



## Меморандум облигационного займа

Ноябрь 2006 года

---

### ЗАО «Миннеско Новосибирск»

облигации неконвертируемые процентные документарные на предъявителя серии 01 с обязательным централизованным хранением номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая в количестве 500 000 штук со сроком погашения в 1092-й день с даты начала размещения облигаций, размещаемые по открытой подписке

---

Организатор



Ноябрь 2006 г.

---

## **Заявление об ограничении ответственности**

Данный аналитический обзор не может рассматриваться в качестве средства побуждения к действиям любого характера с ценными бумагами Эмитента. Основной целью данного аналитического обзора является предоставление потенциальным инвесторам дополнительной информации об Эмитенте Облигаций и других участниках размещения сверх нормативного объема, предусмотренного российским законодательством. Ни одно лицо не уполномочено предоставлять в связи с размещением Облигаций какую-либо информацию или делать какие-либо заявления, за исключением информации и заявлений, содержащихся в официальных документах и данном аналитическом обзоре. Если такая информация была предоставлена или такое заявление было сделано, то на них не следует опираться как на информацию или заявления, санкционированные Эмитентом или участниками размещения. Аналитический обзор подготовлен на основании информации, предоставленной руководством Эмитента, а также полученной из других источников, надежность которых не вызывает у нас сомнений. Кроме того, после проведения добросовестной проверки, Эмитент принимает на себя ответственность за информацию, содержащуюся в аналитическом обзоре, и подтверждает, что эта информация является правдивой и точной во всех существенных фактах и не вводит в заблуждение. Мнения и намерения Эмитента, выраженные в настоящем документе, являются добросовестными мнениями и намерениями Эмитента. Организатор не проводил самостоятельной проверки информации и полагается на заверения Эмитента относительно ее достоверности. Ни одна из российских или иностранных национальных, региональных или местных комиссий по рынку ценных бумаг или какой-либо иной орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами, не давал никаких специальных рекомендаций по поводу приобретения Облигаций. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность или точность. Эмитент принимает на себя ответственность только за правильное воспроизведение представленной им вышеуказанной информации, не принимает на себя иных обязательств, не делает никаких иных заявлений и не предоставляет иных гарантий относительно такой информации. Ни Эмитент, ни другие участники сделки не принимают на себя никаких обязательств по обновлению данных, мнений и выводов, содержащихся в настоящем аналитическом обзоре после даты его опубликования. Заявления, относящиеся к Организатору, опираются на информацию, предоставленную им Эмитенту исключительно для использования в настоящем документе. Ни распространение аналитического обзора, ни размещение Облигаций, ни при каких обстоятельствах не подразумевают отсутствие возможности неблагоприятных изменений в состоянии дел Эмитента после даты опубликования аналитического обзора, либо после даты внесения последних изменений и/или дополнений в аналитический обзор. Любая информация, предоставленная в связи с размещением Облигаций, является верной на какую-либо дату, следующую за датой предоставления такой информации или за датой, указанной в документах, содержащих такую информацию, если эта дата отличается от даты предоставления информации. В связи с тем, что вложения в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, при принятии инвестиционного решения мы рекомендуем инвесторам самостоятельно определять для себя значимость информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре, и при рассмотрении возможности приобретения Облигаций опираться на исследования и иные проверки, которые могут быть сочтены необходимыми. Организаторы выпуска не принимали и не принимают на себя обязательств по изучению положения дел и финансового состояния Эмитента в течение срока действия договоренностей, предусмотренных аналитическим обзором, и не обязуются консультировать кого-либо из инвесторов или потенциальных инвесторов в Облигации относительно изложенной информации.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ВЫПУСКА .....</b>	<b>4</b>
<b>ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ .....</b>	<b>5</b>
<b>КРАТКИЙ ОТРАСЛЕВОЙ ОБЗОР .....</b>	<b>8</b>
ЛЕСНЫЕ РЕСУРСЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ .....	8
ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЛПК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ .....	11
<i>Структура и динамика развития отрасли .....</i>	<i>11</i>
<i>Конкурентная среда .....</i>	<i>14</i>
<i>Государственное регулирование деятельности ЛПК .....</i>	<i>16</i>
ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЛПК .....	17
<i>Формирование цен - экспортное производство .....</i>	<i>18</i>
<i>Формирование цен - внутренний рынок .....</i>	<i>21</i>
<i>Особенности заготовки древесины .....</i>	<i>22</i>
<b>ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ .....</b>	<b>24</b>
ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА И ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА .....	24
<i>Организационная структура .....</i>	<i>24</i>
<i>История развития .....</i>	<i>26</i>
<i>Менеджмент .....</i>	<i>26</i>
<i>Географическое местоположение .....</i>	<i>27</i>
ОПЕРАЦИОННАЯ МОДЕЛЬ .....	28
<i>Заготовка древесины .....</i>	<i>28</i>
<i>Логистика .....</i>	<i>29</i>
<i>Переработка .....</i>	<i>30</i>
<i>Реализация и экспорт .....</i>	<i>32</i>
<i>Стратегия развития .....</i>	<i>34</i>
<b>ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ .....</b>	<b>35</b>
<i>Динамика выручки .....</i>	<i>35</i>
<i>Структура операционных затрат .....</i>	<i>36</i>
<i>Динамика EBITDA .....</i>	<i>37</i>
<i>Структура задолженности и динамика долговой нагрузки .....</i>	<i>37</i>
<i>Анализ ликвидности .....</i>	<i>39</i>
<i>Среднесрочный прогноз деятельности .....</i>	<i>39</i>
ПРИЛОЖЕНИЕ 1 – ЗАО «Миннеко Новосибирск», ФИНАСОВАЯ ОТЧЁТНОСТЬ, РСБУ .....	41
ПРИЛОЖЕНИЕ 2 – MS UNITED LTD, ФИНАНСОВАЯ ОТЧЁТНОСТЬ, МСФО .....	42

# ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ВЫПУСКА

## Основные параметры

Эмитент	Закрытое акционерное общество «Миннеско Новосибирск»
Серия выпуска	01
Гос. регистрационный номер	4-01-20588-N
Объем выпуска	500 млн. руб.
Срок обращения	1092 дня
Купонный период	182 дня
Оферта	Планируется на 1 год. Объявляется за неделю до размещения.
Купон	Ставка купона определяется на открытом аукционе при размещении и фиксируется на срок до погашения
Облигации	Неконвертируемые процентные документарные на предъявителя с обязательным централизованным хранением
Обеспечение	MS United Limited (Великобритания)
	Поручитель, предоставивший обеспечение, несет солидарную с Эмитентом ответственность за неисполнение (ненадлежащее исполнение) Эмитентом обязательств по Облигациям
Организатор выпуска	ООО «Атон»
Способ размещения	Открытая подписка
Цена размещения	100% от номинала
Сроки размещения	Декабрь 2006 года

## Сведения об эмитенте

Наименование	Закрытое акционерное общество «Миннеско Новосибирск»
Место нахождения	Российская Федерация, 630055, г. Новосибирск, ул. Мусы Джалиля, д. 13
Адрес в сети «Интернет»	<a href="http://www.msu-group.com">www.msu-group.com</a>
Контакты	Тел. +7 (383) 332-01-45, факс +7 (383) 332-91-63

## Сведения о поручителе

Поручитель	MS United Limited
Место нахождения	St Paul's House, Warwick Lane, London, EC4M 7BP, United Kingdom
Рег. номер в соответствии с законодательством Великобритании	№ 3431146, 09.09.1997
Адрес в сети «Интернет»	<a href="http://www.msu-group.com">www.msu-group.com</a>
Контакты в РФ	Российская Федерация, 125047, г. Москва, ул. 4-ая Тверская-Ямская, д.22

# ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ

**ЗАО «Миннеско Новосибирск» является торговым и логистическим центром группы компаний MS United (Группа) и связанных с ней компаний, осуществляющих заготовку, транспортировку, переработку и реализацию круглого леса и пиломатериалов.**

Вниманию инвесторов предлагается дебютный облигационный выпуск компании, основная часть которого направляется на рефинансирование банковской задолженности и оптимизацию кредитного портфеля.

## Группа MS United и связанные компании - основные данные

**Основное направление стратегического развития** – (1) развитие производства пиломатериалов и продукции глубокой переработки древесины с высоким экспортным потенциалом на базе современных западных технологий; (2) усиление присутствия на имеющихся и освоение новых рынков сбыта, (3) кратное увеличение объемов торговли круглым лесом и пиломатериалом на экспорт и для внутреннего потребления.

• <b>Регионы присутствия</b> –	Красноярский край, Иркутская область, Республика Бурятия, Новосибирская область
• <b>Расчетная лесосека</b> –	988 тыс. м3 в год
• <b>Мощности по переработке</b>	170 тыс. м3
• <b>Основные рынки сбыта</b> –	Япония, Китай, Европа

## Финансовые показатели Группы MS United (МСФО, 9 месяцев 2006 г.)

• <b>Выручка / EBITDA</b>	\$51.1 млн. / \$2.1 млн.
• <b>Долг / Активы</b>	0.48X
• <b>Долг / EBITDA</b>	7.98X
• <b>EBITDA / Процентные расходы</b>	1.38X

*Источник: данные компании*

**Группа MS United и связанные с ней компании** объединены наличием общих акционеров, единой стратегией, взаимосвязанностью и согласованностью операций и осуществлением продаж через единый торговый и логистический центр ЗАО «Миннеско Новосибирск» и структурированы на следующие блоки:

1. **юридические лица, входящие в периметр консолидации MS United** – MS United Limited, London (холдинг), ЗАО «Миннеско Новосибирск» (торговый оператор), ООО «МС ТрансСервис» (транспортно-экспедиторская компания), ООО «Кансквуд» (деревообработка), MSU Japan Inc. (торговое представительство в Токио, Япония), Pacific Max Limited (торговое представительство в Гонконге).

Юридические лица, не входящие в периметр консолидации Группы MS United:

2. **лесозаготовительное направление в Красноярском крае** – ЛПХ ООО «Чуноярлес», ЛПХ ООО «Митек», а также холдинг ООО «Русский лес»;
3. образованная в 2006 году **совместно с американским капиталом** группа Midway в составе Midway United Limited (холдинг), Glan Worldwide Ltd. (холдинг), ЛПХ ООО «Ленаэкспортлес» (лесозаготовка, г. Усть-Кут), ЛПХ ООО «Северобайкальская лесопромышленная компания» (лесозаготовка, п. Новый Уоян), ООО «Микура» (деревообработка, г. Усть-Кут), ООО

«Осетровский ЛДК» (часть территории речного порта на р. Лене, перевалка и хранение грузов, строящееся предприятие по деревообработке), ООО «Енисейский фанерный комбинат» (начало строительства в октябре 2006 г.). Одним из участников Midway United является американская компания Murphy Timber Company, обладающая солидным опытом и владеющая передовыми технологиями в лесопереработке.

**90% всех торговых потоков вышеуказанных юридических лиц обслуживаются ЗАО «Миннеско Новосибирск»**, выступающим единым сбытовым центром по всем указанным сегментам как по России, так при поставках на экспорт.

