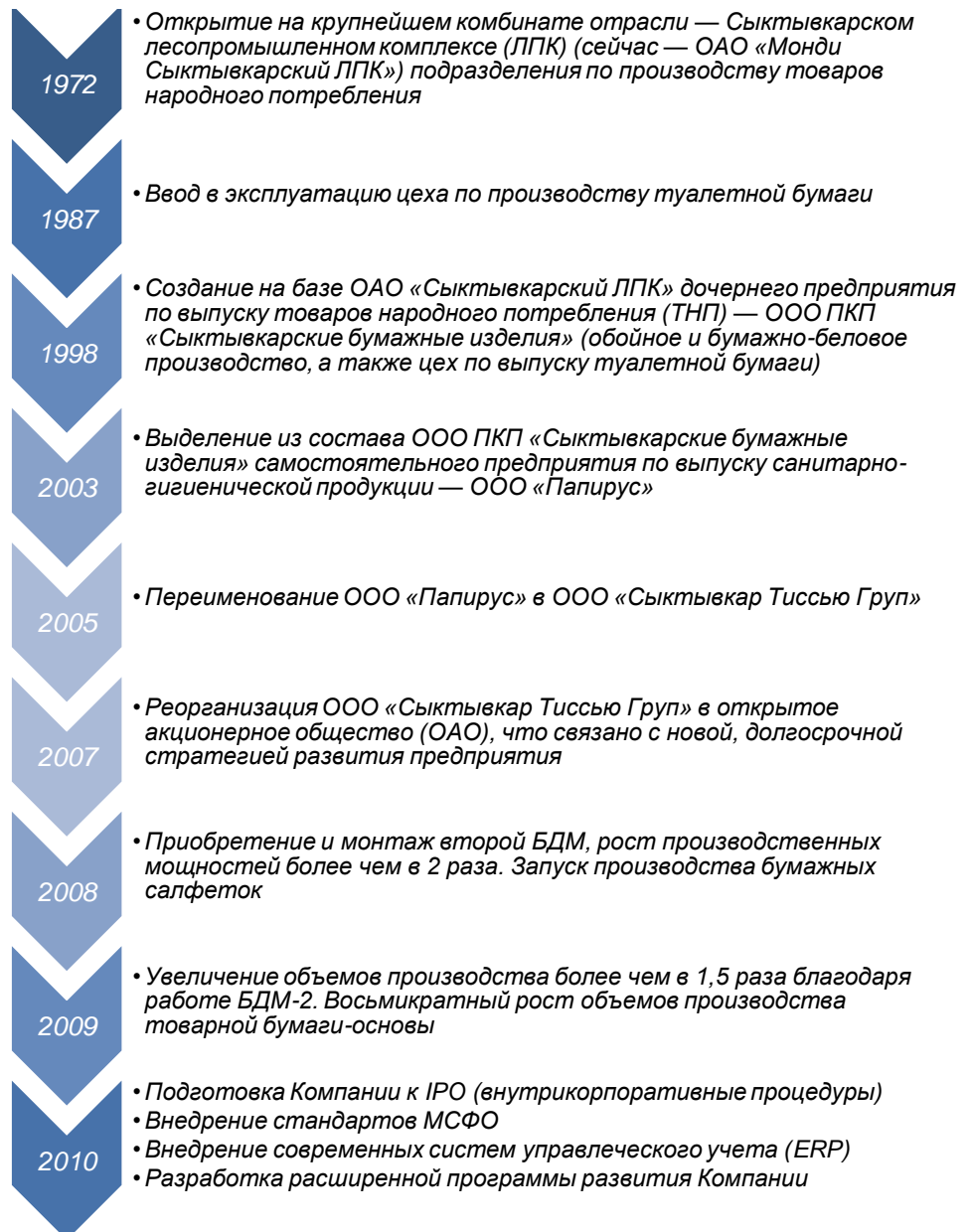


Завод СТГ оборудован современной техникой ведущих мировых производителей, таких как: Metso Paper, Fabio Perini, SDF. В настоящий момент СТГ оснащен двумя бумагоделательными машинами (БДМ) и четырьмя автоматизированными линиями переработки. Общая площадь помещений составляет 35 тыс. кв. м, численность персонала – 400 человек.

Мощности завода позволяют выпускать свыше 50 тыс. т бумаги-основы, а также 265 млн условных рулончиков и 14 млн условных пачек салфеток в год.

История

История СТГ насчитывает более 30 лет. За это время Компании удалось создать узнаваемый бренд и занять сильные позиции на рынке РФ. На протяжении многих лет «Сыктывкар Тиссю Групп» входит в тройку крупнейших российских производителей тиссю.

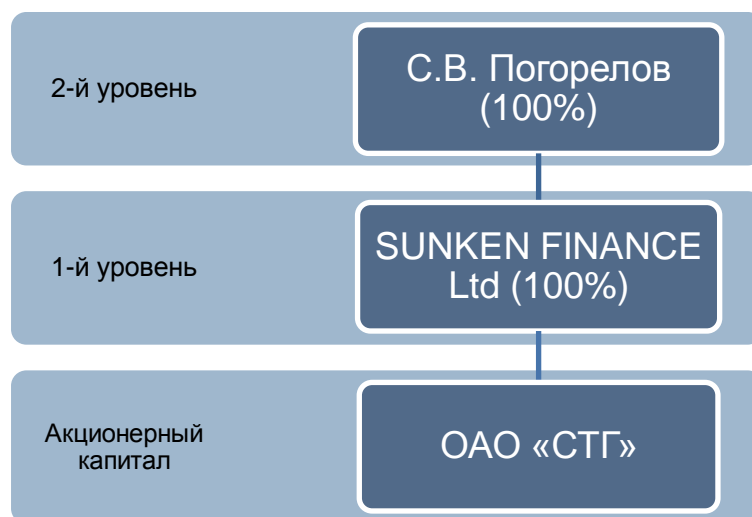


Акционеры и структура

На текущий момент 100% ОАО «СТГ» принадлежит кипрскому фонду Sunken Finance Ltd, конечным бенефициаром которого является Погорелов Сергей Викторович.

Погорелов с 2003 г. занимается земельным бизнесом. В 2005 г. он приобрел у «Монди Сыктывкарский ЛПК» ООО «Папирус», которое являлось для Монди непрофильным активом и занималось выпуском туалетной бумаги. В дальнейшем ООО «Папирус» было переименовано в ООО «Сыктывкар Тиссю Групп», а в 2007 г. преобразовано в ОАО.

Данный актив является финансовой инвестицией для Погорелова, а управляющим проектом с момента его создания является Резник Марк Абрамович, который занимает должность генерального директора СТГ.



Организационная структура управления бизнесом построена по линейному принципу и является достаточно прозрачной. Это является следствием простой бизнес-идеи всего производства и говорит о достаточно высокой стабильности, гибкости и эффективности организации обмена информацией внутри Компании.

ТОП-менеджмент



Марк Абрамович Резник – генеральный директор

В 1991 г. закончил Московский институт инженеров железнодорожного транспорта (МИИТ). В 2007 г. получил степень кандидата экономических наук в Институте Экономики РАН.

В целлюлозно-бумажной промышленности занят с 1992 г. В 1992-1996 гг. занимал должность коммерческого директора ООО «Торговый дом «Бумага» (г. Москва). С 1996 г. в течение 10 лет занимал позицию директора по развитию и инвестициям – члена совета директоров ОАО «Полотняно-Заводская бумажная фабрика» (Калужская область) и ООО «Древплит» (Сухонский ЦБК, Вологодская область).

В ОАО «Сыктывкар Тиссю Груп» пришел в 2004 г. сначала в должности управляющего проектом, а с 2008 г. – генерального директора.



Александр Давидович Каган – директор по маркетингу, логист производства

В 1994 г. закончил Российский химико-технологический университет им. Д.И.Менделеева.

В целлюлозно-бумажной промышленности занят с 1999 г. В 2000-2004 гг. работал в ООО «Торговый Дом «Плитпром» (Московская область) начальником отдела маркетинга, начальником отдела производственного планирования, руководителем отдела рекламы и продвижения. Затем до 2007 г. занимал должность исполнительного директора, заместителя генерального директора по инвестиционным проектам в группе компаний «Объединенные бумажные фабрики». В этот же период работал директором по маркетингу в ООО «Мир Тиссю» (г. Москва). В 2007-2008 гг. занимал должность начальника управления бизнес-планирования в Группе компаний «Велес Капитал» (г. Москва). Сыктывкарским проектом занимается с 2004 г., с 2008 г. работает в ОАО «Сыктывкар Тиссю Груп».



Анатолий Александрович Черняев – директор производства

В 1976 г. закончил Ленинградский техникум целлюлозно-бумажной и деревообрабатывающей промышленности.

Посвятил целлюлозно-бумажной промышленности более 30 лет. С 1972 г. по 2005 г. работал в ФГУП «Гознак» (г. Санкт-Петербург) в должности технолога производства бумаги-основы. В ОАО «Сыктывкар Тиссю Груп» работает с 2005 г.



Алексей Борисович Занкин – технический директор

В 1997 г. закончил Уральскую Государственную Лесотехническую академию.

В период с 1997 по 2001 гг. работал в должности старшего мастера участка, мастера участка на Ремонтно-механическом заводе (РМЗ) Сыктывкарского лесопромышленного комплекса (СЛПК, г. Сыктывкар). С 2001 г. в течение 8 лет занимал позицию начальника механосборочного цеха РМЗ ОАО «Монди СЛПК» (г. Сыктывкар). Должность технического директора в ОАО «Сыктывкар Тиссю Груп» занял в 2009 г.

Совет директоров



Павел Александрович Тригубов – председатель Совета директоров

В 1991 г. закончил экономический факультет МГУ им. Ломоносова.

В период с 1992 г. по 2003 г. занимал различные позиции в финансовых департаментах таких компаний, как ЗАО «Мегафорс», ООО «НТЦ», ОАО «Островной речной порт» и др. С 2003 г. – генеральный директор ООО «АгроОблАктив».



Сергей Викторович Погорелов – акционер

В 1983 г. закончил факультет оборудования химических и нефтеперерабатывающих заводов Политехникума им. В.И. Ленина.

В период с 1992 г. по 2000 г. работал инженером во Внешнеэкономическом объединении «Союз» и УКВЦ «Медиа», а также коммерческим директором ТОО «Фазтон – ИТА». С 2000 г. – начальник общего отдела ООО «Южная Топливная компания». С 2004 г. – директор проекта ООО «АгроОблАктив».



Станислав Вениаминович Булгаков

В 1996 г. закончил юридический факультет МГУ им. Ломоносова.

С 1996 г. по 2003 г. – исполнительный директор ООО «Астра Телеком». С 2003 г. – директор проекта ООО «АгроОблАктив».



Михаил Иванович Гончаров

В 1995 г. закончил факультет геологии и геохимии горючих ископаемых МГУ им. Ломоносова.

С 1996 г. по 2004 г. работал инженером и начальником сектора внедрения новых технологий в Городской клинической больнице № 23 им. «Медсантруд» и в ЗАО «Центр обслуживания продаж энергии». Дальнейший опыт работы связан с бизнес-планированием в инвестиционно-банковской сфере: ЗАО «Внешторгбанк» (Банк ВТБ 24), ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал». С 2008 г. – заместитель директора по проектированию и строительству ЗАО «ЮНИПАРКС Девелопмент».



Федор Федорович Шкунов

В 1990 г. закончил факультет организации механизированной обработки экономической информации Горьковского Государственного университета.

В 1992-1998 гг. занимался аукционной торговлей в ТОО «Нижегородская торговая палата» и ЗАО «Нижегородская фондовая биржа». С 1998 г. по 2003 г. – руководитель региональной группы «Фонд поддержки аграрной реформы и сельского развития». С 2003 г. – директор проекта ООО «АгроОблАктив».



Михаил Игоревич Зак

В 2002 г. закончил экономический факультет МГУ им. Ломоносова со степенью магистр экономических наук.

В 2000-2002 гг. работал аналитиком в ООО «БК НИКойл». С 2002 г. работает в ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» сначала на должности старшего аналитика, с 2003 г. – начальника аналитического управления, а с 2010 г. занял должность управляющего директора ООО «ИГ ВЕЛЕС Капитал».



Александр Александрович Саможенков

В 1999 г. закончил Ухтинский государственный технический университет по специальности «Финансы, кредит и денежное обращение».

В 2000-2001 гг. работал финансистом в ООО «ГАЕР» (г. Ухта). В 2001-2005 гг. занимал должность инспектора валютного отдела и ведущего инспектора кредитного отдела Ухтинского отделения Сбербанка РФ. С 2005 г. работает в ОАО «Газпромбанк» сначала на должности главного инспектора кредитного отдела, а с 2007 г. – менеджера проекта.

Производство

Весь производственный процесс можно разделить на два направления:

1. производство бумаги-основы (из целлюлозы и макулатуры);
2. переработка бумаги-основы в готовые изделия.

