

ГРУППА ПЕНОПЛЭКС:

■ Рынок теплоизоляционных материалов является одним из наиболее динамично растущих сегментов строительной отрасли. К 2010 году ожидается удвоение объемов производства.

■ Экструзионный полистирол является современным теплоизоляционным материалом, превосходящим по физико-химическим характеристикам большинство аналогичных продуктов: пенопласт, минеральную вату, дерево, бетон и кирпич.

■ ПЕНОПЛЭКС стал первой российской компанией, наладившей выпуск экструзионного пенополистирола; доля рынка Группы оценивается в 60%.

■ Второй ключевой продукт компании — полистирол относится к наиболее динамично растущему сегменту рынка полимеров. ПЕНОПЛЭКС является вторым по размерам игроком на рынке полистирола; доля рынка Группы оценивается в 35%.

■ Компания демонстрирует стабильно высокий уровень рентабельности — 18% по EBITDA, 7% по чистой прибыли.

■ Ключевой статьей активов являются основные средства — 41%, пассивы в значительной степени формируются за счет собственных средств — 61%.

■ Компания имеет невысокий уровень долговой нагрузки: долг/EBITDA по итогам прошлого года 1,4х. С учетом предстоящего займа мы ожидаем роста показателя до 2,4х по итогам 2006 года и до 3,1х по итогам 2007 года.

На аукционе по размещению ставка первого купона была установлена в размере 11,25% годовых, что соответствовало эффективной доходности к 1,5 летней оферте на уровне 11,57% годовых. Указанная ставка включала в себя премию за дебютное первичное размещение и неизвестность эмитента.

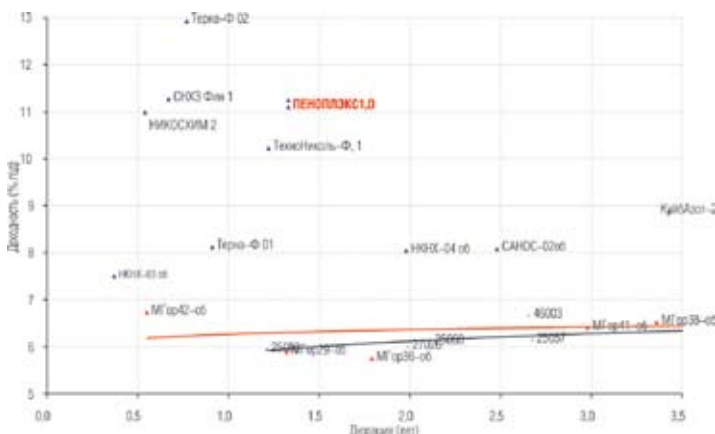
С учетом меньших масштабов бизнеса предприятия, высокой рентабельности производства и планируемым ростом долговой нагрузки, мы оцениваем доходность дебютного выпуска ПЕНОПЛЭКС Финанс на вторичном рынке в размере 11,10 – 11,25% годовых, что соответствует цене облигаций на уровне 100,35 – 100,55%. Данный уровень доходности предполагает премию к сопоставимым по дюрации бумагам компании ТехноНИКОЛЬ в размере 90 – 100 б.п.

Эмитент	ООО «ПЕНОПЛЭКС Финанс»
Поручитель	ООО «ПЕНОПЛЭКС-КИРИШИ», ООО «ПЕНОПЛЭКС СПб», ООО «СТАЙРОВИТ СПб»
Объем выпуска	1 500 млн. руб.
Номинал облигации	1 000 руб.
Срок обращения	3 года
Дата размещения	21 декабря 2006 г.
Ставка купонов	1-й купон — определен на аукционе в размере 11,250% годовых, 2-й и 3-й купоны равны 1-му купону, 3–6 купоны — определяет эмитент
Колич. купонных выплат	2 раза в год
Порядок досроч. выкупа	Через 1,5 года по номинальной стоимости
Организатор	БК «РЕГИОН», Со-организаторы — АКБ «Промсвязьбанк» (ЗАО), ЗАО «Анэкс-финанс»
Со-андеррайтеры	БАНК Россия, Альфа-Банк, Банк Санкт Петербург, Орггрэсбанк, Ханты-Мансийский банк, Связь-Банк, Банк СОЮЗ, Международный банк Санкт Петербурга
Торговая площадка	ФБ ММВБ