#### Географическое местоположение предприятий MS United и связанных компаний



Источник: данные компании

Лесозаготовка осуществляется четырьмя предприятиями, расположенными в Красноярском крае, Иркутской области и Республике Бурятия. Совокупная расчетная лесосека на текущую дату составляет 988 тыс. м<sup>3</sup> высококачественного хвойного сырья (ангарская сосна и сибирская лиственница).

**Стратегическое направление деятельности MS United и связанных компаний** – развитие направления глубокой переработки древесины: производства пиломатериалов и фанеры.

**Деревообработка осуществляется на ООО «Кансквуд»** (входит в периметр консолидации MS United) и **ООО «Микура»** (входит в группу Midway) совокупной мощностью 170 тыс. м<sup>3</sup> по переработке сырья в год. Кроме того, совместно с американскими партнерами, реализуется инвестиционный проект по строительству нового деревообрабатывающего комбината «Осетровский ЛДК» в Иркутской области с проектной производственной мощностью 200 тыс. м<sup>3</sup> шпона. В октябре 2006 года стартовал проект лесопильно-деревообрабатывающего завода в г. Сосновоборск Красноярского края (ООО «Енисейский фанерный комбинат») мощностью 350 тыс. м<sup>3</sup> по фанере, 100 тыс. м<sup>3</sup> по шпону и 150 тыс. м<sup>3</sup> по пиломатериалам.

В структуре реализации представлен круглый лес, пиломатериалы и погонажные изделия. **До 90% всех продаж приходится на экспорт; 77% экспорта по стоимости приходится на Японию.** Согласно данным «Эксперт-Сибирь», ЗАО «Миннеско Новосибирск» входит в число крупнейших экспортёров Сибири.

**MS United занимает 33% в импорте японскими компаниями круглого леса из России и 8% - в импорте пиловочника.** Список клиентов Группы на японском рынке представлен крупнейшими корпорациями: Itochu Co., Sojitz Corporation, Ishijin

Co. Ltd, Toyama-Ko Hokuyoozai Cooperative Association, Sumitomo Forestry Co. Ltd, Nippon Paper Lumber Co. LTD. Надежность партнерских отношений подтверждается совместным многолетним опытом работы. Торговая марка Группы MS United благоприятно зарекомендовала себя на зарубежных рынках и хорошо узнаваема.

Прозрачность бизнеса – важный принцип осуществления деятельности MS United. Группа MS United подготавливает **отчетность в соответствии со стандартами МСФО**. Достоверность данных подтверждается ежегодным независимым аудитом, проводимым компанией Moore Stephens.

До 2003 года одним из крупнейших акционеров Группы MS United был ЕБРР, владевший 35% акций холдинговой компании MS United. В настоящее время **эффективным контролирующим акционером Группы является предприниматель Александр Яковлевич Катунин**.

#### MS United Ltd - динамика основных финансовых показателей

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005	9 м 2006
Выручка (\$ тыс.)	36 589	40 203	40 607	57 790	80 187	51 113
EBITDA (\$ тыс.)	837	1 224	1 598	2 797	3 522	2 106
Рентабельность по EBITDA, %	2.29%	3.04%	3.93%	4.84%	4.39%	4.12%
Долг / активы	0.34	0.35	0.50	0.50	0.75	0.48
Долг / EBITDA	5.54	4.92	7.96	9.10	9.94	7.98
EBITDA / Процентные расходы	1.92	2.27	1.70	1.48	1.54	1.38

*Источник: данные компании*

**Финансовая задолженность Группы MS United на 30 сент. 2006 г. составляет \$26.9 млн.**, включая \$4.4 млн. от аффилированных структур. Крупнейшими кредиторами Группы являются Сбербанк, VTB Bank Austria и УралСиб; около 80% всех кредитов и займов получено в долларах США. Средний ссудный процент по задолженности, деноминированной в российской валюте, составляет 13.0% годовых; в долларах США – 10.2%.

**ЗАО «Миннеско Новосибирск» имеет многолетнюю положительную кредитную историю.** На сегодняшний день партнерами Группы являются крупнейшие российские и зарубежные банки: Сбербанк РФ (VIP-заемщик «Сибирского банка Сбербанка РФ»), Банк Москвы, BNP PARIBAS, зарубежные дочерние банки VTB, BSGV. Со всеми этими кредитными организациями сложились доверительные партнерские взаимоотношения, которые подкрепляются продолжительным опытом успешной совместной работы.

# КРАТКИЙ ОТРАСЛЕВОЙ ОБЗОР

## ЛЕСНЫЕ РЕСУРСЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

### Объем лесных ресурсов

По данным исследования FAO Global Forest Assessment, общая площадь лесов в мире по состоянию на 2005 год составляет около 4 млрд. гектаров. Две трети лесной площади расположено на территории десяти самых богатых лесами государств.

Российская Федерация занимает первое место в мире по запасам леса (20% мировых запасов). Площадь лесов, произрастающих на территории Российской Федерации, составляет около 809 млн. (около 50% площади страны).

### Распределение лесных ресурсов по странам по состоянию на 2005 г.

Страна	Площадь лесов (млн. га)	Доля, %
Российская Федерация	809	20%
Бразилия	478	12%
Канада	310	8%
Соединенные Штаты Америки	303	8%
Китай	197	5%
Австралия	164	4%
Демократическая Республика Конго	134	3%
Индонезия	88	2%
Перу	69	2%
Индия	68	2%
Прочие	1 333	34%
<b>Весь мир</b>	<b>3 953</b>	<b>100%</b>

Источник: FAO Global Forest Resources Assessment 2005

Общая площадь лесов в мире имеет тенденцию к сокращению (главным образом из-за перевода земель в сельскохозяйственные угодья), однако, темпы чистых потерь замедляются. В 2000-2005 гг. чистые потери леса составили около 7.3 млн. га в год, тогда как в 1990-2000 гг. этот показатель составлял 8.9 млн. га в год. Российская Федерация не относится к странам с понижающейся долей лесопокрытых площадей, более того за счет недоиспользования потенциала экологически безопасной вырубki запасы леса имеют тенденцию к расширению.