Целлюлозное сырье поставляется с ОАО «Монди Бизнес Пейпа Сыктывкарский ЛПК» жидким потоком по массопроводу, что упрощает и удешевляет процесс подготовки массы перед подачей на БДМ. В случае перебоев в поставках жидкой целлюлозы, СТГ имеет отработанный канал поставок сухой целлюлозы с Архангельского ЦБК.

Макулатурное сырье сначала идет на переработку: роспуск макулатуры и очистку полученной массы от вредных примесей и металлических включений, а в дальнейшем также подается на БДМ.

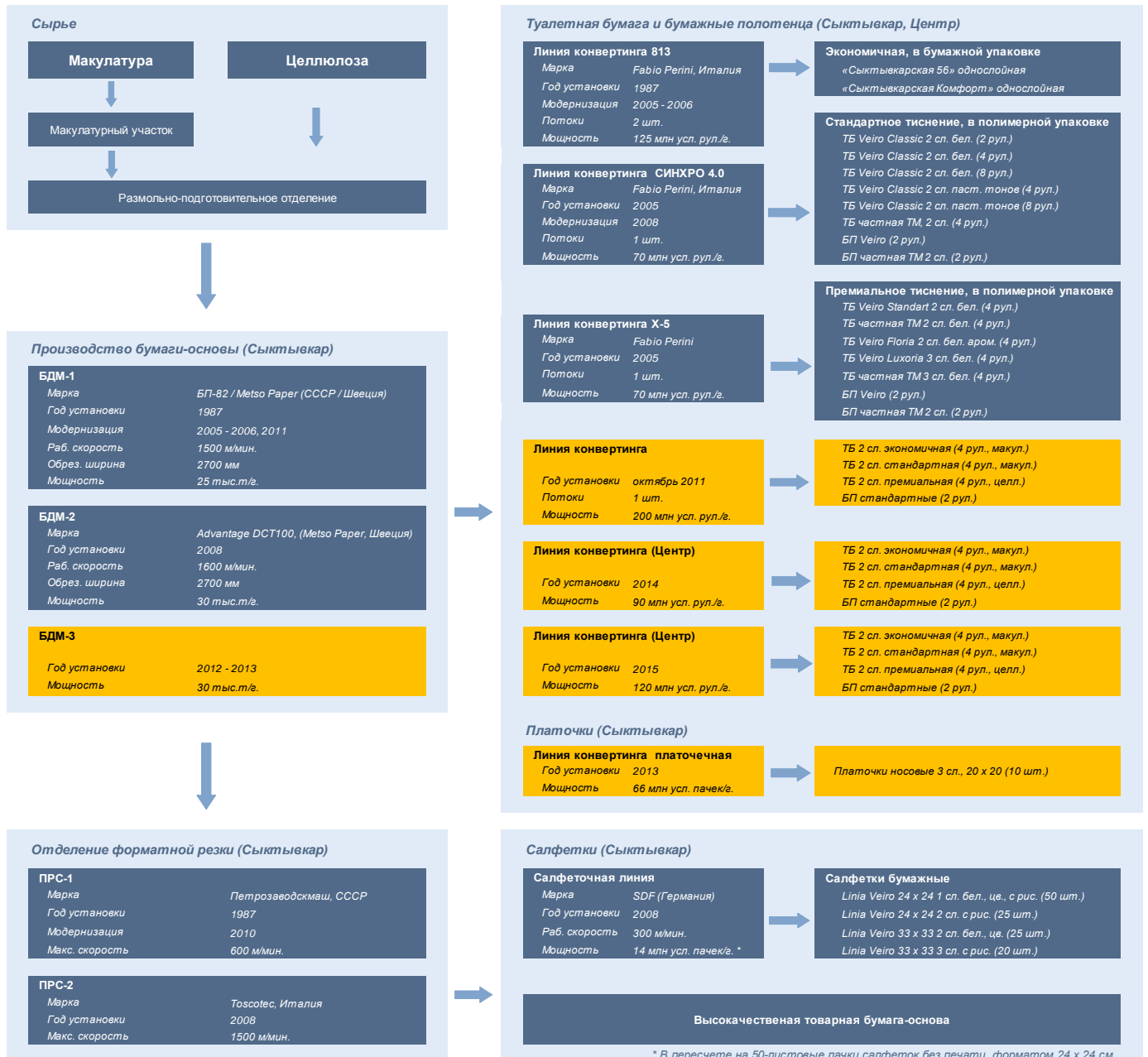
1. Производство бумаги-основы осуществляется на двух БДМ:
 - БДМ-1 (марка «БП-82», «Петрозаводскмаш») установлена в 1987 г., модернизирована в 2005-2006 г. В 2011 г. будет проведена глубокая модернизация БДМ-1 компанией Metso Paper. Рабочая скорость вырастет до 1500 м/мин, производительность – до 25 тыс. т в год. Данная БДМ способна выпускать целлюлозную и макулатурную бумагу-основу повышенного качества массой от 17 до 40 г/м².
 - БДМ-2 (марка «Advantage DCT 100», Metso Paper) приобретена и установлена в 2008 г. Проектная мощность машины достигает 30 тыс. т в год при проектной скорости 1600 м/мин. и обрезной ширине 2700 мм. Машина предназначена для выпуска целлюлозной и макулатурной бумаги-основы санитарно-гигиенического назначения массой 13-36 г/м².
2. Переработка бумаги-основы делится на ряд направлений:
 - производство туалетной бумаги, бум. полотенец и салфеток;
 - производство товарной бумаги-основы.

Производство туалетной бумаги, полотенец и салфеток осуществляется на автоматизированных линиях конвертинга:

- Линия «Синхро 4.0» – установлена в 2005 г., модернизирована в 2008 г. Линия предназначена для выпуска 2-слойной туалетной бумаги (2, 4 и 8 рулонов в упаковке) и бумажных полотенец (2 рулона в упаковке) с тиснением в полимерной упаковке. Мощность около 70 млн условных рулончиков в год;
- Линия «Х-5» – инсталлирована в 2005 г. Мощность – 70 млн условных рулончиков в год. Выпускаемая продукция – 2-, 3-слойная туалетная бумага (4 рулона в упаковке) и бумажные полотенца (2 рулона в упаковке) с цветным тиснением в полимерной упаковке;
- Линия «813» – установлена в конце 80-х годов, модернизирована в 2005-2006 г. Предназначена для выпуска 1-слойной туалетной бумаги на втулке, с перфорацией, без тиснения и в бумажной упаковке. Мощность – 125 млн условных рулончиков в год;
- Салфеточная линия немецкой марки SDF. Рабочая скорость оборудования – 300 м/мин., что позволяет выпускать до 14 млн условных пачек салфеток в год. Выпускаемая продукция – 1-, 2-, 3-слойные белые и цветные бумажные салфетки, а также салфетки с полноцветной печатью (4 краски) форматом 24x24 и 33x33 см. В России это первая салфеточная линия подобного класса.

Производство товарной бумаги-основы осуществляется в отделении форматной резки на продольно-резательных станках (ПРС-1 и ПРС-2).

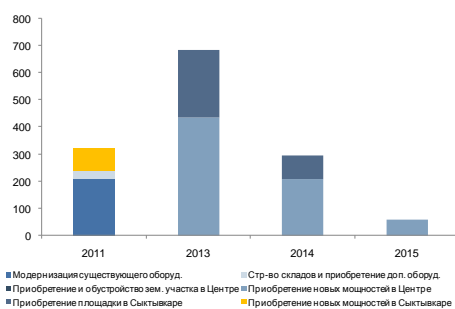
Схема организации производственного процесса



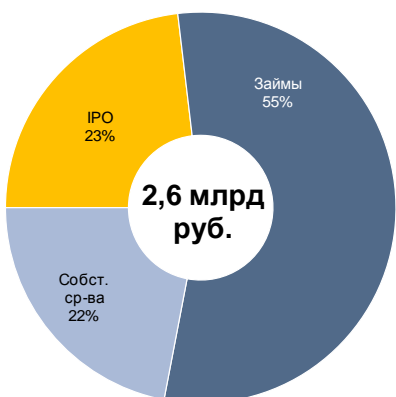
Структура инвестиционной программы



План расходования средств, млн руб.



Структура финансирования инвест. программы



Инвестиционная программа

В целях дальнейшего развития Компании и удовлетворения растущих потребностей рынка СТГ приняло долгосрочную инвестиционную программу, которая предусматривает модернизацию существующих мощностей и приобретение новых.

Инвестиционная программа рассчитана до 2015 г., и ее условно можно разделить на несколько этапов:

- 2011 г. – модернизация линии 813 и БДМ–1, что повысит качество целлюлозной бумаги-основы и позволит выпускать бумагу-основу более дорогого ценового сегмента, предназначенную для многоцветной печати, выпуска многослойных салфеток и бумажных платочков. Замена некоторых деталей БДМ-1 обеспечит более высокую отказоустойчивость оборудования, что существенно снизит риски аварийных остановок и простоя производства. Модернизация позволит снизить удельные расходы энергоресурсов, химикатов и стоимость технического обслуживания БДМ. Бюджет проекта с учетом строительства складских помещений – 241 млн руб.
- Октябрь 2011 г. – приобретение новой линии конвертинга и платочечной линии с установкой на площадке в Сыктывкаре. Бюджет данного этапа – 165 млн руб.
- 2013-2014 гг. – приобретение БДМ-3. Предполагается, что третья БДМ будет установлена в Сыктывкаре на новой площадке с обеспеченной инфраструктурой, поставщиком оборудования будет Metso Paper. Ввод БДМ-3 будет осуществлен в конце 2013 г. Мощность – 30 тыс. т. Ориентировочный бюджет проекта с учетом вспомогательного оборудования – 1470 млн руб.
- 2015 г. – установка двух линий конвертинга на новой площадке в Центральном регионе. Среди предпочтений Компании – области, находящиеся максимально близко к местам сбыта: Московская, Калужская, Ленинградская и другие области преимущественно в пределах 150 км от Москвы. Бюджет данного этапа с учетом приобретения земельного участка для установки линий конвертинга в Центре составит порядка 720 млн руб.

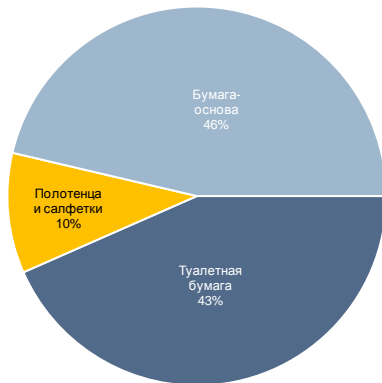
Источниками финансирования инвестпрограммы послужат средства, привлеченные в ходе IPO, а также доходы предприятия и займы банков. Структура финансирования выглядит следующим образом:

- средства инвесторов – 23%;
- собственные средства – 22%;
- привлечение займов – 55%.

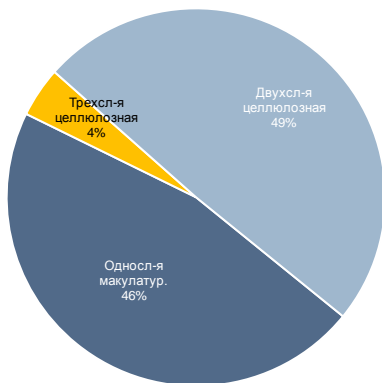
Среди партнеров СТГ такие банки, как Газпромбанк, Юникредит и Сбербанк. Максимальная процентная ставка по кредитам не превысит 10%, а финансирование будет рассчитано на долгосрочный период от 7 до 12 лет.

Мероприятие	Срок окончания этапа	Стоимость, млн руб.	Площадка
Модернизация БДМ-1, стр-во складских помещений	2011	232	Сыктывкар
Модернизация линии 813	2011	9	Сыктывкар
Приобретение новой линии конвертинга и платочечной линии	2011	165	Сыктывкар
Приобретение БДМ-3, произв. площадки и вспом. оборудования	2014	1 470	Сыктывкар
Приобретение линий конвертинга, с учетом земельного участка, кап. стр-ва и инфраструктуры	2015	720	Центр
ИТОГО		2 595	

Структура выручки в 2010 г.



Структура продаж туалетной бумаги в 2010 г.



Портфель продукции

Основной продукцией СТГ являются бумага-основа и санитарно-гигиенические изделия. В 2010 г. около 43% выручки пришлось на туалетную бумагу, около 46% – на бумагу-основу и 10% – на бумажные салфетки и полотенца.