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГК ПЕНОПЛЭКС

млн. руб.	2005	2006	2007	2008	2009
Выручка	2 221	3 521	4 135	6 422	9 051
темп, %	19.2%	58.5%	17.4%	55.3%	40.9%
ЕБИТДА	394	623	715	1 116	1 598
маржа, %	17.7%	17.7%	17.3%	17.4%	17.7%
Чистая прибыль	158	268	232	430	697
маржа, %	7.1%	7.6%	5.6%	6.7%	7.7%
Долг	534	1 500	2 202	2 288	1 146
Долг / ЕБИТДА	1.4	2.4	3.1	2.1	0.7
ЕБИТДА / %	7.7	10.6	3.8	4.3	5.9
Текущая ликвидность	1.32	3.61	2.27	2.17	1.32

Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».



Поручители являются центрами прибыли и балансодержателями основных средств

Эмитентом выступает ООО «Управляющая компания «Пеноплэкс Холдинг». Поручителями по займу выступают ООО «Пеноплэкс СПб», ООО «Стайровит Санкт-Петербург» и ООО «Пеноплэкс Кириши». ООО «Управляющая компания «Пеноплэкс Холдинг» является управляющей компанией предприятий Группы; ООО «Пеноплэкс-Кириши» — выступает балансодержателем основных средств; ООО «Пеноплэкс СПб» и ООО «Стайровит Санкт-Петербург» — центрами прибыли Группы.

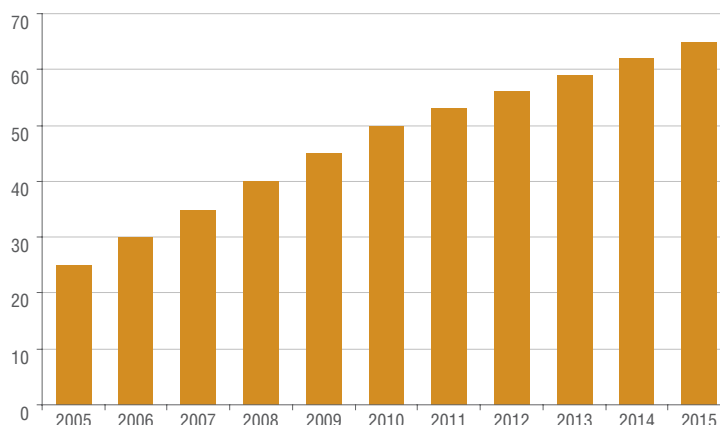
Привлеченные средства планируется направить на рефинансирование долгового портфеля и расширение производственных мощностей

Привлеченные средства (1,5 млрд. руб.) планируется направить на рефинансирование кредитного портфеля и на закупку и модернизацию оборудования.

К 2010 году ожидается удвоение рынка строительных материалов

Отечественный рынок теплоизоляционных материалов динамично развивается: по итогам 2005 года объем производства оценивался в 26–27 млн. куб. м, рост производства составил 20–25%. Согласно прогнозам отраслевых экспертов, суммарное потребление теплоизоляционных материалов в России к 2010 г. может увеличиться до 50,0–55,0 млн. куб. м, а к 2015 г. достичь 65,0–67,0 млн. куб. м.

ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА ТЕПЛОИЗОЛЯЦИОННЫХ МАТЕРИАЛОВ, МЛН. КУБ. М

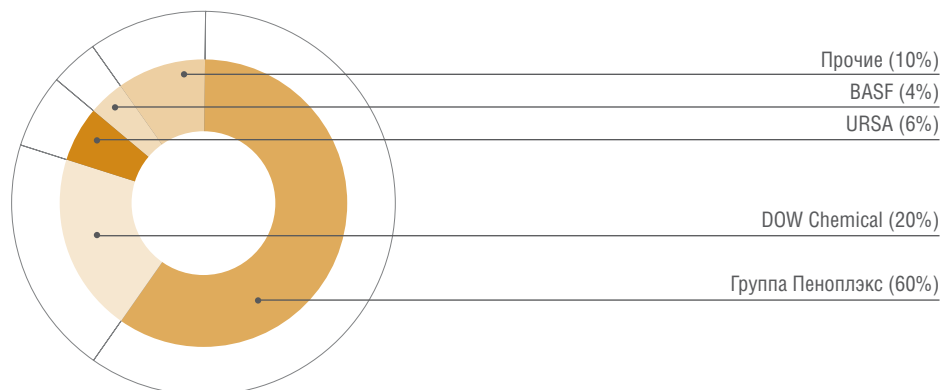


Источник: данные компании, Инфомайн, ГК «РЕГИОН».