В Российской Федерации леса подразделяются на три группы в зависимости от назначения. Согласно Лесному кодексу РФ:

«...К лесам **первой группы** относятся леса, основным назначением которых является выполнение водоохранных, защитных, санитарно-гигиенических, оздоровительных, иных функций, а также леса особо охраняемых природных территорий.

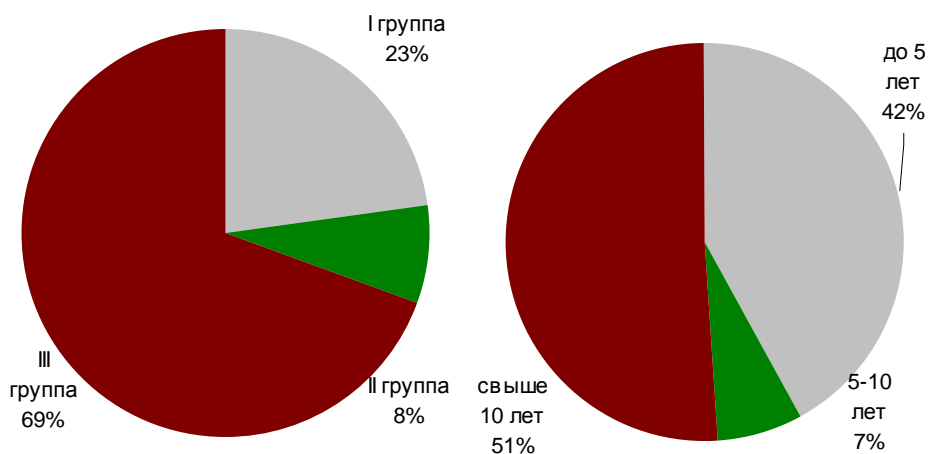
К лесам **второй группы** относятся леса в регионах с высокой плотностью населения и развитой сетью наземных транспортных путей, леса, выполняющие водоохранные, защитные, санитарно-гигиенические, оздоровительные и иные функции, имеющие ограниченное эксплуатационное значение, а также леса в регионах с недостаточными лесными ресурсами, для сохранения которых требуется ограничение режима лесопользования.

К лесам **третьей группы** относятся леса многолесных регионов, имеющие преимущественно эксплуатационное значение».

Согласно данным Рослесхоза, **69% лесопокрытых площадей относятся к III группе**, т.е. эксплуатируемым лесам (см. график ниже).

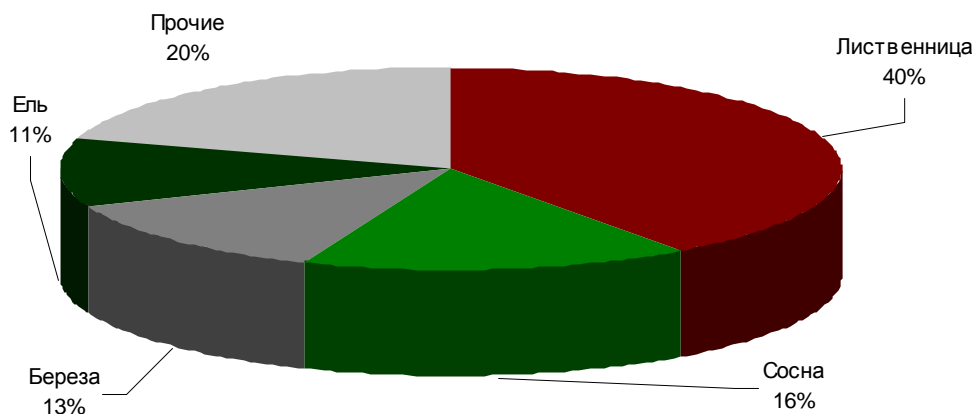
**В Российской Федерации отсутствует частная собственность на лес.** Все лесные ресурсы находятся в собственности государства и предоставляются лесопользователям в аренду. Доля долгосрочных арендных договоров на протяжении последних пяти лет повышается и на 2005 год составляет 51%.

#### Распределение лесных ресурсов по функциональным группам (лев.) срокам аренды (прав.)



Источник: Рослесхоз

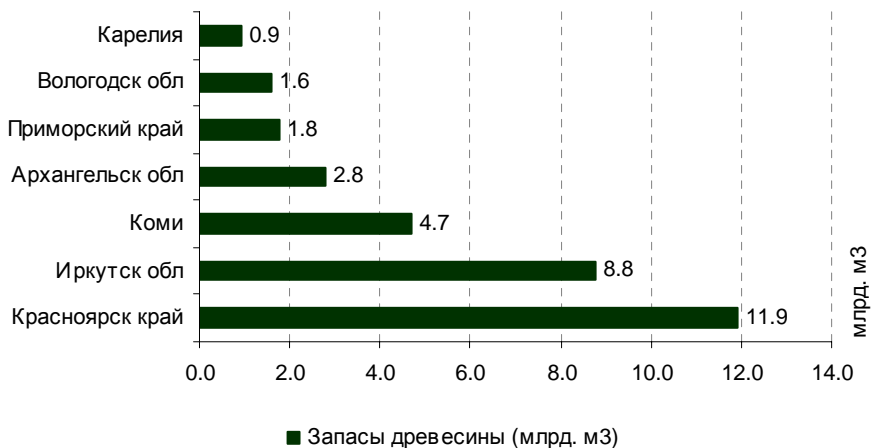
#### Распределение лесопокрытой площади по породам древесины в России



Источник: данные сайта Forest.ru, , расчеты ИГ «Амон»

Территориально, основная масса хвойных лесов расположена в восточной части России: в Западной и в Восточной Сибири, а также на Дальнем Востоке. **Основными лесопромышленными регионами являются** Красноярский край, Иркутская область, Республика Коми, Архангельская область, Приморский край и Вологодская область, а также Карелия.