Туалетная бумага СТГ представлена в разных ценовых сегментах и рассчитана на довольно разнообразную аудиторию:

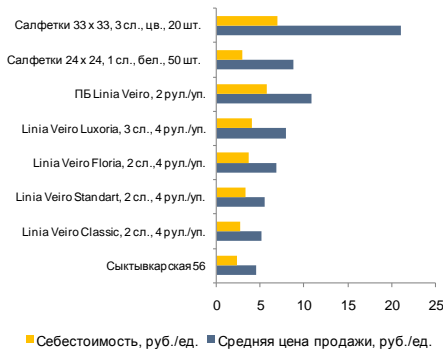
1. Экономичный сегмент – макулатурная однослойная бумага «Сыктывкарская 56». Это наиболее известная и популярная марка, на нее пришлось 20% выручки 2010 г. (46% выручки от продажи туалетной бумаги). Бумага продается в бумажной упаковке. Также в экономичном сегменте СТГ представлен макулатурной бумагой «Комфорт».
2. Стандартный сегмент – целлюлозная двухслойная бумага, выпускаемая с различными вариантами ароматизации и упаковки (2, 4, 8 рулонов в упаковке). Здесь выпускаются следующие марки: «Veiro Classic», «Linia Veiro Classic», «Veiro Standart», «Veiro Floria», «Veiro Premium». На двухслойную бумагу приходится 21% совокупной выручки СТГ и 49% выручки от продажи туалетной бумаги.
3. Премиальный сегмент – трехслойная туалетная бумага марки «Veiro Luxoria».



Бумага-основа производится на двух БДМ мощностью 20 тыс. т в год (макулатурная и смешанная) и 30 тыс. т в год (целлюлозная белая и цветная). Из нее порядка 24% реализуется в качестве товарной бумага-основы. При этом, благодаря ее высокому качеству, бумага-основа поставляется таким международным компаниям как Metsä Tissue.

Продажи бумаги-основы позволяют Компании сглаживать локальные всплески и снижения спроса на готовую продукцию. Так, в крайнем случае, если конечная продукция Компании будет маловостребована по тем или иным причинам, производственные мощности всегда будут загружены за счет удовлетворения спроса на бумагу-основу.

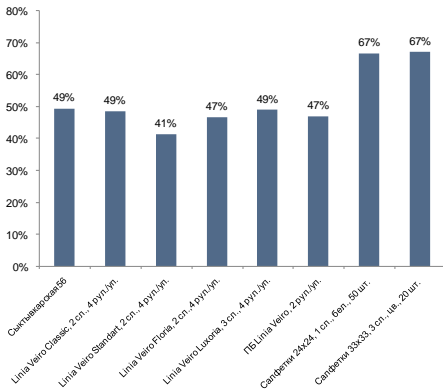
Цены и себестоимость существующих продуктов, руб.



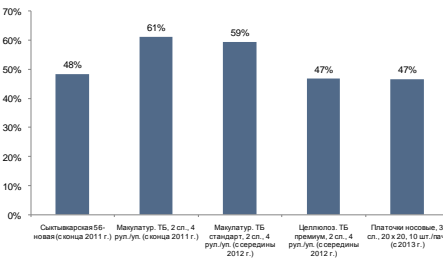
Цены и себестоимость новых продуктов, руб.



Рентабельность существующих продуктов



Рентабельность новых продуктов



Рентабельность брендов

Продуктовый портфель СТГ выглядит достаточно сбалансировано и отличается высокой маржинальностью. Так, практически по всем наименованиям доля стоимости сырья в итоговой цене реализации составляет около 50% по готовой продукции и 15-40% по бумаге-основе, что связано с тем, что бумага-основа является полуфабрикатом и нуждается в дальнейшей переработке.

Валовая рентабельность продаж туалетной бумаги колеблется от 41% до 50%, наиболее маржинальным продуктом является запущенное в 2008 г. производство салфеток – 67%.

В 2011-2013 гг. СТГ планирует запустить новую линейку товаров, что связано с реализацией некоторых этапов инвестиционной программы, в частности с установкой новых линий конвертинга и модернизацией БДМ-1. В связи с этим, в 2012 г. ассортимент продукции пополнится двумя видами двухслойной туалетной бумаги – макулатурной и целлюлозной по 4 рулона в упаковке. В 2013 г. на новой линии будет запущено производство трехслойных носовых платочков. Кроме того, в текущем году на существующих мощностях СТГ начнет выпускать обновленную версию «Сыктывкарской 56», а также новую двухслойную макулатурную туалетную бумагу в упаковке по 4 рулона, рентабельность которой превысит 60%.

Новые виды продукции будут соответствовать существующим по рентабельности. Благодаря этому портфель продукции будет достаточно равномерным и структурированным.

Финансы предприятия

В 2010 г. СТГ продемонстрировал существенный рост финансовых показателей (данные отчетности МСФО), продолжая тенденцию предыдущего года. Причиной положительной динамики была установка БДМ-2 в 2008 г., после чего существенно выросли объемы производства товарной бумаги-основы, а также салфеток (объем производства товарной бумаги-основы вырос в 8,5 раз, а объем производства салфеток в 20,5 раз по итогам 2009 г.).

Выручка по итогам 2010 г. увеличилась на 41,2% по сравнению с уровнем 2009 г., составив 1,74 млрд руб. по международным стандартам бухгалтерской отчетности. Эффективность и экономичность нового оборудования позитивно сказались на рентабельности бизнеса СТГ. Так, норма EBITDA в 2010 г. выросла до 23,2% против 19% в 2009 г.

За счет сокращения чистого долга и расходов по его обслуживанию, а также благодаря росту финансовых доходов, чистая прибыль СТГ продемонстрировала практически десятикратный рост по сравнению с 2009 г. Рентабельность чистой прибыли за отчетный период достигла 5,7%.

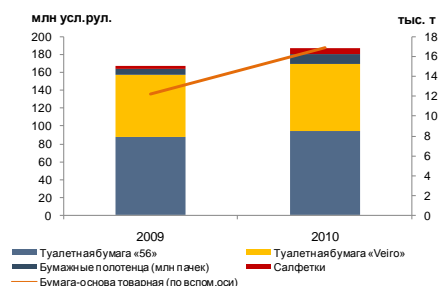
Структура баланса СТГ, как и у любого промышленного предприятия, выглядит достаточно «тяжелой» из-за существенной доли основных средств и долгосрочных источников финансирования. Так, чистый долг Компании на конец 2010 г. составил 958 млн руб. при том, что валюта баланса составила 2,6 млрд руб. Тем не менее, отметим позитивную тенденцию снижения чистого долга, благодаря росту денежных средств предприятия.

Финансовый рычаг снизился до единицы в 2010 г., отношение чистый долг/EBITDA сократилось практически вдвое - до 2,26. При этом лишь 5% кредитного портфеля – краткосрочные обязательства.

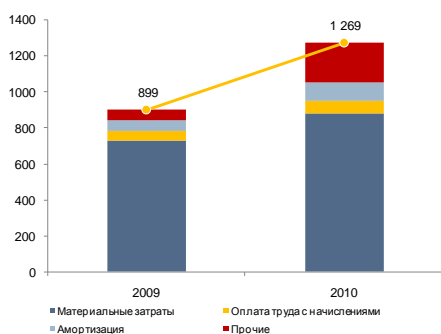
Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2009	Изм., %	2010
Выручка	1 235	41,2	1 743
Себестоимость	(899)	41,1	(1 269)
в т.ч. амортизация	(55)	87,9	(103)
Валовая прибыль	336	41,4	474
<i>Норма валовой прибыли, %</i>	<i>27,2</i>		<i>27,2</i>
Коммерческие расходы	(73)	4,8	(76)
Управленческие расходы	(82)	16,6	(96)
Доходы/расходы от прочих операций	(2)	-	(1)
EBITDA	234	72,8	405
<i>Норма EBITDA, %</i>	<i>19,0</i>		<i>23,2</i>
Операционная прибыль (ЕВИТ)	179	68,1	301
<i>Норма EBIT, %</i>	<i>14,5</i>		<i>17,3</i>
Финансовые доходы (расходы)	(164)	3,1	(169)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	16	-	132
<i>Норма EBT, %</i>	<i>0,0</i>		<i>0,1</i>
Обязательства по налогу на прибыль	(5)	-	(29)
Доля меньшинства	0	-	(3)
Чистая прибыль	11	-	100
<i>Норма чистой прибыли, %</i>	<i>0,9</i>		<i>5,7</i>
Показатели баланса, млн руб.	2009	Изм., %	2010
Основные средства	1 787	13,6	2 029
Запасы	186	16,6	216
Дебиторская задолженность	113	63,3	185
Денежные средства	39	381,8	189
Капитал и резервы	677	60,7	1 087
Долгосрочные кредиты и займы	861	23,2	1 061
Краткосрочные кредиты и займы	225	(62,0)	86
Чистый долг	1 047	(8,5)	958
Валюта баланса	2 168	21,6	2 637

Показатели прибыльности	2009	2010
Факторный анализ ROIC:		
норма EBITDA, %	23,20	21,65
амортизационная нагрузка	0,74	0,78
эфф. налоговая ставка, %	21,88	20,41
оборачиваемость активов	0,80	0,77
мультипликатор инвестированного капитала	1,29	1,30
ROIC, %	13,94	13,33
Анализ ROE по методике Du Pont:		
норма чистой прибыли, %	0,91	5,71
оборачиваемость активов	0,58	0,80
мультипликатор собственного капитала	3,22	3,21
ROE, %	1,69	14,71
ROA, %	1,66	17,12
Показатели долговой нагрузки	2009	2010
Финансовый рычаг	1,52	1,02
Чистый долг / EBITDA	4,22	2,26
Чистый долг / выручка	0,80	0,53
Чистый долг / активы	0,45	0,35
Краткоср. чистый долг / чистая прибыль	14,06	-
Краткоср. чистый долг / активы	0,07	-
Проценты к уплате / EBITDA	0,58	0,31
Показатели ликвидности:		
коэф. покрытия (>2)	0,76	1,93
коэф. быстрой ликвидности (>1)	0,34	1,21
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,09	0,61
Показатели оборачиваемости (дней):		
дебиторской задолженности	33,49	38,73
беспроцентных обязательств	119,83	84,55
запасов	54,85	45,32

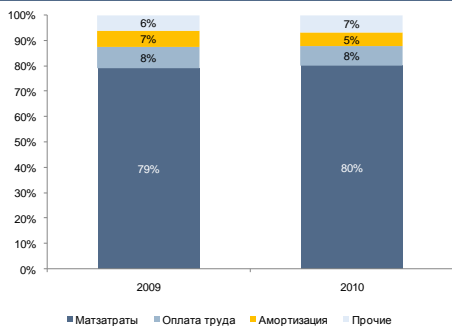
Производственные показатели СТГ в 2009-2010 гг.



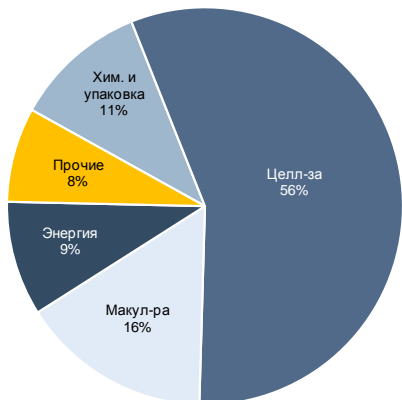
Динамика себестоимости млн руб.



Структура себестоимости



Структура материальных затрат в 2010 г.



Структура продаж и затрат в 2010 г.

По данным отчетности по МСФО выручка СТГ в 2010 г. выросла на 41,2% до 1,74 млрд руб. Рост произошел на фоне увеличения объемов производства всех типов продукции. Наиболее активно СТГ наращивал объемы производства салфеток, бумажных полотенец и товарной бумаги-основы. Темпы роста данных групп в 2010 г. по сравнению с 2009 г. составили 76%, 78% и 38% соответственно. Производство туалетной бумаги за этот период выросло на 7-8%.

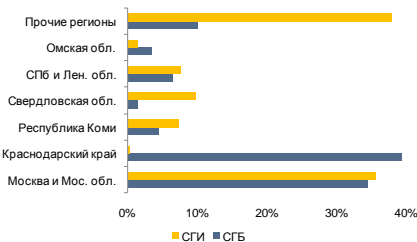
Доля продаж туалетной бумаги составила 43% выручки, бумага-основы – 46%, порядка 10% пришлось на бумажные полотенца и салфетки. Структура продаж туалетной бумаги была следующей:

- однослойная макулатурная – 46%;
- двухслойная целлюлозная – 49%;
- трехслойная целлюлозная – 4%.

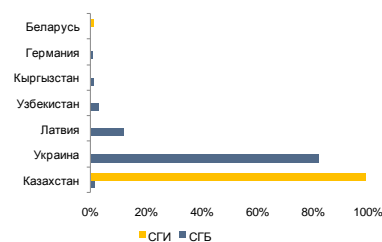
Более 93% продукции СТГ реализовал на территории России. Ключевым регионом сбыта готовых санитарно-гигиенических изделий по-прежнему остается Москва и Московская область, на которые пришлось 35% реализации. Порядка 70% бумаги-основы (СГБ) реализовалось в Краснодарском крае, Москве и Московской области примерно в равных пропорциях.

Среди направлений экспорта преобладают Казахстан и Украина. При этом 99% поставок в Казахстан приходится на готовые санитарно-гигиенические изделия, а 82% поставок в Украину – это поставки бумаги-основы.

Региональная структура продаж в 2010 г.