ПЕНОПЛЭКС стал первой российской компанией, наладившей выпуск экструзионного пенополистирола; доля рынка оценивается в 60%

Емкость рынка экструзионного пенополистирола в настоящий момент оценивается в 650–700 тыс. кубометров в год; доля Пеноплэкса оценивается в 60%, доля ближайшего конкурента Dow Chemical составляет 15%. Интересно отметить, что Пеноплэкс стал первым российским производителем данной продукции, организовав производство в 1998 году. До 1998 года на рынке присутствовала исключительно импортная продукция.

СТРУКТУРА РЫНКА ЭКСТРУЗИОННОГО ПЕНОПОЛИСТИРОЛА



Источник: данные компании.

Экструзионный пенополистирол превосходит по физико-химическим характеристикам большинство аналогичных материалов

Пеноплэкс является современным строительным материалом, предназначенным для термоизоляции объектов различного назначения. Материал значительно превосходит аналогичные продукты (пенопласт, минеральная вата, дерево, бетон и кирпич) по таким физико-химическим свойствам как стойкость к горению, теплопроводность, водопоглощение и пр. Основным потребителем экструзионного вспененного полистирола является строительная отрасль. Пеноплэкс так же активно используют в промышленности, нефтегазовой отрасли и в дорожном строительстве.

Производственная мощность Пеноплэкса в настоящий момент составляет порядка 500 тыс. кубометров в год, к 2009 году компания планирует увеличение показателя до 2000 тыс. кубометров в год.

В конце 2005 года в Российской Федерации запустили производство две отечественные компании: КИН, Тверская область и ЭКСТРОЛ, Екатеринбург. Однако доля, занимаемая этими предприятиями на рынке, на сегодняшний день незначительна и не превышает 5% на двоих.

Необходимо отметить, что компания DOW Chemical в настоящее время ведет строительство завода по производству теплоизоляции из экструдированного пенополистирола в Московском регионе. Запуск завода не должен привести к существенному перераспределению рыночных долей между основными участниками рынка, т. к. производимая в России продукция DOW Chemical заменит собой импортируемые объемы, а увеличение производственных мощностей основных игроков рынка на фоне роста потребностей рынка приведет к равномерному увеличению объемов продаж материала в абсолютном выражении.

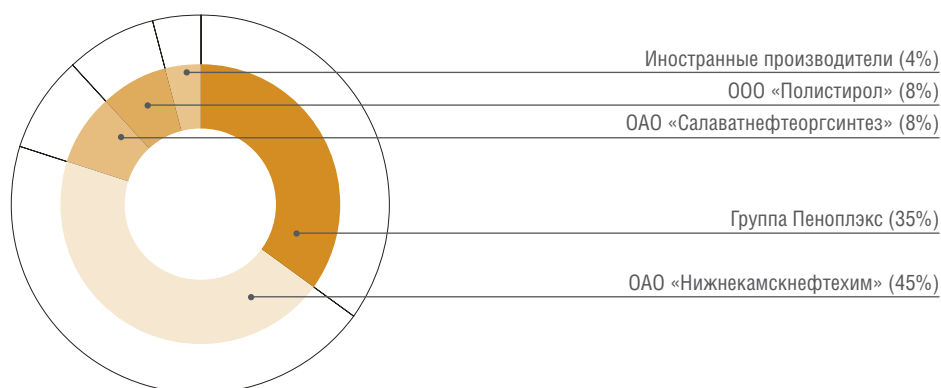
Второй ключевой продукт компании — полистирол — относится к наиболее динамично растущему сегменту рынка полимеров

Рынок полистирола является одним из наиболее динамично развивающихся секторов рынка полимерных материалов в Российской Федерации. В последние годы наблюдается как увеличение объемов производства полистирола, так и улучшение качества отечественной продукции. Хотя в настоящее время удельный вес полистирола в общем объеме производства синтетических смол и пластмасс составляет менее 10%, но области применения этого вида полимера, обусловленные широким спектром физико-механических свойств, охватывают все сферы промышленности, начиная от производства товаров народного потребления и заканчивая автомобильной промышленностью и строительством.