### Лесопокрытая площадь и запасы древесины на корню по регионам России (2005г.)



Источник: сайт Forest.ru, ФСГС, РБК, Рослесхоз, расчеты ИГ «Атон»

Российская Федерация является третьим по величине производителем круглого леса (8% мирового производства в физическом выражении), уступая США и Канаде – 25% и 12% соответственно.

### Крупнейшие страны - производители делового круглого леса (2005г.)

Страна	Пр-во дел. круг. леса	Доля, %
США, тыс. м3	427 971	25%
Канада	196 442	12%
Российская Федерация	139 500	8%
Бразилия	110 470	7%
Китай	93 200	6%
Швеция	91 700	5%
Германия	50 905	3%
Финляндия	47 116	3%
Индонезия	32 497	2%
Франция	31 490	2%
Чили	29 432	2%
<b>Весь мир</b>	<b>1 691 377</b>	<b>100%</b>

Source: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Атон»

# ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЛПК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

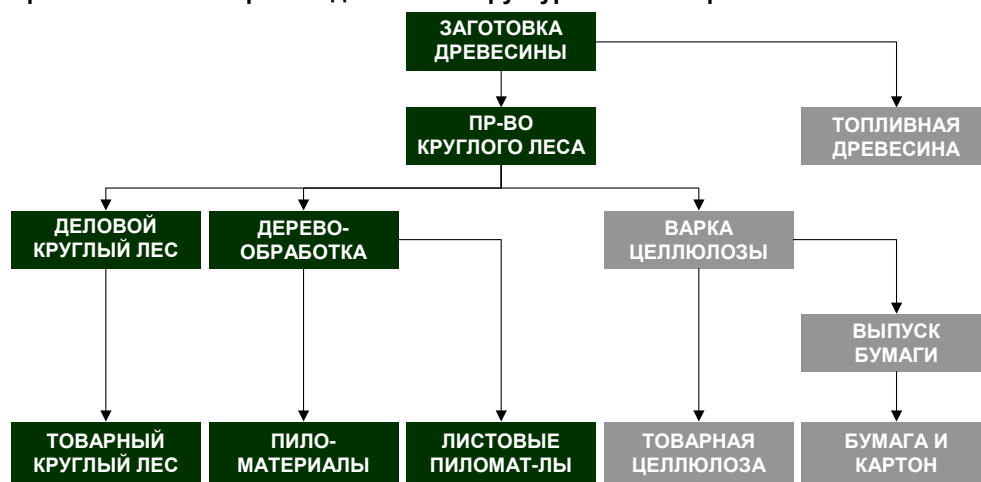
## Структура и динамика развития отрасли

К предприятиям лесопромышленного комплекса (ЛПК) статистически относят достаточно разные производства, работающие на различных экономических принципах, которые зачастую объединяет только то, что их продукция делается из дерева. В большинстве стран (в том числе и в России) производственная структура ЛПК очень сильно фрагментирована, в особенности для продукции с низкой степенью обработки.

В соответствии с простейшей экономической классификацией, предприятия ЛПК являются т.н. «циклическими компаниями», показатели деятельности которых приблизительно следуют общим экономическим показателям конкретной страны. Крупные лесопромышленные компании, как правило, пытаются обезопасить себя от цикличности цен на отдельные виды продукции, диверсифицируя выпускаемую товарную номенклатуру, географически диверсифицируя производство и организуя производство по принципам вертикальной интеграции.

С известной долей условности, в зависимости от типа производимой продукции и степени ее переработки, предприятия ЛПК можно разделить на четыре группы – предприятия, специализирующиеся на заготовке леса, его механической переработке, химической переработке (в частности, изготовление целлюлозы) и изготовлении различных типов бумаги и картона.

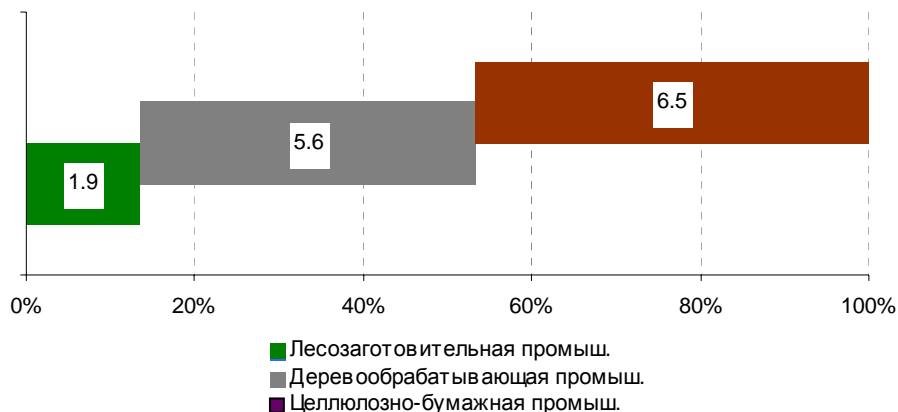
### Приблизительная производственная структура лесной отрасли



Источник: Минпромэнерго, РБК

В соответствии с данными Федеральной службы государственной статистики, в 2005 году стоимость продукции, произведенной предприятиями ЛПК, составила около \$14 млрд.