Структура экспорта в 2010 г.



В 2010 г. себестоимость производства СТГ существенно увеличилась – на 41% по сравнению с 2009 г. Учитывая высокую долю материальных затрат в себестоимости (около 80% в 2010 г.), рост произошел именно за счет этой статьи (+50% по сравнению с предыдущим периодом).

Существенную долю в материальных затратах (56%) занимают затраты на целлюлозу, которые в прошедшем году выросли на 74%, что было вызвано установкой БДМ-2 и увеличением производства целлюлозной бумаги. Менее крупными статьями являются затраты на макулатуру, составляющие 16% совокупных материальных затрат, и затраты на химикаты и упаковку – 11% материальных затрат.

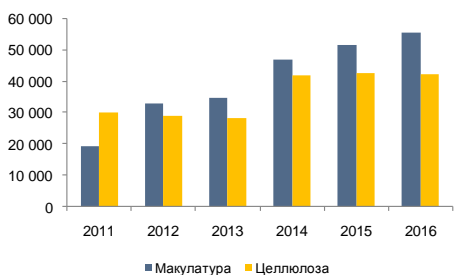
Потребность в бумаге-основе, т



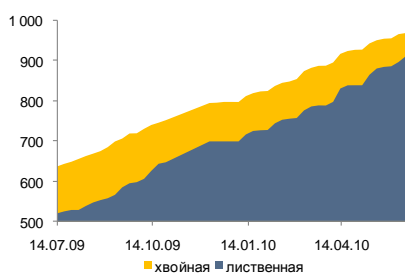
Структура потребности в бумаге-основе



Потребности СТГ в сырье, т



Динамика цен на целлюлозу, долл./т



Анализ рынка сырья

Для производства санитарно-гигиенических изделий используется два вида сырья:

- сульфатная беленая хвойная и лиственная целлюлоза;
- макулатура.

Поставка целлюлозы на СТГ осуществляется в основном с крупнейшего комбината РФ ОАО «Монди Бизнес Пейпа Сыктывкарский ЛПК» по долгосрочному контракту, согласно которому цена пересматривается 2 раза в год. При этом формула цены зависит от стоимости целлюлозы на мировых рынках и у Архангельского ЦБК.

Также СТГ работает с ОАО «Архангельский ЦБК», однако закупки у Архангельского ЦБК носят скорее эпизодический характер и происходят по ценам на момент покупки.

Макулатура поставляется из разных источников: у СТГ порядка 30 поставщиков данного сырья. Примерно 35% поставок макулатуры приходится на два крупнейших комбината. СТГ использует разные виды макулатуры: офисная, газетная, картонная макулатура и другие виды. При этом сортировка макулатуры в нашей стране пока не развита, поэтому чаще всего макулатура поставляется в несортированном виде.

Структура продаж СТГ на данный момент такова, что половина реализации приходится на макулатурную бумагу. При этом в зависимости от переработки макулатуры, бумага-основа может быть также и повышенной белизны. Однако до осуществления инвестиционной программы доля макулатурной бумаги-основы повышенной белизны невысока – в 2011 г. план по ее производству составляет 3% от совокупной потребности бумаги-основы.

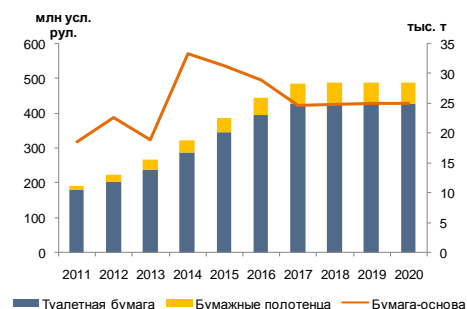
При осуществлении ближайшего этапа инвестиционной программы – модернизации БДМ-1 – вся макулатурная бумага-основа будет выпускаться повышенного качества. Таким образом, доля макулатурной бумаги-основы с 2012 г. составит 42%, целлюлозной – 58%. К 2016 г. доля макулатурной бумаги-основы вырастет еще на 3 п.п. до 45%. В результате, потребность в макулатурном сырье уже к 2016 г. вырастет в 3 раза по сравнению с 2011 г., а потребность в целлюлозе – на 42%.

На наш взгляд, такая структура производства и, соответственно, сырья представляется оптимальной с точки зрения хеджирования рисков повышения цены на целлюлозу на мировых рынках.

Так, несмотря на кризис, во втором полугодии 2009 г. мировые цены на хвойную целлюлозу выросли на 52%, на лиственную – на 75% (с июля 2009 г. по июль 2010 г.). Аномальный рост цен был вызван землетрясением в Чили и забастовками в Финляндии. Южная Америка (в частности Бразилия и Чили) и страны Скандинавии, являясь крупнейшими поставщиками целлюлозы, серьезно влияют на ценообразование на мировых рынках сырья. Совокупная доля Чили и Финляндии в поставках целлюлозы составляет 12%. Таким образом, в период экологического бедствия и социальной напряженности производственные мощности основных производителей целлюлозы встали, что и вызвало агрессивный рост цен.

Однако с восстановлением поставок целлюлозы из Чили и Финляндии ожидается восстановление предложения сырья и, соответственно, стабилизация цен, что позитивно повлияет на производителей тисью, увеличивая их прибыльность.

Прогноз производства СТГ до 2020 г.



Прогноз финансовых показателей до 2020 г.

В перспективе до 2020 г. СТГ ожидает роста производственных показателей в:

- 2,2 раза – по туалетной бумаге;
- 5 раз – по бумажным полотенцам;
- на 60% – по товарной бумаге-основе.

Таким образом, производство туалетной бумаги в 2020 г. составит 427 млн рулончиков, что будет соответствовать 9% рынка туалетной бумаги в нашей стране, это выше уровня 2010 г. на 1 п.п. По товарной бумаге-основе СТГ планирует снизить долю рынка (без учета импорта) с 30% до 20% к 2020 г. и производить к этому периоду по 25 тыс. т в год.

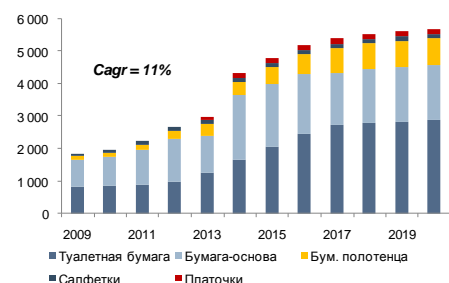
Выручка СТГ при таких темпах производства будет расти со среднегодовым темпом роста в 11%. Однако за счет ввода новых мощностей и постепенного насыщения рынка в 2014-2015 гг. доходы увеличатся более значимо. Так, ожидается, что к 2015 г. выручка составит около 4,3 млрд руб., что выше уровня 2010 г. в 2,4 раза.

С 2014 г. рост доходов в основном будет обеспечен реализацией туалетной бумаги и бумажных полотенец – их продажи к 2020 г. вырастут, по прогнозам Компании, на 75% и 92% соответственно до 2,9 млрд руб. и 816 млн руб. При этом доля продаж туалетной бумаги в совокупной выручке вырастет с 43% в 2010 г. до 51% в 2020 г. Однако отметим, что до 2014 г. Компания будет активно наращивать продажи бумаги-основы нежели готовых СГИ, что связано с поэтапным осуществлением инвестиционной программы. В последующие годы продажи бумаги-основы будут сокращаться.

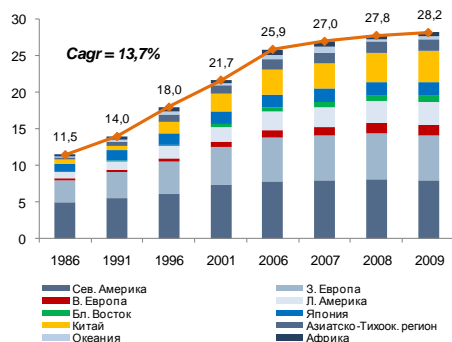
Среди ключевых регионов СТГ по-прежнему выделяет Центральный регион (Москву и Московскую область, Калужскую область, Рязанскую область и другие, граничащие с Московской, области), где к 2015 г. будут установлены дополнительные линии конвертинга. За счет этого направления Компания планирует реализовывать порядка трети продукции.

Кроме того, ввод новых мощностей позволит СТГ более активно осваивать рынок Поволжья (Татарстан, Самарская и Саратовская области и др.).

Прогноз выручки СТГ до 2020 г., млн руб.

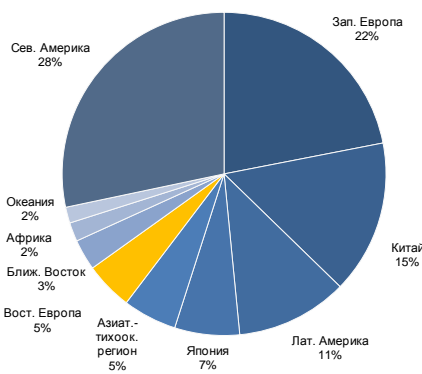


Мировое потребление тисью, млн т



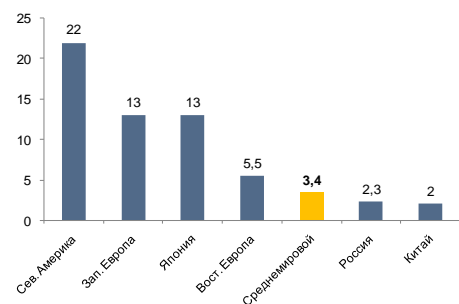
Источник: RISI, <http://www.tissueworldmagazine.com>

Структура мирового потребления тисью, 2009 г.



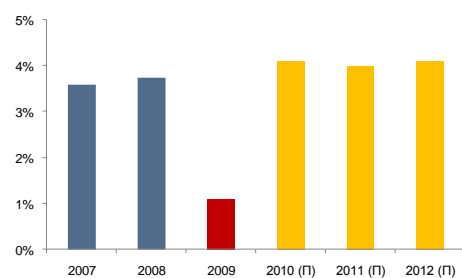
Источник: RISI, <http://www.tissueworldmagazine.com>

Среднедушевое потребление тисью в 2009 г., кг



Источник: RISI

Темпы роста мирового потребления тисью



Источник: RISI

Мировой рынок тисью

Рынок санитарно-гигиенической продукции (СГИ) – один из немногих, демонстрирующий позитивную динамику на протяжении многих лет, несмотря на периоды спадов в экономике. По данным агентства RISI и издания *Tissue World Magazine* за период с 1986 г. по 2009 г. среднегодовой рост потребления тисью в мире составил 13,7%. В 2009 г. мировой объем рынка СГИ достиг 28,2 млн т. Ожидается, что к 2016 г. он вырастет до 38 млн т. Самыми емкими рынками тисью в мире являются Северная Америка и Западная Европа, на которые приходится 28% и 22% мирового потребления тисью.

В денежном выражении Северная Америка также занимает лидирующие позиции. Совокупное потребление санитарно-гигиенической продукции здесь составляет около 16 млрд долл. При этом почти 90% объема потребления СГИ приходится на США, около 10% – на Канаду.

На втором и третьем местах по потреблению СГИ находятся Западная Европа и Азиатско-тихоокеанский регион соответственно с практически одинаковыми показателями. В 2009 г. рынок тисью в Азии достиг 12,8 млрд долл.

Исследователями признается, что Азиатско-тихоокеанский регион является наиболее перспективным рынком тисью: это единственный среди крупнейших регионов, который продемонстрировал рост на 5% в разгар кризиса в 2009 г. в то время как Северная Америка и Западная Европа в этот год потеряли почти 3% и 5% соответственно.

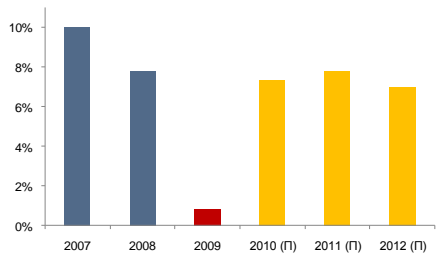
Среди стран Азиатско-тихоокеанского региона доминирует Китай. В 2009 г. рынок тисью Китая вырос на 9% до 7,2 млрд долл. При этом еще в 2000 г. объем рынка находился на уровне 3,3 млрд долл.

Потенциал роста китайского рынка огромен, т.к. среднедушевое потребление санитарно-гигиенической продукции здесь отстает от среднемирового показателя (8 долл. на человека) в 2,7 раза, а от показателя Северной Америки (46 долл. на человека) в 15,3 раза. В натуральных показателях среднедушевое потребление в Китае составляет менее 2 кг в год по сравнению с 22 кг в Северной Америке и 13 кг в Западной Европе и Японии. Агрессивный темп роста китайского рынка тисью обусловлен экономическим бумом, ростом качества жизни населения, активным развитием туризма и ресторанного бизнеса.

Помимо Китая большие возможности для роста емкости рынка СГИ среди стран Азии открываются перед Индией, Вьетнамом, Индонезией и Таиландом, которые в последние годы демонстрировали рост выше среднеотраслевых показателей.