ПЕНОПЛЭКС является вторым по размерам игроком на рынке полистирола; доля рынка — 35%

Наибольшую долю российского рынка полистирола общего назначения — порядка 45% занимает ОАО «Нижнекамскнефтехим». Компания ООО «Стайровит Санкт-Петербург» — второй по величине игрок на российском рынке с долей порядка 35%. Примерно по 8% рынка приходится на компании Салаватнефтеоргсинтез и ООО «Полистирол». Оставшиеся 4% занимают импортные продукты.

СТРУКТУРА РЫНКА ПОЛИСТИРОЛА



Источник: данные компании.

Одним из факторов, сдерживающих рост производства полимерных материалов, в частности полистирола, является нехватка продуктов первичной переработки нефти. Регулярный дефицит стирола в Европе делает внешний рынок гораздо более привлекательным для российских производителей, чем внутренний. Ситуацию усугубила отмена вывозных таможенных пошлин на стирол с сентября 2003 года.

ПЕНОПЛЭКС демонстрирует высокий уровень рентабельности — 18% по EBITDA, 7% по чистой прибыли

Выручка Группы за 2005 год составила 2,2 млрд. рублей, увеличившись по сравнению с предыдущим периодом на 19%. Часть выручки (62%) формируется за счет реализации теплоизоляционных плит, оставшаяся часть приходится на реализацию полистирола (37%) и продажи декоративной продукции (1%).

Компания демонстрирует положительную динамику основных финансовых показателей и рост рентабельности: маржа EBITDA по итогам прошлого года возросла до 18%, маржа чистой прибыли — до 7%. Рост эффективности деятельности связан с оптимизацией расходов производства, которая стала возможна благодаря развитию собственной сырьевой базы и открытию новых производственных мощностей в Перми и Новосибирске. По итогам 2006–2007 гг. ожидается сохранение положительных изменений в значениях показателей рентабельности при более умеренных темпах роста.

По итогам девяти месяцев консолидированная выручка Группы составила 2355 млн. руб., тем самым превысив показатели прошлого года. Рентабельность EBITDA возросла до 19,2% против 17,7% по итогам прошлого года. Сходную динамику продемонстрировала рентабельность чистой прибыли: 8,1% и 7,1% соответственно.

Невысокий уровень долговой нагрузки: долг/ЕБИТДА по итогам прошлого года составил 1,4х.

Финансовая задолженность Группы составляет 720,2 млн. рублей, на 100% представлена краткосрочными кредитами. Финансовая задолженность Группы формируется за счет кредитных портфелей компаний Группы: Пеноплэкс СПб (250 млн. руб.), Стайровит СПб (370 млн. руб.), УК Пеноплэкс Холдинг (100 млн. руб.). Уровень долговой нагрузки компании можно оценить как приемлемый: по итогам прошлого года показатель долг/ЕБИТДА находился на уровне 1,4х. По итогам девяти месяцев аннуализированное значение показателя составило 1,2х. С учетом предстоящего займа мы ожидаем рост показателя долг/ЕБИТДА до 2,4х по итогам 2006 года и до 3,1х по итогам 2007 года. Несмотря на прогнозируемое удвоение показателя, уровень покрытия долга прибылью до уплаты налогов, процентов и амортизации остается в приемлемых пределах.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГК ПЕНОПЛЭКС (КОНСОЛИДИРОВАННАЯ УПРАВЛЕНЧЕСКАЯ ОТЧЕТНОСТЬ)

