

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Илим Палп: второе дыхание лесного гиганта

Илим Палп – крупнейший лесопромышленный холдинг в стране, объединяющий предприятия «полного цикла» – от лесозаготовки до выпуска целлюлозы и картона. По выпуску целлюлозы предприятия, входящие в состав холдинга, занимают первое место в России. Годовой объем продаж холдинга приближается к 1 млрд. долл.

В то же время, до недавнего времени отношение инвесторов к компании определялось, прежде всего, не финансовым состоянием и позициями на рынке, а корпоративными рисками: эмитент нес на себе печать трехлетней корпоративной войны менеджмента Илим Палпа со структурами «Базового Элемента», итогом которой могло стать резкое ухудшение финансового состояния компании.

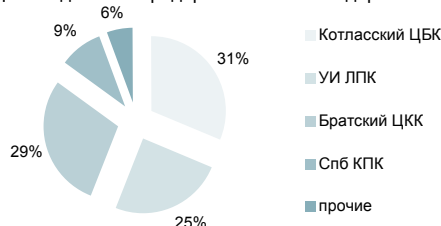
Недавнее разрешение затянувшегося корпоративного конфликта позволяет более адекватно подойти к оценке рисков заемщика – на первый план выходит кредитное качество холдинга, которое, в целом, соответствует уровню предприятий «второго эшелона», представленных на рынке рублевого долга. Вместе с тем, мы отмечаем, что негативным эффектом конфликта акционеров стала низкая прозрачность денежных потоков внутри холдинга, отсутствие консолидированной структуры – и, как следствие, отсутствие консолидированной отчетности, что существенно затрудняет анализ. Финансовое состояние отдельных предприятий варьируется от группы «высокого риска» по методике Банка ЗЕНИТ (Братский ЛПК) до «минимального» (наиболее крупный по объему продаж Котласский ЦБК), несмотря на схожие условия ведения бизнеса. Анализ сводной отчетности (на основе ведущих компаний), с исключением внутренних займов, позволяет сделать вывод о том, что финансовое состояние холдинга в целом соответствует группе «низкого риска»: оценка рейтинга – 1.75.

Позитивным итогом заключенной сделки для Илим Палпа является новое партнерство с одним из ведущих российских банков, Промстройбанком, а также, вероятно, и ВТБ – это, скорее всего, позволит избежать проблем с рефинансированием коротких кредитов и улучшить структуру кредитного портфеля.

Илим Палп – крупнейший в России лесопромышленный холдинг, объединяющий предприятия полного цикла, от лесозаготовки до производства конечного продукта – целлюлозы и картона. По запасам лесных ресурсов и лесозаготовке холдинг занимает первое место в Европе и 6-е место в мире (около 3 млн. куб. метров), по производству товарной целлюлозы – 4-е место в Европе и 1-е – в России: на долю комбинатов Илим Палпа приходится около 60% выпуска товарной целлюлозы, а также 77% общего объема коробочного картона.

Основу Холдинга составляют Котласский ЦБК, Братский ЦКК (целлюлозно-картонный комбинат) и Усть-Илимский ЛПК – на их долю приходится порядка 85% консолидированных продаж. Другие крупные предприятия – Санкт-Петербургский картонно-полиграфический комбинат, обеспечивающий порядка 50% российского выпуска мелованного/немелованного коробочного картона, производитель гофропродукции Илим-Гофропак (занимающий около 15% рынка гофрокартона в Северо-Западном регионе), а также Усть-Илимский ЛДЗ – одно из ведущих российских предприятий деревообработки.

Доля отдельных предприятий в консолидированной выручке:



Источник: Отчетность предприятий в РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Доля предприятий Холдинга в общем объеме производства в РФ, 3 кв.2004

	Товарн. целлюлоза		Бумага		Картон	
	тыс.тонн	выпуск	доля	выпуск	доля	выпуск
Всего, РФ		1782,7	100%	2885,42	100%	2018,12
Котласский ЦБК		244,1	14%	196,2	7%	217,3
Братский ЦКК		368,2	21%	-	-	158,5
УИ ЛПК		456,4	26%	-	-	-
СПб КПК		-	-	-	-	156,2

Источник: РАО «Бумпром»