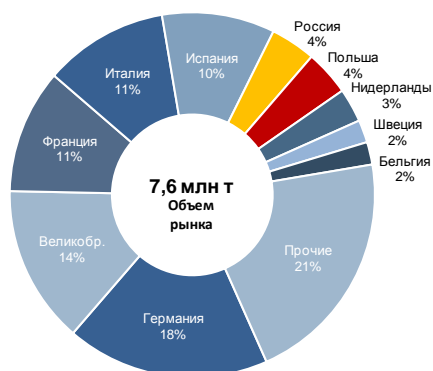
Следующим после Азиатско-тихоокеанского рынка тисью перспективным регионом признается Восточная Европа. В настоящее время доля Восточной Европы в мировом потреблении тисью невелика – всего 5%, или 1,4 млн т в 2009 г. Однако на протяжении 8 лет с 2000 г. по 2008 г. темпы роста потребления СГИ в Восточной Европе составляли от 6 до 13%, что в несколько раз превышает мировые значения и показатели Западной Европы, где за этот же период темпы роста не превышали 4%.

Темпы роста потребления тисью в Вост. Европе



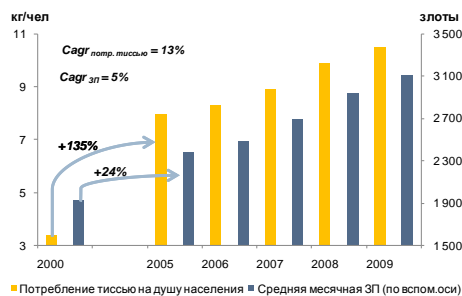
Источник: RISI

Основные европейские рынки тисью (2008 г.)



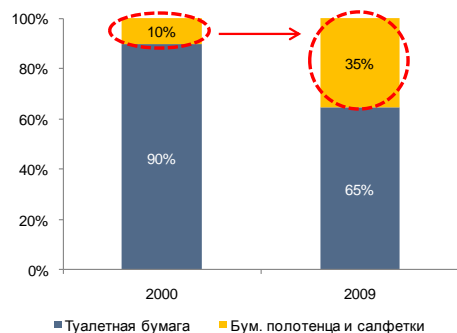
Источник: RISI

Соотношение потребления тисью и заработной платы в Польше



Источник: Центральное статистическое бюро Польши

Структура потребления тисью в Польше



Источник: Центральное статистическое бюро Польши

В 2009 г. наблюдалось снижение темпов роста в этом регионе. Однако с восстановлением после кризиса ожидается, что темпы роста потребления СГИ будут выше среднеотраслевых показателей в перспективе 10 лет. Так, в период до 2012 г. потребление тисью будет расти в среднем на 7-8% в год, в то время как рынок тисью Западной Европы будет расти максимум на 3% в год, а темпы роста мирового потребления тисью едва превысят 4%.

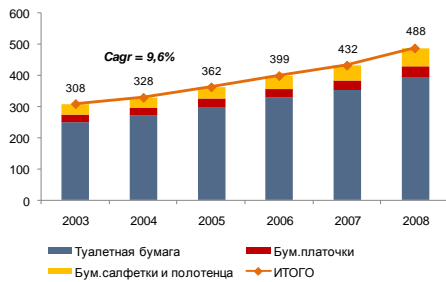
Крупнейшим потребителем санитарно-гигиенических изделий в регионе является Россия, на которую приходится 25% всего потребления в Восточной Европе (4% от общеевропейского уровня). Здесь сосредоточен наиболее емкий рынок туалетной бумаги и бумажных салфеток.

Вторым крупнейшим рынком тисью Восточной Европы является близкая нам по менталитету Польша. В структуре европейских рынков тисью, по данным агентства RISI, Польша занимает такую же долю, как и Россия. При этом население Польши в 3 раза меньше населения России. Это означает, что в стране удельное потребление санитарно-гигиенических изделий на душу населения гораздо выше, чем в России. Так, по данным Центрального статистического бюро Польши по состоянию на 2009 г. среднедушевое потребление тисью превысило 10 кг/чел. При этом еще в 2000 г. население Польши потребляло санитарно-гигиенических изделий немногим больше чем население России – 3,4 кг в год. Но уже к 2005 г. Польша сделала рывок, увеличив среднедушевое потребление тисью до 8 кг. Таким образом, в период с 2000 г. по 2009 г. среднегодовой темп роста потребления СГИ на душу населения в стране составил 13%, что даже опережает динамику доходов населения, которые за этот же период росли среднегодовыми темпами в 5%.

Кроме того, за этот период изменилась и структура потребления тисью. В 2000 г. порядка 90% потребления в Польше приходилось на туалетную бумагу и только 10% – на бумажные полотенца и салфетки. За 9 лет структура серьезно изменилась, и на туалетную бумагу приходится уже 65% потребления тисью.

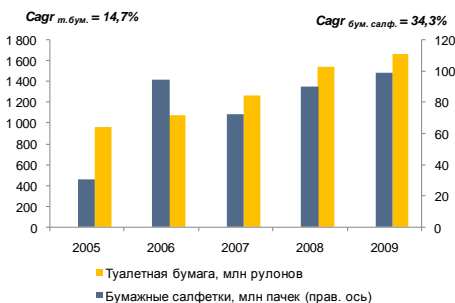
Основываясь на приведенных данных, можно ожидать, что близкие по менталитету другие славянские государства Восточной Европы, отстающие от Польши по потреблению санитарно-гигиенической продукции, будут развиваться по ее примеру, демонстрируя в перспективе 5-7 лет опережающую рынок динамику. Среди них можно назвать Россию, Украину, Белоруссию, Молдову, Сербию и другие страны.

Потребление тисью в РФ, 2003-2008 гг., млн долл.



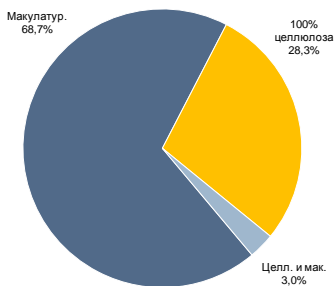
Источник: Euromonitor, RISI

Объем производства СГИ в РФ



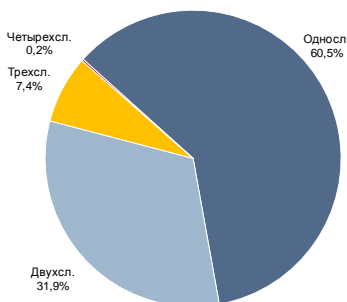
Источник: Росстат

Структура потребления туалетной бумаги по типу бумаги-основы в 2009 г.



Источник: ФТС РФ, данные производителей

Структура потребления туалетной бумаги по кол-ву слоев в 2009 г.



Источник: ФТС РФ, данные производителей

Российский рынок тисью

Российский рынок санитарно-гигиенических изделий демонстрирует долгосрочный растущий тренд. По данным Euromonitor среднегодовые темпы роста рынка в 2003-2008 гг. превышали 9% в денежном выражении. В 2008 г. объем рынка составлял более 480 млн долл. По данным агентства RISI рынок тисью в России в натуральном выражении в 2008 г. составил 305 тыс. т., в 2009 г. – 350 тыс. т (+14%).

Структура потребления тисью в России такова, что более 80% рынка санитарно-гигиенических изделий приходится на туалетную бумагу. Поставки туалетной бумаги на сегодняшний день являются наиболее востребованными в структуре поставок потребительского рынка.

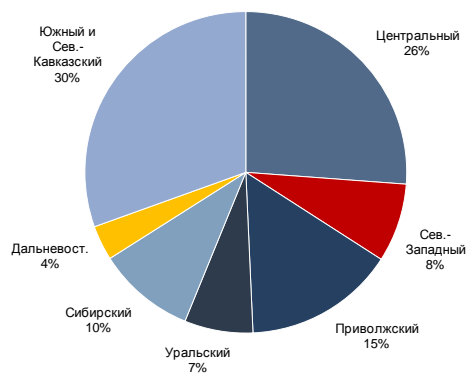
По данным Росстата в 2009 г. в России было произведено более 1,658 млрд рулончиков туалетной бумаги против 1,533 млрд рулончиков в 2008 г. Среднегодовой темп роста производства туалетной бумаги в 2005-2009 гг. составил 14,7%. За счет молодости рынка салфеток и бумажных полотенец за этот же период рост их производства составил более 34%. В 2009 г. было произведено порядка 100 млн пачек салфеток.

Отметим, что в кризисный 2009 г. рынок туалетной бумаги в нашей стране не пострадал, снизились лишь темпы его роста – 8% в натуральном выражении против 22% в 2008 г. Однако, несмотря на снижение, темпы роста потребления туалетной бумаги оставались выше среднемировых значений.

Для производства туалетной бумаги используется 3 вида сырья: макулатура, 100%-ая целлюлоза и смешанное (целлюлоза и макулатура). Наиболее распространенным типом туалетной бумаги на протяжении многих лет остается бумага из переработанной макулатуры. На нее приходится около 70% рынка.

При этом наибольшим спросом в России пользуется однослойная туалетная бумага – более 60% рынка в 2009 г. Однако постепенно набирает обороты потребление двухслойной бумаги – 32% рынка в 2009 г. Меньшим, однако также растущим, спросом пользуется трехслойная бумага – 7,4% в 2009 г.

Региональная стр-ра рынка СГИ в нат. выражении



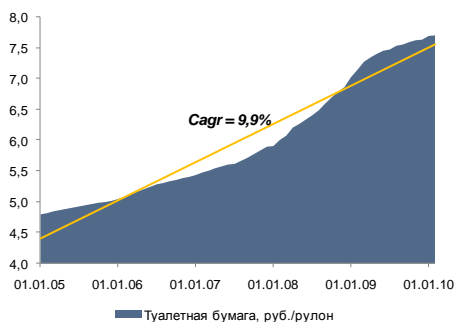
Источник: Росстат, данные производителей

Основные каналы продаж туалетной бумаги

Канал продаж	2006		2009		Изменение	
	Объем продаж, тыс. руб.	Доля, %	Объем продаж, тыс. руб.	Доля, %	объема продаж, %	доли, п.п.
Торговые сети	192 016	14%	389 570	19%	103%	5
Оптовые компании	342 886	25%	471 584	23%	38%	-2
HoReCa	96 008	7%	307 555	15%	220%	8
Мелкая розница	740 634	54%	881 658	43%	19%	-11

Источник: данные производителей

Ценовая конъюнктура российского рынка туалетной бумаги



Источник: Росстат

Отметим, что в региональном разрезе наиболее крупным потребителем санитарно-гигиенических изделий является Центральный федеральный округ, на который приходится около 26% рынка тисью в натуральном выражении и 24% рынка в денежном выражении. Также значительную долю в потреблении СГИ занимают Южный и Северо-Кавказский федеральные округа, совокупная доля которых составляет 30%. Кроме того, значимо емкими являются рынки Приволжского, Сибирского и Северо-Западного федеральных округов, на которые приходится 15%, 10% и 8% рынка СГИ соответственно.

Сбыт туалетной бумаги в нашей стране происходит по четырем ключевым каналам. Это:

- розничная торговля (небольшие магазины, рынки, не входящие в централизованные торговые сети);
- сетевые магазины (федеральные и региональные торговые сети);
- оптовые компании;
- HoReCa (гостиницы, рестораны и др.)

В период с 2006 г. по 2009 г. произошла переориентация продаж туалетной бумаги с мелкой розницы в сегмент цивилизованной торговли. Так, реализация торговыми сетями выросла в 2 раза, в то время как продажи посредством мелкой розницы выросли всего на 19%. Доля реализации через торговые сети увеличилась на 5 п.п. до 19%.

Еще более активно (+220%) выросла реализация туалетной бумаги сегменту HoReCa (так называемые коммерческие СГИ). Доля этой сферы в общих каналах сбыта туалетной бумаги составила 15% против 7% в 2006 г.

Обозначенную тенденцию не смог преломить кризис. Таким образом, мы полагаем, что вектор развития в будущем будет идти именно в направлении активного роста сегмента коммерческих СГИ, а также реализации через торговые сети.

Ценовую конъюнктуру рынка туалетной бумаги можно охарактеризовать как благоприятную. На протяжении последних лет стоимость рулончика бумаги растет в среднем на 10% в год. На начало 2010 г. средняя стоимость рулончика составляла немногим выше 7,5 руб.

Несмотря на высокие темпы роста отечественного рынка тисью, он отличается крайне низкой насыщенностью. Среднедушевое потребление СГИ в нашей стране серьезно отстает от среднемировых показателей (3,4 кг в 2009 г.) и, тем более, от уровня потребления в развитых странах и составляет 2,3 кг в год. По сравнению с развитыми рынками Европы и США российский рынок отстает в 5-10 раз.