ДИНАМИКА АБСОЛЮТНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ	2003	2004	2005	1Н 2006	3Q 2006
Выручка	1 098	1 864	2 221	1 431	2 356
темп, %	н.д.	69.7%	19.2%	н.д.	н.д.
Валовая прибыль	95	307	531	362	576
ЕБИТ	4	143	265	202	331
ЕБИТДА	47	226	394	281	451
Чистая прибыль	-10	118	158	119	192
Проценты к уплате	9	14	45	29	46
Активы	1 584	2 263	2 800	2 998	3 307
Собственный капитал	1 005	1 297	1 765	1 884	2 040
Финансовый долг	321	468	534	546	720
Краткосрочный финансовый долг	106	247	415	546	720
Долгосрочный финансовый долг	215	221	120	0	0
Чистый долг	318	463	514	527	603
Маржа валовой прибыли, %	8.6%	16.5%	23.9%	25.3%	24.5%
Маржа ЕБИТ, %	0.4%	7.7%	12.0%	14.1%	14.1%
Маржа ЕБИТДА, %	2.7%	12.1%	17.7%	19.6%	19.2%
Маржа ЧП, %	-0.9%	6.3%	7.1%	8.3%	8.1%
ROA, %	0.1%	7.5%	10.3%	13.4%	13.9%
ROE, %	-1.0%	10.2%	10.3%	13.1%	13.4%
ROACE, %	-0.2%	8.3%	9.5%	12.0%	11.9%
Финансовый долг/Активы	0.20	0.21	0.19	0.18	0.22
Финансовый долг/Собственный капитал	0.32	0.36	0.30	0.29	0.35
Выручка/финансовый долг	3.4	4.0	4.2	5.3	4.4
Финансовый долг/ЕБИТДА	11.0	2.1	1.4	1.0	1.2
Финансовый долг/ЕБИТ	80.6	3.3	2.0	1.4	1.6
ЕБИТДА/%	3.2	16.0	8.7	9.6	9.8
ЕБИТ/%	0.4	10.1	5.9	6.9	7.2
Долгосрочный финансовый долг/Финансовый долг	67%	47%	22%	0%	0%
Текущая ликвидность	1.49	1.38	1.32	1.27	1.29
Срочная ликвидность	0.55	0.87	0.75	0.78	0.88

Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Стратегия развития нацелена на расширение рынков сбыта и диверсификацию деятельности

Стратегия компании отражает основную концепцию развития Группы — «сделать материал доступным строителям в каждом регионе России». Пеноплэкс планирует увеличение мощностей по производству экструзионного пенополистирола к 2009 году до 2000 тыс. кубометров. Такой объем выпускаемой продукции будет полностью покрывать потребности российского рынка теплоизоляции из экструзионного пенополистирола даже в пиковые месяцы потребления. Реализация задач, связанных с увеличением производства и расширением дистрибьюторской сети, усовершенствованием процессов управления и выводом на рынок новинок продукции, поможет не только сохранить лидирующие позиции Группы в России, но и войти в тройку компаний-лидеров по объему производства теплоизоляции в Европе.

SWOT АНАЛИЗ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- Ведение операционной деятельности на динамично растущем рынке строительных материалов;
- Доминирующее положение на рынке экструзионного пенополистирола;
- Сильные позиции на рынке полистирола;
- Высокая операционная рентабельность.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- Отсутствие консолидированной аудированной отчетности.

ВОЗМОЖНОСТИ

- Расширение географии деятельности;
- Диверсификация бизнеса.

УГРОЗЫ

- Возможное ухудшение макроэкономической ситуации;
- Усиление конкуренции на рынках сбыта компании за счет активизации иностранных и отечественных игроков.

Деятельность компании сопряжена с производством двух ключевых продуктов – пеноплэкс и полистирол, поэтому в качестве сопоставимых предприятий, представленных на долговом рынке, мы рассматривали компании, производящие стройматериалы (ГК Терна, ТехноНИКОЛЬ) и нефтехимические предприятия (Нижнекамскнефтехим, Салаватнефтеоргсинтез).

Небольшой масштаб деятельности, высокая рентабельность, низкий долг

Выручка Пеноплэкс по итогам прошлого года составила 2,2 млрд. руб., что значительно ниже, чем соответствующие показатели всех рассматриваемых компаний.

В то же время, деятельность Пеноплэкса характеризуется высокой рентабельностью — порядка 18% по показателю EBITDA и 7% по чистой прибыли. По данным показателям компания значительно превосходит ГК Терна и Салаватнефтеоргсинтез; сопоставимую маржу имеют только ТехноНИКОЛЬ и Нижнекамскнефтехим.