Оценка финансовых Показателей:

Илим Палп (сводн.) - 1.75
Низкий риск

Котласский ЦБК - 2.43
Минимальный риск

Усть-Илимский ЛПК - 2.05
Низкий риск

Братский ЦКК - 0.39
Высокий риск

Санкт-Петербургский КПК - 2.35
Минимальный риск

Усть-Илимский ЛДЗ - 0.65
Высокий риск

Бум. фабрика «Коммунар» - 1.80
Низкий риск

Российская отрасль ЦБК, в целом, относится к числу экспортно-ориентированных – причем экспортируются в основном продукты низкой добавленной стоимости, такие как древесина, целлюлоза, газетная бумага, внутренний спрос на которые не поспевает за предложением. Например, согласно прогнозным оценкам на текущий год, доля экспорта в общем объеме производства товарной целлюлозы составит порядка 80%. Избыточное предложение целлюлозы объясняет снижающиеся темпы роста производства по данному виду продукции: если в 2000 году темпы роста варки целлюлозы в России составляли 17.1%, то в 2003 году – только 3.3%, по итогам 3-х кварталов текущего года – в пределах 3.4%.

В то же время, более активно развивается внутреннее производство картона и гофрокартона, основным драйвером роста для которых выступает растущий спрос на упаковку со стороны потребительского сектора: в 2003 году выпуск картона вырос на 12.4%, в январе-октябре на 7.5%. Основные игроки отрасли ЦБК активно инвестируют средства в производство новых современных продуктов, делая ставку на рост внутреннего рынка и импортозамещение (в частности, по высококачественным видам бумаги). Развитие российского производства продуктов высокой добавленной стоимости в перспективе должно привести к большей ориентации производителей целлюлозы на внутренний рынок и снизить зависимость от конъюнктуры мировых цен.

Помимо растущего внутреннего спроса на продукты «высокого передела», точкой роста российской отрасли ЦБК последние несколько лет выступает стабильно высокий спрос на целлюлозу со стороны Китая. Географическое положение многих предприятий отрасли (в том числе, Усть-Илимского ЦБК и Братского ЦБК, входящие в состав Илим Палпа) позволяет экспортировать целлюлозу в Китай с минимальными транспортными затратами. При этом, азиатское направление является наиболее привлекательным, учитывая что европейский рынок целлюлозы сейчас переживает очередной кризис перепроизводства, что оказывает давление на уровень цен.

На этом фоне Илим Палп, являющийся лидером по производству товарной целлюлозы, и, одновременно, имеющий в своей структуре предприятия по производству востребованной на внутреннем рынке упаковки (в частности, Санкт-Петербургский КПК и созданное в 2003 году предприятие по производству гофротары Илим Гофропак), является наиболее привлекательным активом в российской отрасли ЦБК. Учитывая масштабы бизнеса - совокупная выручка крупнейших предприятий приближается к 1 млрд. долл., последний факт должен находить свое отражение и в отношении инвесторов к рублевому выпуску облигаций эмитента.

В то же время, до недавнего времени облигации Илим Палпа позиционировались в третьем эшелоне рынка, игнорируя ведущие позиции в отрасли и финансовое состояние эмитента перед лицом главного фактора кредитного риска – корпоративной войны основных акционеров холдинга и Группы «Базовый Элемент», длящейся с осени 2001 года.

Осенью 2001 года представители Сибирского Алюминия, расширявшего сферы влияния в российской лесной отрасли, воспользовавшись тем, что Братский ЛПК имел задолженность перед Иркутскэнерго в размере более 800 млн. рублей, обратились в суд и, получив исполнительные листы, сменили на предприятии директора и установили над ним оперативный контроль. В феврале 2002 года стороны достигли соглашения: СибАл освобождал Братский ЛПК, а Илим Палп гасил долги перед энергетиками и покупал принадлежащий «Континенталь Интернэшнл» (аффилированной с Сибалом) Усть-Илимский ЛПК.