Таким образом, российский рынок тисью обладает огромным потенциалом роста, реализация которого будет аналогично развитию польского рынка. По некоторым оценкам темп роста потребления тисью в перспективе 5-7 лет будет составлять более 8% в год. При этом ожидается, что за счет роста доходов населения будет происходить рост потребления высокомаржинальных продуктов, таких как бумажные полотенца и салфетки, аналогично тому, как это произошло в Польше, где потребление салфеток в 2000-2009 гг. выросло более чем в 10 раз.

Основные производители туалетной бум., в 2009 г.

Производитель	Доля на рынке, %	Торговые марки
SCA	22%	Zewa
Набережночелнинский КБК	14%	Туалетная бумага из Набережных Челнов
СТГ	7%	Veiro, 56 метров
Сясьский ЦБК	6%	Мягкий знак
Кондровская бумажная компания	4%	Сирень
Адицевская бумажная фабрика	4%	Островская стандарт 54, Ажур, Новинка, Мягкий элемент, Чао
Киевский КБК	4%	Обухов 65, Диво
Kimberly-Clark	2%	Kleenex
Прочие	36%	
ИТОГО	100,0%	

Конкурентное окружение

Производством бумаги-основы в России, которая может изготавливаться из целлюлозы, макулатуры либо смеси целлюлозы и макулатуры, занимаются порядка 30 компаний.

Порядка 80% рынка туалетной бумаги приходится на 18 производителей, из которых только 3 – зарубежные. В целом российский рынок тисью, в том числе и рынок туалетной бумаги, характеризуется концентрацией именно локальных, а не мировых производителей. Тем не менее, на долю шведской компании SCA приходится 22% рынка туалетной бумаги по итогам 2009 г. При этом, три российских крупнейших компании занимают почти 28% рынка тисью. Среди них СТГ с долей рынка в 7% в 2009 г.

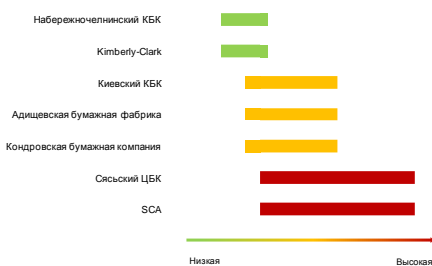
Основные производители салфеток в 2009 г.

Производитель	Доля на рынке, %	Торговые марки
Georgia-Pacific	20%	Lotus
Сясьский ЦБК	8%	Мягкий знак
Лилия	7%	Лилия
Санси	6%	Папирус
Русская бумага Алл Продукция	6%	Bouquet
Кондровская бумажная компания	4%	Сирень
СТГ	2%	Veiro
Прочие	46%	
ИТОГО	100,0%	

Наиболее серьезными конкурентами СТГ являются Сясьский ЦБК и SCA. SCA представляется сильным конкурентом, однако политика СТГ в отношении шведского производителя заключается в том, чтобы не пересекаться с ним по ассортименту. Так, основной продукцией SCA является макулатурная двухслойная туалетная бумага, выпускаемая под маркой Zewa. СТГ, в свою очередь, в сегменте макулатурной бумаги представлен более дешевым продуктом «Сыктывкарская 56», рассчитанным на другую целевую аудиторию. В сегменте двухслойной целлюлозной туалетной бумаги продукция SCA в РФ не представлена.

Сясьский ЦБК занимает практически одинаковую с СТГ долю – 6,4% и выпускает продукцию под маркой «Мягкий знак», находящуюся в том же ценовом сегменте, что и бренд Veiro. Здесь представлен схожий с СТГ ассортимент товаров: одно-, двух- и трехслойная целлюлозная туалетная бумага и салфетки с различными вариантами ароматизации, окраски и упаковки. Политика СТГ в отношении данного конкурента заключается в максимально возможном региональном разделении. Кроме того, ожидаемые темпы роста рынка тисью в России серьезно опережают темпы роста ввода новых мощностей российскими целлюлозно-бумажными комбинатами. Поэтому ожидать полного насыщения рынка и серьезного обострения конкуренции в перспективе 5-10 лет не приходится.

Степень конкуренции с СТГ



Также среди российских производителей большую долю рынка занимает Набережночелнинский картонно-бумажный комбинат – производит картон и санитарно-гигиенические изделия. В 2009 г. на него пришлось 14,5% рынка тисью. Однако география продаж и огромная емкость российского рынка позволяет не конкурировать друг с другом. К тому же продукция СТГ отличается в сторону более высокого качества (осветленная макулатура), что позволит в какой-то мере дифференцировать потребительские сегменты комбинатов.

Среди зарубежных производителей выделим Kimberly-Clark с долей рынка 2,2% и продукцией под брендом Kleenex. Однако продукция Kimberly-Clark, находящаяся в одном качественном сегменте с СТГ, является более дорогостоящей. Кроме того, компания не имеет собственных производственных мощностей и не производит бумагу-основу, что делает ее менее гибкой в ценообразовании на продукцию.

В производстве салфеток СТГ занят не так давно – с 2008 г., когда на предприятии монтировали БДМ-2. При этом уже в 2009 г. на долю СТГ пришлось уже 2% рынка салфеток. Данный сегмент тисью в России также отличается высокой степенью конкуренции, здесь представлено много локальных производителей. Однако более 35% приходится на три компании, среди которых почти 20% – Georgia-Pacific.

SWOT-анализ

Компания обладает достаточно сильной SWOT-матрицей, отражающей сильную позицию СТГ на рынке санитарно-гигиенических изделий и большие возможности Компании при слабой насыщенности российского рынка тисью.

	Силы	Слабости
	<ul style="list-style-type: none"> • Прозрачная структура организации, сильный менеджмент • Финансовые показатели стабильны и практически не зависят от макроэкономических факторов • Сильный бренд. Товарная линейка сбалансирована с точки зрения маржинальности • Выстроенная система дистрибуции готовой продукции • На предприятии внедрена международная система менеджмента качества ISO 9001:2008 • На предприятии внедрены современные системы управленческого учета • Современное высококачественное оборудование, прошедшее комплексную модернизацию и позволившее увеличить объем выпуска продукции более чем в 2 раза • Дальнейшая модернизация оборудования и ввод новых мощностей, в том числе в Центральном регионе, позволит Компании увеличить выпуск продукции и снизить затраты на логистику • Долгосрочные контракты на поставку сырья с Монди Бизнес Пейпа, снижающие риски изменения цены 	<ul style="list-style-type: none"> • Ограниченные, на текущий момент, производственные мощности не дают возможности в полной мере удовлетворять высоко растущий спрос на санитарно-гигиеническую продукцию. Компания вынуждена отказываться от ряда заказов • Высокая долговая нагрузка Компании делает ее менее финансово устойчивой • Ограниченные финансовые ресурсы не дают возможности агрессивно расширять мощности и, соответственно, выпуск продукции • Частичный дефицит квалифицированных кадров в производстве
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Высокая потенциальная емкость рынка в связи с низким удельным потреблением санитарно-гигиенической продукции на душу населения. Высокий потенциал сегмента коммерческого тисью • Технологические риски отрасли - относительно простая технология производства санитарно-гигиенической продукции минимизирует риски технологического отставания Компании • Ресурсная база - наличие огромных лесных массивов в республике Коми минимизирует сырьевые риски для Компании 	<p>Стратегия развития СТГ базируется на укреплении позиций на текущих рынках с выходом на новые перспективные направления (коммерческие санитарно-гигиенические изделия, экспансия за рубеж). Строительство площадки в Центре является одним из этапов реализации данной стратегии.</p> <p>Стратегия развития СТГ предполагает, что темпы роста рынка санитарно-гигиенических изделий позволят Компании нарастить финансовые потоки. Это, в свою очередь, позволит снизить финансовую зависимость, повысить квалификацию существующего персонала.</p>
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Возможно усиление конкуренции со стороны зарубежных игроков • Изменения в кредитно-денежной политике страны могут негативно отразиться на деятельности Компании в виду ее высокой зависимости от кредитных ресурсов • Незрелость Компании в сегменте коммерческих санитарно-гигиенических изделий может привести к упущенным выгодам в силу огромного потенциала роста данного сегмента 	<p>Стратегия развития СТГ учитывает, что существующие конкурентные преимущества и рост рынка (продаж) позволят Компании снизить финансовую зависимость и, как минимум, сохранить свои позиции на текущих рынках.</p> <p>В случае негативной конъюнктуры, СТГ может поддерживать загрузку мощностей и защищаться от зарубежной конкуренции за счет увеличения продаж бумаги-основы.</p> <p>Как крайний случай, активы СТГ могут быть с успехом проданы западным игрокам в силу ряда факторов, таких как вертикальная интеграция производства, высококачественное оборудование, выстроенная дистрибуция.</p>

Оценка предприятия

Оценка бизнеса Компании проводилась в рамках двух подходов – доходного и сравнительного. Доходный подход базировался на детальном моделировании производственного процесса и финансовых показателей с учетом планируемых капитальных затрат и расширения производства. В рамках доходного подхода использовались две методики DCF и также методики EVA и EBO.

Прогноз развития операционной, инвестиционной и финансовой деятельности строился на месячном моделировании. Прогноз финансовых показателей строился на основании ежеквартального базиса.

В качестве горизонта прогнозирования выбран 2020 г., при наступлении которого, программа развития будет реализована и предприятие выйдет в фазу стабильного роста.

Финансовые показатели

Агрегированный баланс, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Оборотные активы	514	309	339	594	1 085	621	653	943	1 089	1 762	2 511	3 131	3 755	4 388
Ден. средства, фин. вложения и эквивал.	401	18	39	189	666	95	120	155	229	828	1 542	2 137	2 744	3 365
Дебиторская задолженность	43	107	113	185	176	207	228	334	368	399	415	425	432	438
Запасы	69	181	186	216	235	277	305	446	492	534	554	569	578	586
НДС по приобретенным ценностям	1	3	1	4	7	42	-	8	-	-	-	-	-	-
Прочие оборотные активы	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Внеоборотные активы	1 610	1 827	1 830	2 043	2 233	3 219	3 786	3 691	3 565	3 403	3 246	3 330	3 385	3 428
ОС и НА (искл. дел. репутацию)	1 589	1 789	1 787	2 029	2 219	3 202	3 767	3 663	3 534	3 369	3 212	3 294	3 348	3 391
Гудвилл (дел. репутация)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие активы	21	38	43	14	15	17	19	28	31	34	35	36	36	37
Итого активы	2 125	2 136	2 168	2 637	3 318	3 840	4 439	4 634	4 654	5 164	5 757	6 461	7 139	7 816
Краткосрочные обязательства	568	431	448	308	248	601	1 151	991	597	656	642	669	688	708
Краткосрочные займы и кредиты	131	255	198	54	-	302	817	494	44	44	-	-	-	-
Краткосрочные обязательства по лизингу	1	9	27	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Беспроцентные обязательства	435	168	223	223	248	299	334	498	553	612	642	669	688	708
Долгосрочные обязательства	958	1 039	1 044	1 242	1 258	1 241	1 020	899	737	595	560	572	579	586
Долгосрочные займы и кредиты	759	848	830	1 050	1 050	999	765	526	325	148	95	95	95	95
Долгосрочный лизинг	4	18	32	11	11	11	-	-	-	-	-	-	-	-
Беспроцентные обязательства	195	173	182	181	197	232	256	374	412	447	464	476	484	490
Миноритарная доля	-	7	7	(1)	4	10	19	35	54	76	101	126	152	177
Акционерный капитал и резервы	599	666	677	1 087	1 808	1 988	2 248	2 709	3 266	3 837	4 455	5 094	5 720	6 346
Уставный капитал	45	113	113	113	161	161	161	161	161	161	161	161	161	161
Казначейские акции	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Добавочный капитал	-	-	-	-	552	552	552	552	552	552	552	552	552	552
Нераспределенная прибыль и резервы	554	554	564	975	1 096	1 275	1 536	1 996	2 553	3 124	3 743	4 381	5 008	5 633
Итого пассивы	2 125	2 143	2 175	2 637	3 318	3 840	4 439	4 634	4 654	5 164	5 757	6 461	7 139	7 816

Агрегированный отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Выручка	625	1 235	1 743	2 023	2 386	2 645	3 866	4 259	4 625	4 802	4 926	5 007	5 072
Себестоимость	(541)	(899)	(1 269)	(1 484)	(1 742)	(1 879)	(2 744)	(2 991)	(3 200)	(3 293)	(3 367)	(3 451)	(3 504)
Валовая прибыль	84	336	474	539	644	766	1 122	1 269	1 425	1 509	1 559	1 557	1 567
Коммерч. и админ. расходы	(101)	(155)	(172)	(199)	(235)	(261)	(381)	(420)	(456)	(473)	(485)	(493)	(500)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	(6)	179	301	340	409	506	742	850	970	1 036	1 074	1 064	1 068
ЕБИТДА (ОИБДА)	47	234	405	438	532	634	917	1 019	1 135	1 194	1 232	1 224	1 231
Финансовые доходы (расходы)	(33)	(164)	(169)	(181)	(175)	(152)	(143)	(125)	(111)	(98)	(98)	(100)	(101)
Внеоперационные доходы (расходы)	(6)	1	0	(2)	(2)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)
Прибыль до налогообложения (ЕБТ)	(45)	16	132	157	232	351	595	720	855	934	971	960	963
Обязательства по налогу на прибыль	37	(5)	(29)	(32)	(47)	(70)	(119)	(144)	(171)	(187)	(194)	(192)	(193)
Доля меньшинства	0	(3)	(4)	(6)	(9)	(16)	(19)	(23)	(25)	(26)	(25)	(25)	(25)
Чистая прибыль акционеров (ЕАТ)	(8)	11	100	121	179	272	460	557	661	723	752	742	745
Прибыль на акцию (EPS), руб.	(0,07)	0,10	0,88	0,75	1,12	1,69	2,86	3,47	4,12	4,50	4,68	4,62	4,64