### Производственная стоимость произведенной продукции в различных сегментах ЛПК, 2005 г, \$ млрд.



Источник: ФСГС, Леспром Индастри Консалтинг, оценка ИГ «Атон»

В целом, официальные статистические данные по отрасли за последние 5 лет отражают умеренный рост производства, по темпам несколько отстающий от общих темпов прироста производственной продукции в российской экономике. Собственно заготовки деловой древесины уменьшаются на 5-6% в год (в единицах физического объема), т.к. российские предприятия заготавливают гораздо больше сырья, чем обрабатывающие мощности, находящиеся на территории РФ, способны обработать.

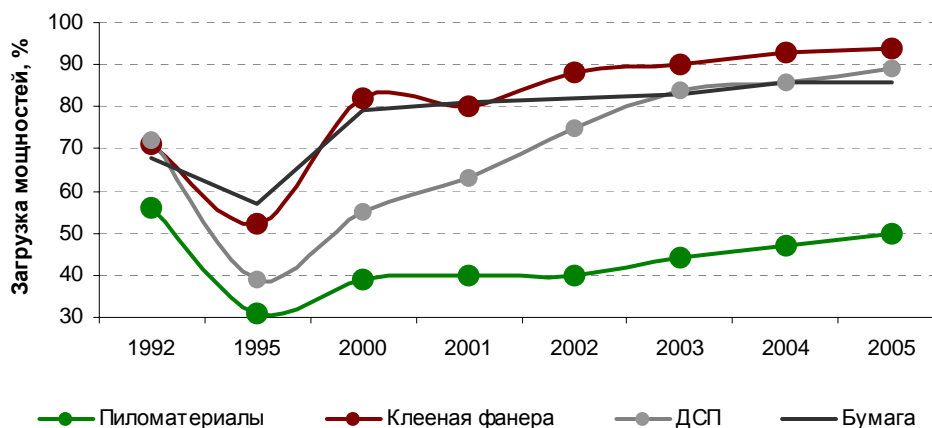
Тем не менее, следует отметить более динамичное развитие сегментов ЛПК, специализирующихся на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью и существенное оживление производства деревообрабатывающей промышленности, что обусловлено повышающимся спросом со стороны строительной отрасли и введением в строй значительных новых мощностей по производству таких видов продукции, как ДСП, ДВП и клееная фанера.

### Индекс промышленного производства ЛПК\* - умеренный рост на протяжении последних 5 лет...



Источник: ФСГС

**... но степень загрузки мощностей в обрабатывающих сегментах – самая высокая среди всех отраслей промышленности**



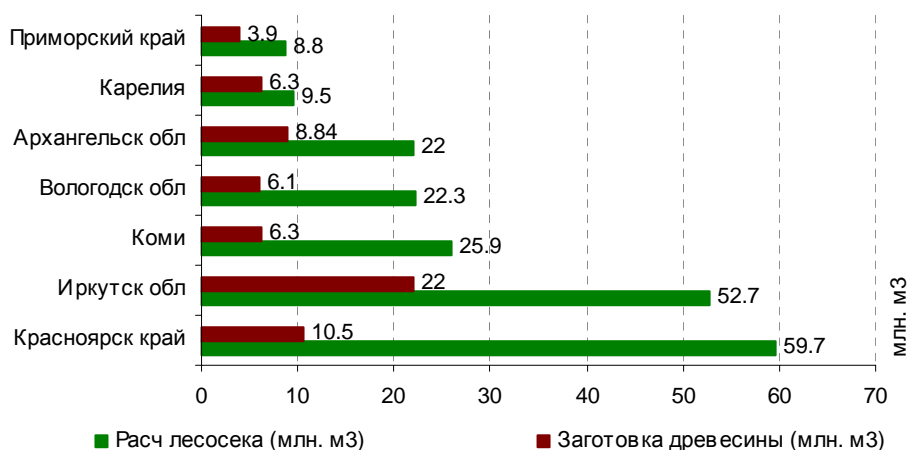
\* обработка древесины и производство изделий из дерева

Источник: ФСГС

**Объем заготовки круглого леса в Российской Федерации в 2005 г. составил около 180 млн. м3 при площади расчетной лесосеки на уровне 585 млн. м3, т.е. используется около 32% восстанавливаемых лесных ресурсов.**

**По объемам заготовки древесины в России лидирует Иркутская область (22 млн. м3) и Красноярский край (10.5 млн. м3).** Объем заготовки древесины в большинстве регионов существенно (в несколько раз) меньше годовой расчетной лесосеки, что обусловлено, в частности, расположением многих заготовительных участков вне пределов транспортной доступности и, как следствие, экономической неэффективностью их разработки.

#### Расчетная лесосека и заготовка древесины в 2005 г. (млн. м3)



Источник: сайт Forest.ru, ФСГС, РБК, Рослесхоз, расчеты ИГ «Атон»

**Ежегодное производство пиломатериалов в России увеличивается на 5-6% в физическом выражении. Доля хвойных пород в структуре производства практически неизменна и составляет 88%.**

### Крупнейшие страны – производители пиломатериалов

Страна	Пр-во пил-ов	Доля, %
США, тыс. м3	95 619	22%
Канада	60 187	14%
Российская Федерация	22 500	5%
Германия	22 121	5%
Бразилия	21 200	5%
Швеция	18 000	4%
Индия	17 500	4%
Япония	13 603	3%
Финляндия	12 269	3%
Китай	12 211	3%
<b>Весь мир</b>	<b>428 651</b>	<b>100%</b>

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

### Динамика производства пиломатериалов в РФ

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005
Пиломатериалы (млн. м3)	19.6	19.24	20.16	21.36	22.5
Темп прироста, %	-	-1.8%	4.8%	6.0%	5.4%
Хвойные породы	87%	88%	88%	88%	88%
Лиственные породы	13%	12%	12%	12%	12%

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

По производству листовых пиломатериалов Россия занимает пятое место в мире с объемом 8.1 млн. м3. Первые места в мировом выпуске занимают США (19%), Китай (19%), Германия (7%), Канада (7%).