Летом 2002 года конфликт продолжился: миноритарные акционеры Котласского ЦБК и Братского ЛПК обратились в суд с иском к Илим Палпу по поводу невыполнения им инвестиционной программы, бывшей условием приватизации предприятия в 1994 году. Кемеровский суд удовлетворил иск, и контрольные пакеты акций предприятий были изъяты и переданы РФФИ, а затем проданы Балтийскому финансовому агентству и «Континенталь Менеджмент» - дочерней компании «Базового Элемента», в которую был выведен «лесной» бизнес Сибала. Илим Палп, в свою очередь, опротестовал решение Кемеровского суда и не допустил представителей новых акционеров на предприятие, сославшись на перевод акций на счет другого реестродержателя («Энергорегистратор»). В результате вокруг Братского ЛПК и Котласского ЦБК сложилась классическая ситуация «двойного реестра», с двумя Советами директоров и двумя генеральными директорами. Летом 2002 года в конфликт вмешалось ФКЦБ, фактически выступив на стороне «Континенталь Менеджмента»: у Энергорегистратора была отозвана лицензия. В то же время, по версии Илим Палпа, акции предприятий были заблаговременно переведены в ЦМД.

С переменным успехом каждой из сторон, противостояние длилось вплоть до ноября прошлого года, когда Илим Палп и Континенталь Менеджмент впервые заговорили о возможности мирового соглашения. В то же время, будущее Илим Палпа, до заключения какой-либо конкретной договоренности, представлялось довольно туманным – в случае поражения компания могла лишиться значительной доли денежных потоков, а в случае мира несла риск выплаты существенной денежной компенсации за отказ соперников от всех притязаний на свои активы.

Риски заметного ухудшения финансового состояния как итога корпоративной войны непосредственно отражались в отношении инвесторов к облигациям Илим Палпа, размещенным на ММВБ в апреле 2003 года: вплоть до недавнего времени они позиционировались в третьем эшелоне рынка.

«Мирные переговоры» Илим Палпа и Континенталь Менеджмент завершились в конце октября текущего года подписанием сделки, в которой приняла участие еще одна сторона – Промстройбанк Санкт-Петербург, до этого момента являвшийся одним из акционеров КМ. В результате достигнутого договора, ПСБ получает блокирующий пакет акций «Илим Палпа» и опцион на увеличение доли до 50%. Вместе с этим, банк передает Континенталь Менеджменту принадлежащий ему 20%-ый пакет Архангельского ЦБК – еще одного предприятия в сфере интересов «Базового Элемента» - и выходит из состава акционеров КМ. Последний, в свою очередь, снимает все претензии на активы Илим Палпа, сконцентрировавшись на новом направлении – АЦБК, в котором доля КМ увеличивается сразу до 33%.

Таким образом, разрешение конфликта для Илим Палпа обернулось частичной потерей контроля над активами – и, в то же время, приобретением нового партнера в лице Промстройбанка, а также, возможно, и Внешторгбанка (контролирующего блокпакет акций ПСБ), ранее объявлявшего финансирование ЛПК одним из своих приоритетов. В перспективе это должно позитивно сказаться на финансовом состоянии холдинга: партнерство с крупными банками минимизирует риски рефинансирования коротких долгов и позволяет рассчитывать на получение необходимых средств для реализации инвестиционной программы в виде длинных кредитов.

Финансовое состояние

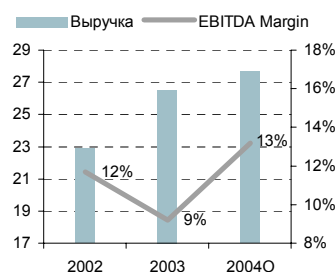
Снятие корпоративных рисков позволяет более адекватно подойти к оценке кредитного качества Илим Палпа – прежде всего, с позиций финансового состояния. Стоит отметить, что анализ финансов эмитента в значительной мере затрудняется отсутствием консолидированной отчетности – затянувшийся трехлетний конфликт не позволял провести все необходимые шаги по реорганизации структуры холдинга, хотя о подобных планах (реорганизация, и даже проведение IPO) Илим Палп заявлял уже давно. Для целей анализа мы использовали финансовую отчетность в РСБУ по отдельным предприятиям, входящим в состав Илим-Палпа, а также сводную отчетность с агрегированными показателями. Сводная отчетность дает несколько искаженную картину структуры баланса, так как может включать внутренние обязательства между предприятиями холдинга – для того, чтобы свести данный эффект к минимуму, при расчете коэффициентов долговой нагрузки мы используем данные компании по объему внешней задолженности перед банками. Кроме того, агрегированный отчет о прибылях и убытках объединяет только крупнейшие компании холдинга – таким образом, реальные масштабы бизнеса, по всей видимости, несколько превышают нашу оценку.