Долговую нагрузку Пеноплэкса можно охарактеризовать как невысокую — по итогам девяти месяцев долг/EBITDA находился на уровне 1,2х. Сопоставимые показатели долговой нагрузки имеют лишь ТехноНИКОЛЬ и Нижнекамскнефтехим. С учетом предстоящего займа мы ожидаем роста показателя до 2,4х по итогам 2006 года и до 3,1х по итогам 2007 года, что вполне приемлемо для предприятий химической отрасли и промышленности строительных материалов. Текущая ликвидность находится на высоком уровне.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млн.	ПЕНОПЛЭКС		ТЕРНА		ТЕХНОНИКОЛЬ		НКНХ		САНОС	
	2005	1Н 2006	2005	1Н 2006	2005	1Н 2006	2005	1Н 2006	2005	1Н 2006
Выручка, млн. руб.	2 221	1 431	8 901	4 110	12 160	6 854	42 150	23 045	63 998	38 441
темп, %	19%	н/д	60%	н/д	28%	н/д	24%	9%	90%	34%
ЕБИТДА, млн. руб.	394	281	249*	166*	2 144	1 290	7 425	3 550	3 373	3 003
маржа, %	17.7%	19.6%	2.8%	4.0%	17.6%	18.8%	17.6%	15.4%	5.3%	7.8%
ЧП, млн. руб.	158	119	52	35	1 556	918	2 151	1 656	426	1 417
маржа, %	7.1%	8.3%	0.6%	0.9%	12.8%	13.4%	5.1%	7.2%	0.7%	3.7%
Долг, млн. руб.	468	546	2 651	2 712	631	3 325	15 069	12 428	21 883	20 319
Долг / ЕБИТДА	1.4	1.0	10.7*	8.2*	0.3	1.3	2.0	1.8	6.5	3.4
ЕБИТДА / %	8.7	9.6	1.4*	1.0*	45.6	16.6	13.2	8.7	3.1	4.0
Текущая ликвидность	1.32	1.27	1.61	1.54	3.47	1.70	2.37	2.36	1.23	1.05

* — использован показатель ЕБИТ.

Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

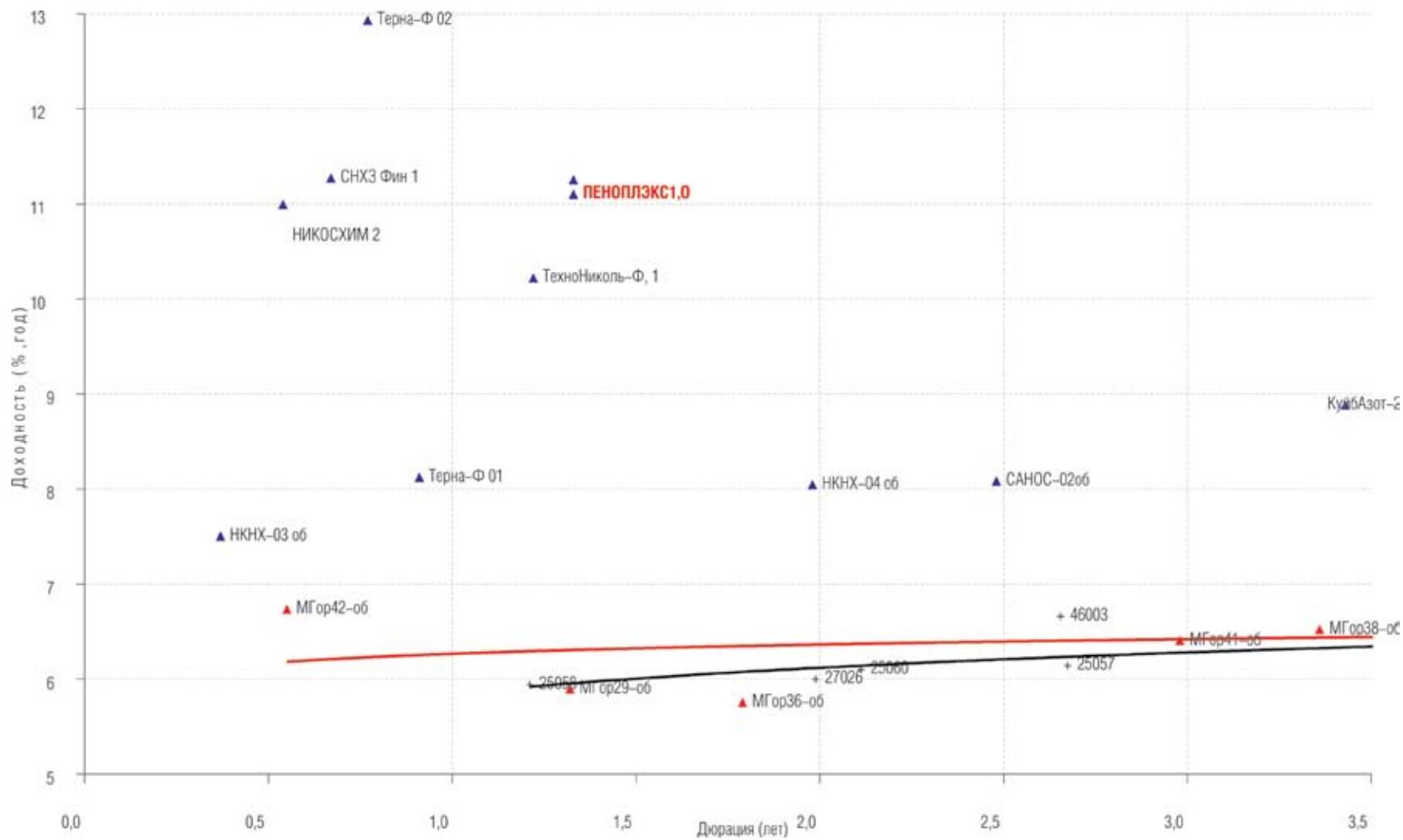
В настоящий момент на рынке представлен ряд облигационных выпусков сопоставимых компаний. Учитывая лучшие показатели рентабельности и меньший уровень долга, облигации ПЕНОПЛЭКСА должны торговаться с дисконтом к бумагам ГК Терны. В то же время меньший размер бизнеса и прогнозируемое ухудшение показателей покрытия долговой нагрузки должны привести к образованию премии к сопоставимым по дюрации облигациям ТехноНИКОЛЬ.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ОБРАЩАЮЩИХСЯ ЗАЙМОВ

ВЫПУСК	ОБЪЕМ, млн. руб.	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ, лет
ПЕНОПЛЭКС-Финанс, 1	1 500	11.1 – 11.25	1.34
Терна-Финанс, 2	1 500	12.62	0.77
ТехноНиколь-Финанс, 1	1 500	10.22	1.24
НКНХ, 4	1 500	8.05	1.97
САНОС, 2	3 000	8.08	2.48

Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

С учетом меньших масштабов бизнеса предприятия, высокой рентабельности производства и планируемым ростом долговой нагрузки, мы оцениваем доходность дебютного выпуска ПЕНОПЛЭКС Финанс на вторичном рынке в размере 11,10 – 11,25% годовых, что соответствует цене облигаций на уровне 100,35 – 100,55%. Данный уровень доходности предполагает премию к сопоставимым по дюрации бумагам компании ТехноНИКОЛЬ в размере 90 – 100 б.п.



КОНТАКТЫ

ГРУППА КОМПАНИЙ «РЕГИОН»

ОРГАНИЗАЦИЯ ВЫПУСКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Олег Дулебенец, Константин Ковалев, Владислав Владимирский

тел.: +7 (495) 777 29 64,

e-mail: dulebenets@region.ru, kovalev@region.ru, vladimirski@region.ru

АНАЛИТИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Александр Ермак, Константин Комиссаров

тел.: + 7 (495) 777 29 64,

e-mail: aermak@region.ru, komissarov@region.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение заключать договоры или совершать иные сделки с компаниями группы «РЕГИОН» или иными организациями, упомянутыми в настоящем обзоре. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты и иные организации, упомянутые в настоящем обзоре, могут иметь интерес в совершении Вами любой сделки прямо или косвенно связанной с полученной Вами из настоящего обзора информацией. Компании группы «РЕГИОН» не несут ответственности за убытки, возникшие в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.