### Крупнейшие страны – производители листовых пиломатериалов

Страна	Пр-во лист. пил-ов (тыс. м3)	Доля, %
США	44 163	19%
Китай	43 863	19%
Германия	16 979	7%
Канада	16 851	7%
Российская Федерация	8 103	4%
Малайзия	6 963	3%
Польша	6 580	3%
Франция	6 398	3%
Бразилия	6 283	3%
Италия	5 611	2%
<b>Весь мир</b>	<b>231 506</b>	<b>100%</b>

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

Динамика прироста производства листовых пиломатериалов в Российской Федерации по темпам достигает 12% ежегодно.

### Динамика производства листовых пиломатериалов в РФ

	2001	2002	2003	2004	2005
Листовые пиломат-лы, млн. м3	5.2	5.7	6.4	7.2	8.1
Темп прироста, %	-	10%	13%	13%	12%

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

## Конкурентная среда

В настоящее время в Российской Федерации насчитывается более 20,000 предприятий ЛПК, основную массу которых составляют малые предприятия, специализирующиеся на заготовке лесного сырья и его механической переработке и не входящие в состав более крупных промышленных групп.

При этом, концентрация индустрии значительно различается в разных отраслях: в целлюлозно-бумажной отрасли на 10 крупнейших компаний приходится 80-90% всего производства, в деревообработке – около 40-60%, в лесозаготовке – не превышает 20%.

**Начиная с конца 90-х, в отрасли начался процесс консолидации**, который привел к формированию нескольких крупных вертикально-интегрированных холдингов («Илим Палп», группа «Титан», «Континенталь Менеджмент», Группа «НЛК»), предприятия которых производят широкий ассортимент продукции разной степени переработки и охватывают полный технологический цикл от лесозаготовок до реализации конечной продукции. Хотя в состав этих холдингов входят от нескольких до десятков лесозаготовительных предприятий, в силу ряда причин консолидация в значительно более сильной мере проявилась в сегментах ЛПК, производящих продукцию высокой степени переработки.

**В настоящее время по данным рейтингового агентства «Эксперт РА» к категории крупнейших относятся 9 компаний** годовым оборотом от \$200 млн.

#### **Крупнейшие компании ЛПК по торговому обороту**

<b>\$ млн.</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Илим Палп Энтерпрайз,	1 144.0	1 301.0	1 453.0
Монди Бизнес Пейпа Сыктывкарский ЛПК	341.3	438.9	502.4
Архангельский ЦБК	н.д.	291.9	348.2
Кондопога	198.5	277.0	341.6
Светогорск	250.2	293.8	311.2
Континенталь Менеджмент	200.0	250.0	258.0
"Волга"	193.9	210.0	246.8
Соликамскбумпром	157.3	196.1	229.4
ГК "Титан"	412.3	363.2	193.6

*Источник: Эксперт РА, данные компаний, СМИ*

**Синергетический эффект от вертикальной интеграции в ЛПК проявляется** в снижении прямых издержек по заготовке леса и стабилизации объемов заготовки вследствие диверсификации поставок с различных леспромпхозов; кроме того, достигается экономия на масштабах при обновлении парка заготовительной техники; а также обеспечиваются стимулы для развития инфраструктуры заготовительных участков, в частности, строительства дорог, для повышения экономически эффективной для разработки площади при условии заключения договоров долгосрочной аренды.

**Присутствие иностранных компаний в российском ЛПК** сосредоточено в основном в экспортно-ориентированных сегментах и в сегментах, производящих продукцию с высокой долей добавленной стоимости. Приток иностранного капитала в отрасль существенно активизировался в 2003-2005 годах, причем характер осуществляемых прямых инвестиций достаточно разнообразен.

- **Покупка действующих мощностей** (Anglo American PLC - «Монди Бизнес Пэйпа Сыктывкарский ЛПК»);
- **Покупка российского предприятия с последующей реконструкцией и существенным увеличением производственных мощностей или строительство «с нуля»** (Fritz Egger GmbH – Шуйский ДООЗ, UPM-Kymmene - «Пестово-Ново»); возможен последующий выкуп миноритарных акционеров (выкуп UPM-Kymmene 40% акций «Чудово-RWS» у компании «Новгородлеспром» в июне 2005г.).
- **Покупка доли в бизнесе местного партнера с активным участием в операционной деятельности** (покупка дочерней структурой финского концерна Metsaliitto ОУ 44% доли в лесозаготовительном холдинге «Вологодские лесопромышленники» в середине 2004г.; покупка 50% акций Ilm Holding S.A., контролирующей основные активы «Илим Палп», мировым лидером отрасли – компанией International Paper – в конце 2006г.).

**Сообщения в различных средствах массовой информации свидетельствуют о** возрастающем интересе западноевропейских лесных компаний и к все более масштабным инвестициям в различные сегменты российского ЛПК.

## **Государственное регулирование деятельности ЛПК**

**Государство сохранило свое присутствие** только в сегментах ЛПК, производящих продукцию с низкой степенью переработки. По различным оценкам, т.н. «лесхозы», находящиеся в ведении Федерального агентства лесного хозяйства, производят около 15-20% от общего объема лесозаготовок. Тем не менее, как и в других сырьевых отраслях, государство является важным агентом формирования конкурентной среды в отрасли, определяя правила лесопользования и аренды лесного фонда и устанавливая экспортные и импортные тарифы на различные виды продукции ЛПК.