Операционные показатели предприятий холдинга

	Выручка		EBITDA		Чистая прибыль	
	2003	2004П	2003	2004П	2003	2004П
Котласский ЦБК	8313	9612	1048	1687	249	1049
Усть-Илимский ЛПК	6532	6914	651	1311	49	546
Братский ЦБК	7749	6735	244	134	74	-276
СПб КПК	2475	2586	454	478	236	250
Усть-Илимский ЛДЗ	1055	1062	7	16	-48	-56
Бум. фабрика "Коммунар"	424	436	37	22	17	15
Итого	26547	27699	2443	3648	577	1529

Источник: Отчетность компаний в РСБУ, оценка Банка ЗЕНИТ

Совокупные продажи (млрд. руб.) и рентабельность:



Источник: Расчеты Банка ЗЕНИТ

В целом по холдингу последние несколько лет наблюдается устойчивый рост операционных показателей: в 2003 году объем продаж увеличился на 16% с 22,8 до 26,5 млрд. рублей, а в текущем году, по нашей оценке, выручка вырастет еще на 4,3% и достигнет 27,7 млрд. рублей. При этом, в 2004-ом году Илим Палпу, по всей видимости, удастся улучшить показатели рентабельности, снизившиеся в 2003 г. до 9% (рентабельность по EBITDA). Основной вклад в рост общей нормы прибыли окажут Котласский ЦБК и Усть-Илимский ЛПК, EBITDA margin которых в 3-ем квартале выросла до 18% и 19% (по итогам прошлого года – 13% и 10%) на фоне растущих цен на целлюлозу и картон.

Стоит отметить, что финансовое состояние ключевых предприятий холдинга существенно различается. На одном конце – «жемчужина» Илим Палпа, Котласский ЦБК: крупнейший по объемам продаж и генерируемой прибыли, он, кроме того, характеризуется умеренной долговой нагрузкой: debt ratio на конец 3-го квартала составлял всего 22%, при этом, покрытие долга годовой EBITDA близко к 100%. Согласно методике Банка ЗЕНИТ, предприятие можно отнести к группе минимального финансового риска (оценка рейтинга – 2,43).

«Антиподом» Котласского ЦБК с точки зрения кредитного качества выступает Братский ЦБК. Рентабельность комбината по EBITDA за 9 месяцев лишь немногим превысила 2%, а по чистой прибыли она была отрицательной. При этом, в 2003 году EBITDA сократилась практически вдвое – с 515 до 244 млн. рублей. Вкупе с довольно большой долговой нагруз-

кой и крайне низким уровнем покрытия долга (задолженность превышает годовую EBITDA в 17 раз), это дает оценку финансов по итогам 3-го квартала согласно нашей методике в размере 0.39 – что соответствует высокому уровню риска. Разрыв в кредитном качестве двух предприятий одной отрасли отчасти объясняется худшим качеством активов самого старого из входящих в холдинг Братского ЦКК. Кроме того, представители эмитента объясняют разницу в рентабельности более существенным влиянием колебаний валютных курсов – Котласский ЦБК в большей степени ориентирован на внутренний рынок, тогда как для ЦКК доля экспорта составляет около 80%. В то же время, рентабельность по EBITDA Усть-Илимского ЛПК, также экспортирующего большую часть производимой продукции, по итогам 3-х кварталов составила 19% - таким образом, низкая прибыльность Братского ЦКК может быть связана со спецификой распределения денежных потоков внутри холдинга.