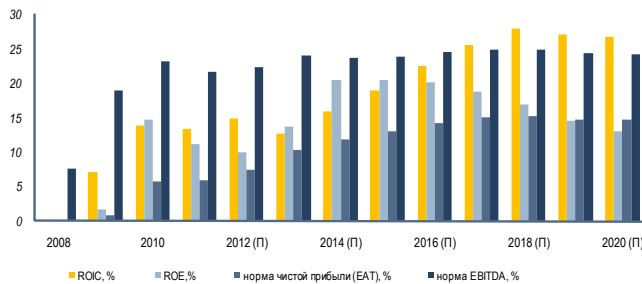
Источник: данные компании, Оценка: АЛОР Инвест

Анализ финансового состояния и эффективности бизнеса Компании

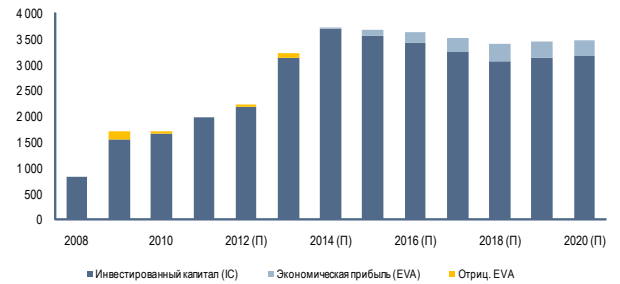
Анализ экономической эффективности бизнеса

	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Факторный анализ ROIC:													
норма EBITDA, %	7,6	19,0	23,2	21,7	22,3	24,0	23,7	23,9	24,5	24,9	25,0	24,4	24,3
амортизационная нагрузка	(0,14)	0,77	0,74	0,78	0,77	0,80	0,81	0,83	0,85	0,87	0,87	0,87	0,87
эфф. налоговая ставка, %	-	31,2	21,9	20,4	20,1	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
оборачиваемость активов	0,29	0,58	0,80	0,77	0,72	0,69	0,87	0,92	0,99	0,93	0,86	0,77	0,71
мультипликатор инвестированного капитала	1,99	1,23	1,29	1,30	1,51	1,20	1,20	1,29	1,36	1,59	1,87	2,06	2,24
ROIC, %	-	7,1	13,9	13,3	14,9	12,7	16,0	19,0	22,6	25,6	28,0	27,1	26,8
Анализ ROE по методике Du Pont													
норма чистой прибыли (EAT), %	-	0,9	5,7	6,0	7,5	10,3	11,9	13,1	14,3	15,1	15,3	14,8	14,7
норма EBIT, %	-	14,5	17,3	16,8	17,1	19,1	19,2	19,9	21,0	21,6	21,8	21,2	21,1
влияние внеопер. статей	1,93	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
финансовая (процентная) нагрузка	3,62	0,09	0,44	0,46	0,57	0,70	0,81	0,85	0,89	0,91	0,91	0,91	0,91
миноритарная нагрузка	1,00	1,04	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
налоговая нагрузка	0,17	0,71	0,75	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
оборачиваемость активов	0,29	0,58	0,80	0,77	0,72	0,69	0,87	0,92	0,99	0,93	0,86	0,77	0,71
мультипликатор собственного капитала	3,55	3,22	3,21	2,43	1,83	1,93	1,97	1,71	1,43	1,35	1,29	1,27	1,25
ROE, %	-	1,7	14,7	11,1	9,9	13,7	20,5	20,6	20,3	18,8	16,9	14,6	13,0
ROA, %	-	0,5	4,6	4,6	5,4	7,1	10,4	12,0	14,2	14,0	13,1	11,5	10,4

Динамика показателей рентабельности, %



Динамика стоимости, млн долл.



Анализ финансового состояния

	2007	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Показатели долговой нагрузки:														
Финансовый рычаг	1,49	1,65	1,52	1,02	0,58	0,65	0,70	0,38	0,11	0,05	0,02	0,02	0,02	0,02
Чистый долг / EBITDA	-	-	4,22	2,26	0,88	2,27	2,31	0,94	0,14	-	-	-	-	-
Чистый долг / выручка	-	-	0,80	0,53	0,19	0,51	0,55	0,22	0,03	-	-	-	-	-
Чистый долг / активы	0,23	0,51	0,45	0,35	0,12	0,31	0,33	0,19	0,03	-	-	-	-	-
Краткоср. чистый долг / чистая прибыль	-	-	14,06	-	-	1,15	2,57	0,74	-	-	-	-	-	-
Краткоср. чистый долг / активы	-	0,11	0,07	-	-	0,05	0,16	0,07	-	-	-	-	-	-
Проценты к уплате / EBITDA	-	0,39	0,58	0,31	0,28	0,23	0,17	0,09	0,06	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Показатели ликвидности:														
коэф. покрытия (>2)	0,91	0,72	0,76	1,93	4,38	1,03	0,57	0,95	1,82	2,69	3,91	4,68	5,46	6,20
коэф. быстрой ликвидности (>1)	0,78	0,29	0,34	1,21	3,40	0,50	0,30	0,49	1,00	1,87	3,05	3,83	4,62	5,37
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,71	0,04	0,09	0,61	2,69	0,16	0,10	0,16	0,38	1,26	2,40	3,19	3,99	4,75
Показатели оборачиваемости (дней):														
дебиторской задолженности	-	63	33	39	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
беспроцентных обязательств	-	199	120	85	80	81	81	82	83	84	84	85	85	86
запасов	-	106	55	45	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
внеоборотных активов	-	1 067	541	428	403	493	522	348	306	269	247	247	247	247
чистого оборотного капитала	-	83	34	78	151	49	44	42	46	91	142	182	224	265

Анализ структуры баланса, %

	2007	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Оборотные активы														
Ден. средства, фин. вложения и эквивал.	18,9	0,8	1,8	7,2	20,1	2,5	2,7	3,3	4,9	16,0	26,8	33,1	38,4	43,0
Дебиторская задолженность	2,0	5,0	5,2	7,0	5,3	5,4	5,1	7,2	7,9	7,7	7,2	6,6	6,1	5,6
Запасы	3,3	8,5	8,6	8,2	7,1	7,2	6,9	9,6	10,6	10,3	9,6	8,8	8,1	7,5
Прочие оборотные активы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Внеоборотные активы														
ОС и НА (искл. деп. репутацию)	75,8	85,5	84,4	77,5	67,3	83,8	85,3	79,6	76,6	65,9	56,4	51,5	47,4	43,9
Прочие активы	74,8	83,8	82,4	76,9	66,9	83,4	84,9	79,0	75,9	65,2	55,8	51,0	46,9	43,4
Итого активы	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Итого пассивы														
Краткосрочные займы и кредиты	6,2	11,9	9,1	2,1	0,0	7,9	18,4	10,7	1,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочные займы и кредиты	35,7	39,5	38,1	39,8	31,6	26,0	17,2	11,3	7,0	2,9	1,7	1,5	1,3	1,2
Беспроцентные обязательства	29,6	15,9	18,6	15,3	13,4	13,8	13,3	18,8	20,7	20,5	19,2	17,7	16,4	15,3
Миноритарная доля	0,0	0,3	0,3	(0,0)	0,1	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	1,7	2,0	2,1	2,3
Акционерный капитал и резервы	28,2	31,1	31,1	41,2	54,5	51,8	50,6	58,5	70,2	74,3	77,4	78,8	80,1	81,2
Итого пассивы	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: данные компании, Оценка: АЛОР Инвест

Расчет справедливой стоимости акционерного капитала, млн руб.

	EV '11	TV	Cagr, %	Чистый долг '11	SV '11	Справедл. цена обывк. прив.	Вес
Доходный подход							
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)							
Классический метод DCF (FCFF)	3 194	1 303	3,0	395	2 799	17,42	0,20
Метод EVA	3 194	480	3,0	395	2 799	17,42	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)							
Метод DCF (FCFE)	-	1 022	3,0	-	2 495	15,53	0,20
Метод EBO	-	324	3,0	-	2 495	15,53	0,20
Сравнительный подход							
Мультипликативный анализ	-	-	-	-	2 789	17,35	0,20
Средневзвешенная оценка					2 675	16,65	1,00

Расчет свободных денежных потоков, млн руб.

	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)													
NOPAT	(6)	123	235	271	327	405	593	680	776	829	860	851	855
Валовый операционный ден. поток	47	178	339	369	450	533	769	849	941	986	1 017	1 011	1 017
Валовые инвестиционные потребности:	(721)	3	(453)	(258)	(1 128)	(642)	(45)	(19)	20	11	(225)	(204)	(192)
в т.ч. в основные средства	(254)	(53)	(346)	(287)	(1 107)	(693)	(71)	(41)	0	0	(240)	(214)	(205)
в чистые оборотные активы	(467)	56	(108)	28	(21)	51	27	22	20	11	15	10	13
Чистые активы	(50)	(106)	2	(27)	(5)	(56)	(83)	(105)	(126)	(137)	(152)	(162)	(175)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	(673)	181	(115)	110	(678)	(109)	724	831	961	998	792	807	825
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)													
Операционная чистая прибыль (OEAT)	(7)	10	103	127	187	283	479	579	687	751	781	771	774
Финансовый поток	306	(43)	61	514	251	270	(563)	(649)	(177)	(97)	0	0	0
Валовый акционерный ден. поток	353	22	267	739	561	681	91	99	675	811	938	932	937
Валовые инвестиционные потребности:	(721)	3	(453)	(258)	(1 128)	(642)	(45)	(19)	20	11	(225)	(204)	(192)
в т.ч. в основные средства	(254)	(53)	(346)	(287)	(1 107)	(693)	(71)	(41)	0	0	(240)	(214)	(205)
в чистые оборотные активы	(467)	56	(108)	28	(21)	51	27	22	20	11	15	10	13
Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)	(367)	25	(187)	480	(567)	39	47	81	695	822	713	728	744

Расчет потока экономической прибыли, млн руб.

	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA													
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	(21,7)	(10,6)	(0,4)	(2,2)	(0,4)	(2,0)	0,6	2,7	5,9	8,5	10,7	9,8	9,5
Инвестированный капитал (IC)	1 746	1 688	2 031	2 192	3 196	3 710	3 580	3 429	3 243	3 075	3 143	3 186	3 216
Экономическая прибыль (EVA)	(231)	(185)	(7)	(44)	(9)	(65)	24	97	201	277	329	308	304
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO													
Спрэд SVA (ROE-ks), %	12,1	(25,6)	(4,4)	61,5	(4,1)	(4,7)	4,0	5,3	5,2	7,4	8,8	7,9	7,6
Акционерный инвестир. капитал (E)	617	602	885	1 131	1 885	2 129	2 561	3 059	3 051	2 979	3 047	3 091	3 121
Акционерная эк. прибыль (SVA)	21	(158)	(26)	544	(47)	(89)	85	136	160	225	261	240	235