Оценка финансовых показателей предприятий холдинга:

	EBITDA margin		Темп роста продаж		Debt ratio		Debt/Ebitda	
	2003	3кв2004*	2003	3кв2004*	2003	3кв2004*	2003	3кв2004*
Котласский ЦБК	13%	18%	12.7%	16%	13%	22%	0,8	1,08
Усть-Илимский ЛПК	10%	19%	10.1%	4%	41%	40%	3,47	1,84
Братский ЦКК	3%	2%	10%	-10%	46%	43%	10,89	17,04
СПб КПК	18%	18%	10.7%	7%	2%	-	0,07	0,02
Усть-Илимский ЛДЗ	1%	1%	119%	48%	41%	40%	0,63	0,74
Бум. фабрика "Коммунар"	9%	5%	43.9%	7.8%	12%	12%	0,43	1,17

Источник: Отчетность компаний в РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

*Примечание: для СПб КПК и Бумажной Фабрики «Коммунар» использована отчетность за 2 кв. 2004

Анализ агрегированной отчетности по крупнейшим предприятиям Группы за 2003 год позволяет сделать вывод об умеренном уровне финансового риска (оценка рейтинга – 1.25). В то же время, по итогам 2004 года можно ожидать существенного повышения оценки – главным образом, за счет роста рентабельности и показателей долгового покрытия. В частности, согласно нашей оценке выручки и прибыли холдинга в 2004 году, EBITDA margin увеличится с 9% до 13%, общее покрытие долга за счет годовой EBITDA вырастет с 39% до 51%.

Для оценки показателя покрытия долга мы использовали данные компании по объему внешней задолженности Илим Палпа – порядка 250 млн. долл. Помимо рублевых облигаций на 1.5 млрд. рублей, порядка 20% задолженности составляет синдицированный кредит от Moscow Narodny Bank объемом 50 млн. долл. Кроме того, весной текущего года Илим Палп подписал мандат с Международной Финансовой Корпорацией (IFC) на 300 млн. долларов США, в соответствии с которым финансирование будет осуществляться из собственных средств МФК и путем привлечения синдицированных кредитов западных банков.

Оценка финансовых показателей предприятий холдинга:

	2003		2004O	
	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***				
Leverage ratio	0,47	1,9	0,48	1,8
Debt ratio	0,31	1,4	0,31	1,4
Current ratio	1,62	3,0	1,83	3,0
Cash ratio	0,05	0,5	0,05	0,4
*** Рентабельность ***				
Net Margin	0,02	0,7	0,06	1,5
EBITDA Margin	0,09	0,4	0,13	1,2
Operating Margin	0,07	0,4	0,11	1,2
*** Адекватность денежных потоков ***				
Total debt/EBITDA	2,55	1,4	1,95	2,0
CFO/Total debt	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
EBIT interest coverage	3,04	1,3	4,50	1,7
*** Динамика финансовых показателей ***				
Динамика выручки	0,16	2,6	0,10	2,0
Динамика прибыли	-0,12	0,2	0,25	3,0
Оценка надежности		1,25		1,75

Источник: Отчетность компаний в РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Оценка финансовых показателей предприятий холдинга:

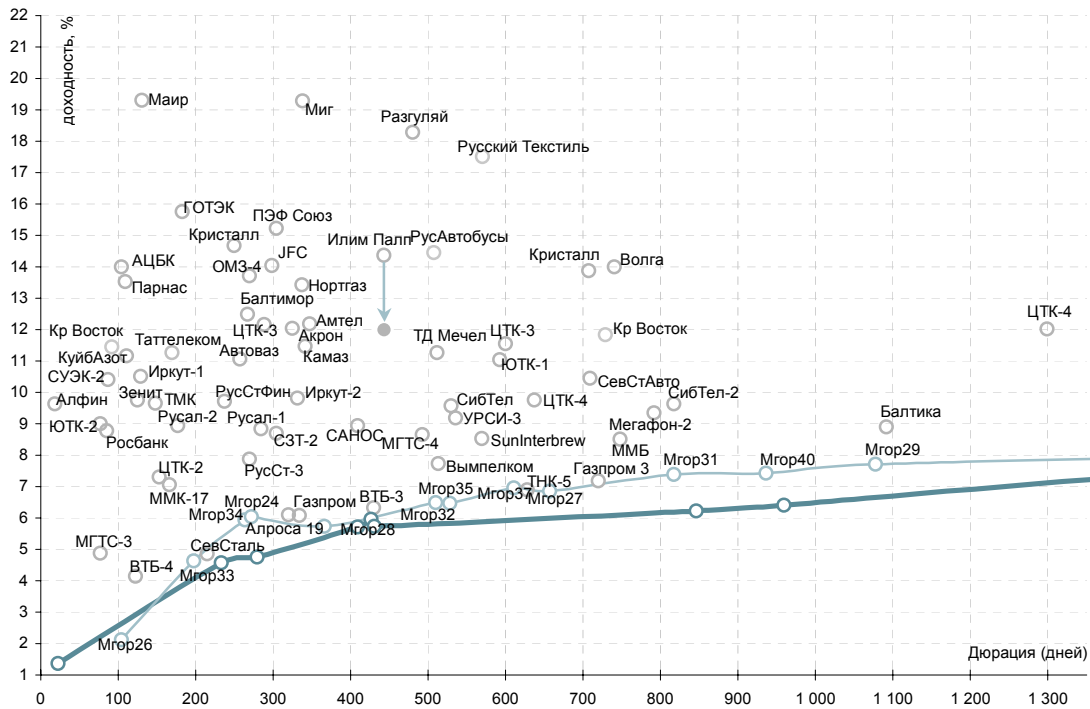
	2003	3кв2004*
Котласский ЦБК	1,85	2,43
Усть-Илимский ЛПК	0,79	2,05
Братский ЦКК	0,92	0,39
СПб КПК	2,24	2,35
Усть-Илимский ЛДЗ	0,30	0,65
Бум. фабрика "Коммунар"	1,91	1,80
Среднее	1,34	1,61

Источник: Отчетность компаний в РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

*Примечание: для СПб КПК и Бумажной Фабрики «Коммунар» использована отчетность за 2 кв. 2004

Приблизительную оценку рейтинга финансового состояния холдинга на текущий момент можно получить, используя агрегированные данные балансов предприятий на последнюю отчетную дату, данные компании по объему внешнего долга и оценки показателей отчета о прибылях и убытках за весь год. При этом, оценки структуры капитала (долговой нагрузки и ликвидности) остаются практически неизменными, в то время как повышение показателей рентабельности, покрытия долга и динамики денежных потоков обеспечивают прирост общей оценки финансового состояния до 1.75, а эмитент перемещается из группы «умеренного риска» в группу «низкого риска».

Кривая доходности корпоративных выпусков, 24.11.04:



Источник: Банк ЗЕНИТ

Учитывая масштабы бизнеса эмитента и заметное улучшение финансовых показателей в текущем году, мы полагаем, что облигации Илим Палпа по праву должны позиционироваться во втором эшелоне рынка. Учитывая, что доходность по облигациям второго эшелона на отрезке дюрации 350-400 дней сейчас колеблется в пределах 11.48% (Камаз) – 12.18% (Амтел) годовых, адекватная с точки зрения кредитного качества доходность по бумагам Илим-Палпа, по нашему мнению, не должна превышать 12% годовых. Таким образом, потенциал снижения доходности на текущий момент (24.11.04) составляет порядка 236 б.п., что соответствует потенциалу роста цены в 265 б.п.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента

Вадим Соломахин

vadim@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления

Константин Пospelов

konstantin.pospelov@zenit.ru

Еврооблигации

Владислав Григорьев

v.grigoriev@zenit.ru

Рублевые облигации

Алексей Третьяков

a.tretyakov@zenit.ru

Рублевые облигации

Роман Попов

r.popov@zenit.ru

Акции

Игорь Чемолосов

i.chemolosov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин

t.mukhametshin@zenit.ru

Конверсионные операции

Алексей Воробьев

a.vorobiev@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции

research@zenit.ru

Облигации

firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации

Анастасия Шамина

a.shamina@zenit.ru

Еврооблигации

Константин Павлов

k.pavlov@zenit.ru

Анализ кредитных рисков

Яков Яковлев

y.yakovlev@zenit.ru

Акции

Евгений Суворов

e.suvorov@zenit.ru

Акции

Иван Карачинский

i.karachinsky@zenit.ru

Управление валютно-финансовых операций

gko@zenit.ru

Начальник управления

Кирилл Копелович

kopelovich@zenit.ru

Управление долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Роман Пивков

roman.pivkov@zenit.ru

Управление корпоративного финансирования

Начальник управления

Максим Васин

vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.