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

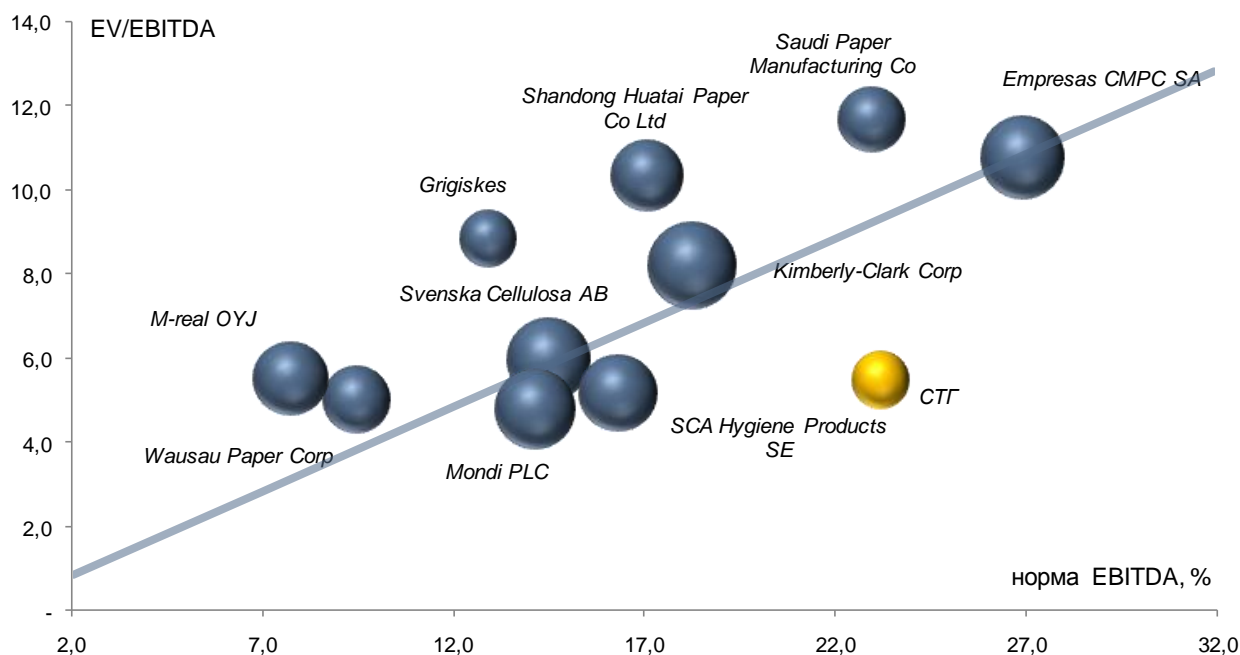
	2007	2008	2009	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)	2017 (П)	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Ном. безрисков. доходность РФ														
k_{rf} , %	5,54	7,41	8,26	5,60	5,09	5,06	5,09	5,13	5,20	5,20	5,21	5,42	5,42	5,42
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	4,39	4,32	4,12	3,90	3,86	3,96	4,09	4,13	4,20	4,20	4,21	4,42	4,42	4,42
Текущий спрэд дефолта РФ, %	1,15	3,08	4,14	1,69	1,23	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Треб. доходность акционеров														
k_{s1} , %	21,49	23,36	27,21	21,52	20,64	20,67	19,74	18,49	17,31	17,25	17,24	17,44	17,44	17,44
Акционерная премия, %	5,00	5,00	7,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β-коэфф. (с учетом финансового левериджа)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,42	1,43	1,44	1,38	1,33	1,32	1,32	1,31	1,31	1,31
Премия за качество корпоративного управления, %	8,45	8,45	8,45	8,45	8,45	8,45	7,45	6,45	5,45	5,45	5,45	5,45	5,45	5,45
Треб. доходность кредиторов														
k_{d1} , %	8,99	19,71	16,88	9,68	8,43	8,95	9,33	8,64	8,52	8,44	8,41	8,60	8,58	8,57
Премия за кредитный риск, %	3,45	12,30	8,62	4,08	3,33	3,89	4,24	3,51	3,32	3,24	3,19	3,17	3,16	3,15
Структура капитала:														
Доля источника «собственный капитал»	w_{s1} , %	40,1	37,4	38,6	48,7	63,1	60,4	58,9	72,9	90,0	95,3	98,0	98,2	98,4
Доля источника «заемный капитал»	w_{d1} , %	59,9	62,6	61,4	51,3	36,9	39,6	41,1	27,1	10,0	4,7	2,0	1,8	1,4
WACC, %	14,00	21,07	17,64	14,36	15,50	15,31	14,70	15,36	16,26	16,76	17,02	17,26	17,27	17,29

Источник: данные компании, Оценка: АЛОР Инвест

Мультипликаторы компаний сектора

	Страна (регистрации)	Текущая капитализация (P), млн долл.	Рыночная стоимость бизнеса (EV), млн долл.	Рыночные мультипликаторы										Финансовые коэффициенты					
				EV/S		EV/EBITDA		P/E		P/BV		EV/IC		ROE, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %	Фин. леверидж (D/S)	Чистый долг / EBITDA	Чистый долг / Выручка
				2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011						
Развитые рынки																			
Mercer International Inc	CANADA	645	1 627	1,36	1,58	5,48	5,53	5,63	10,41	2,26	-	1,28	-	48,03	17,04	24,87	3,44	3,31	0,82
M-real OYJ	FINLAND	1 452	2 711	0,8	0,7	10,1	5,5	39,1	9,0	1,1	0,9	1,0	1,0	2,9	1,1	7,8	0,9	4,7	0,4
SCA Hygiene Products SE	GERMANY	3 548	4 278	0,8	-	5,2	-	14,6	-	1,6	-	1,5	-	13,3	8,1	16,3	0,3	0,9	0,1
Svenska Cellulosa AB	SWEDEN	11 578	16 729	1,1	0,9	7,6	6,0	15,0	10,0	1,1	1,0	1,1	1,0	8,3	6,4	14,5	0,5	2,3	0,3
Mondi PLC	BRITAIN	5 000	6 823	0,8	0,7	5,8	4,8	16,8	11,2	1,2	1,1	1,1	1,1	8,7	6,6	14,2	0,4	1,6	0,2
Kimberly-Clark Corp	UNITED STATES	26 632	31 726	1,6	1,5	8,8	8,2	14,5	13,4	3,9	5,5	2,7	2,9	32,6	15,9	18,3	0,8	1,4	0,3
Orchids Paper Products Co	UNITED STATES	90	108	1,2	1,1	7,2	6,3	15,2	14,8	1,3	-	1,2	-	8,9	7,5	16,1	0,3	1,2	0,2
Wausau Paper Corp	UNITED STATES	389	514	0,5	0,5	5,1	5,0	10,5	15,0	1,5	1,3	1,3	1,5	15,2	11,2	9,5	0,5	1,2	0,1
Средневз. по развитым рынкам				1,2	1,1	7,6	6,7	14,8	12,1	1,7	2,0	1,5	1,6	12,2	7,7	15,6	0,6	1,7	0,3
Медиана по развитым рынкам				1,1	0,9	7,2	5,5	15,0	12,3	1,3	1,1	1,2	1,1	8,9	7,5	14,5	0,5	1,6	0,3
Развивающиеся рынки																			
Empresas CMPC SA	CHILE	11 181	13 434	3,2	2,8	11,8	10,8	17,5	17,3	1,4	1,4	1,3	1,3	8,6	7,2	26,9	0,3	2,0	0,5
China Paper Holdings Ltd	CHINA	89	29	0,2	-	0,8	-	4,6	-	0,4	-	0,2	-	11,1	12,7	22,3	-	-	-
Shandong Huatai Paper Co Ltd	CHINA	973	1 499	1,8	-	10,3	-	6,1	-	1,0	-	1,0	-	22,4	3,8	17,1	0,6	3,6	0,6
African Champion Industries Ltd	GHANA	2	2	0,7	-	-	-	-	-	0,4	-	0,5	-	-	-	-	0,1	-	0,1
Grigiskes	LITHUANIA	72	109	1,1	-	8,8	-	24,3	-	2,3	-	1,6	-	10,4	5,3	12,9	1,2	3,0	0,4
Saudi Paper Manufacturing Co	SAUDI ARABIA	365	574	2,7	-	11,7	-	11,2	-	2,3	-	1,6	-	22,2	-	23,0	1,3	4,3	1,0
Manufacturas de Papel CA	VENEZUELA	103	111	0,3	-	1,0	-	1,4	-	0,5	-	0,5	-	40,8	39,6	27,1	0,0	0,1	0,0
Vien Dong Investment Development Tradit	VIETNAM	11	32	0,68	-	-	-	13,88	-	0,71	-	0,88	-	5,14	8,29	-	1,45	-	0,45
Средневз. по развивающимся рынкам				2,6	2,8	10,6	10,8	13,7	17,1	1,4	1,4	1,3	1,3	9,4	6,8	25,5	0,3	1,7	0,4
Медиана по развивающимся рынкам				1,5	2,8	10,3	10,8	11,2	13,8	1,0	1,4	1,2	1,3	15,6	5,3	19,7	0,9	3,6	0,6
Россия																			
СТГ	РФ	2 000	2 395	1,4	1,2	5,9	5,5	20,1	16,5	1,8	1,1	1,6	1,1	-	15,34	23,20	0,36	-	-
Средневз. по РФ				1,4	1,2	5,9	5,5	20,1	16,5	1,8	1,1	1,6	1,1	-	15,3	23,2	0,4	-	-
Медиана по РФ				1,4	1,2	5,9	5,5	20,1	16,5	1,8	1,1	1,6	1,1	-	15,3	23,2	0,4	-	-

При сравнении с аналогами СТГ демонстрирует один из самых высоких уровней прибыльности (в частности по норме EBITDA). При этом мультипликаторы Компании, рассчитанные исходя из средней цены диапазона, – наоборот ниже. Это является прямым свидетельством того, что цена размещения оставляет инвесторам определенный потенциал роста стоимости акций СТГ до конца текущего года.



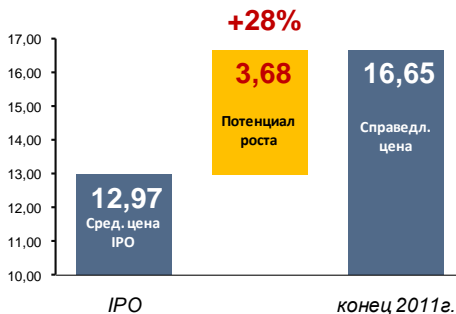
Расчет справедливой стоимости в рамках сравнительного подхода, млн руб.

	Капитализация, млн долл.			EV/S		EV/EBITDA		P/E		P/BV		EV/IC	
	Текущая	Справедливая (тек.)	Справедливая (прог.)	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
	Целевые мультипликаторы				1,8	1,8	8,8	8,3	14,4	14,1	1,6	1,8	1,4
Вес для оценки по текущим фин. показателям				20%		50%		30%		-		-	
Вес для оценки по ожидаемым фин. показателям					20%		50%		30%		-		-
СТГ	2 000	2549	2789	2675	3260	3170	3251	1431	1704	1721	3185	1662	2874

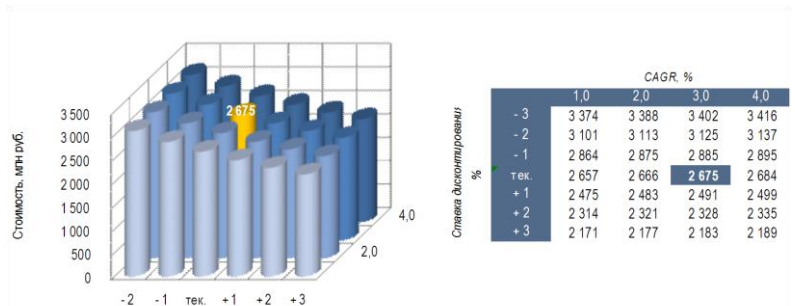
В рамках примененных методик оценки мы получили справедливую стоимость бизнеса СТГ на уровне 2,68 млрд. руб. или 16,65 руб. за акцию (89,18 млн долл. или 0,55 долл. за акцию) расчетами на конец 2011 г. на условиях post-money. Данная оценка является средневзвешенной. Влияние оценки, полученной в рамках доходного подхода, составляет 80%, оценки, полученной в рамках сравнительного – 20%.

Таким образом, участвуя в IPO СТГ при цене размещения в диапазоне 11,4-14,5 руб. за акцию, инвестор получает возможность приобрести акцию с потенциалом роста от 15% до 45% к концу 2011 г. (в зависимости от цены размещения).

Структура справедливой цены, руб.



Анализ чувствительности справедливой стоимости, млн руб.



Контактная информация

Адрес:

г. Москва ул. Шаболовка д.31б под. 1
(м. «Шаболовская»)

Телефоны и электронная почта:

Единый многоканальный телефон

+7 (495) 980 2498

+7 (800) 100 2332

Горячая линия клиента:

+7 (800) 100 4060

Трейдерский отдел:

+7 (495) 983 0089

Факс

+7 (495) 98-024-99

E-mail:

info@alor.ru

Сайт:

www.alor.ru

Адрес для корреспонденции:

115162, г.Москва ул.Шаболовка д.31б подъезд 3

Инвестиционно - банковский департамент

Максим Дремин	Зам. Генерального директора, руководитель департамента	MD@alor.ru
---------------	---	------------

Управление корпоративных финансов

Артем Орлов	Руководитель управления	Orlov@alor.ru
-------------	-------------------------	---------------

Аналитическое управление

Станислав Фоменко	Руководитель управления	Fomenko@alor.ru
-------------------	-------------------------	-----------------

Дмитрий Лютягин	Зам. руководителя управления	Lyutyagin@alor.ru
-----------------	------------------------------	-------------------

Марина Иркили	Зам. начальника отдела акций	Irkli@alor.ru
---------------	------------------------------	---------------

Олег Зотиков	Старший аналитик	Zotikov@alor.ru
--------------	------------------	-----------------

Вадим Петунин	Аналитик	Petunin@alor.ru
---------------	----------	-----------------

Раскрытие информации

Данный аналитический материал ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ». ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ЗАО «АЛОП ИНВЕСТ» не может осуществляться без письменного разрешения компании. © АЛОП 2010 г.