**Государственное регулирование отрасли** осуществляется в виде издания законодательных актов, регулирующих правила лесопользования и контроля за их исполнением. В Российской Федерации, в отличие от большинства европейских стран, не существует частной собственности на лесные угодья. Существующие правила лесопользования регулируются Лесным Кодексом в редакции 1997 года, основные положения которого вызывают достаточно много нареканий со стороны различных заинтересованных сторон; уже в течение довольно долгого периода времени в Государственной Думе на обсуждении находится новый проект Лесного Кодекса. Потенциальные изменения в законодательстве вносят существенную неопределенность в деятельность предприятий ЛПК и являются предметом оживленного обсуждения в СМИ.

**В соответствии с существующим законодательством**, лесные участки сдаются в аренду на различные сроки, а права на аренду периодически перераспределяются между потенциальными лесопользователями. Перераспределение осуществляется как аукционным путем (около 1/5 арендованного лесного фонда), так и административными способами, определяемыми местными органами управления. Арендатор несет ограниченный круг обязательств по поддержанию лесного фонда и развитию инфраструктуры лесопользования.

**Проект нового Лесного Кодекса** (многие положения из которого уже вступили в действие) предусматривает сроки аренды лесов лесопользователями длительностью 5-49 лет. Получая право на долгосрочную аренду лесов, арендатор должен будет взять на себя расходы по лесоустройству, на строительство инженерной инфраструктуры и дорог и защиту лесов от пожаров и вредителей. После принятия нового Лесного Кодекса будет действовать только аукционная передача лесов в аренду.

**По планам разработчиков законопроекта**, данные изменения будут способствовать процессу выделения из общей массы лесопользователей наиболее сильных с финансовой точки зрения компаний, а также стимулировать развитие глубокой переработки древесины.

**При проведении в жизнь вышеописанных принципов лесопользования**, небольшие лесозаготовительные компании, по-видимому, не смогут существовать как самостоятельные арендаторы лесного фонда и будут вынуждены осуществлять разработку на условиях субаренды или подряда у крупных лесопромышленных компаний. Альтернативным путем развития небольших предприятий будет их консолидация, что приведет к созданию новых вертикально-интегрированных компаний.

**В настоящее время в органах федеральной законодательной и исполнительной власти** обсуждается ряд мер, направленному на стимулирование развития производств ЛПК, производящих товары с глубокой степенью переработки (в октябре 2006 г. президент Владимир Путин публично поставил задачу разработать план повышения экспортных пошлин на круглый лес для сокращения объемов внешних поставок и стимулирования перерабатывающих отраслей ЛПК внутри России). К числу уже принятых в течение 2005-2006 гг. и находящихся в обсуждении тарифно-регулирующих мер относятся:

- **существенное снижение** (в 2005-2006 гг.) импортных пошлин на основные виды высокотехнологичного оборудования (более 600 наименований), не производимого в России;
- **отмена экспортных таможенных пошлин** более чем на 300 видов продукции ЛПК продукции глубокой переработки;
- **увеличение импортных пошлин на мебель** (видимо, временная мера, которая будет скорректирована после вступления России в ВТО, ожидаемого в 2007 г.);
- **существенное повышение** вывозных таможенных пошлин на необработанную древесину (в частности, хвойную древесину и фанерный кряж). В настоящее время действует комбинированная ставка экспортной пошлины: 6.5% от таможенной стоимости, но не менее 4 евро за м3, с 1 января 2007 года – 10%, но не менее 6 евро за м3. По сведениям газеты «Коммерсант»<sup>1</sup>, в ближайшее время МЭРТ внесёт на рассмотрение правительства проект постановления, предусматривающий ежегодное повышение ставок на 30% (к 2010 году адвалорная составляющая вырастет в три раза – до 20%, специфическая составляющая – в шесть раз, до «не менее 24 евро за м3»). Постановление (если будет принято) вступит в действие с 1 марта 2007 года.

**Руководство и акционеры Группы MS United самым тщательным образом учитывают в своих производственных планах** общее усиление режима государственного регулирования экспорта круглого леса. В частности, Группа усиленными темпами осуществляет развитие собственных обрабатывающих производств (в рамках СП Midway United) и готова перенаправить на них потоки собственной заготавливаемой древесины с экспортных направлений. По трейдинговым объёмам (т.е. перепродаже на экспорт древесины, закупленной у третьих сторон) наверняка будет иметь место перераспределение дополнительных пошлин между производителями, трейдерами и конечными покупателями. Влияние данных изменений на прибыльность собственно трейдерского бизнеса сложно предугадать, но руководство Группы полагает, что статус практически монопольного поставщика некоторых видов древесины на большие экспортные рынки (Японию) позволит ей в существенной мере сохранить свою оптовую маржу.

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЛПК

**Операционные показатели компаний ЛПК**, как и других секторов, ориентированных на производство сырьевых товаров, формируются главным образом в зависимости от динамики цен на производимую продукцию, которая, в

---

<sup>1</sup> «Коммерсант», 21 ноября 2006г.

свою очередь, определяется региональным спросом цены и предложения. Ценовые циклы на различные виды продукции ЛПК формируются по-разному.

## Формирование цен - экспортное производство

Внутренний спрос РФ на продукты ЛПК невысокой степени переработки в настоящее время недостаточен для потребления производимой продукции. При годовом объеме вывозки деловой древесины приблизительно 80 млн. м3 (2005 г.), Россия является нетто-экспортером круглого леса; среднегодовой объем экспорта составляет около 45-50% от объема вывезенной древесины.

По объемам экспорта круглого леса Россия с большим отрывом занимает первое место в мире (28% в денежном выражении на 2005 г.).

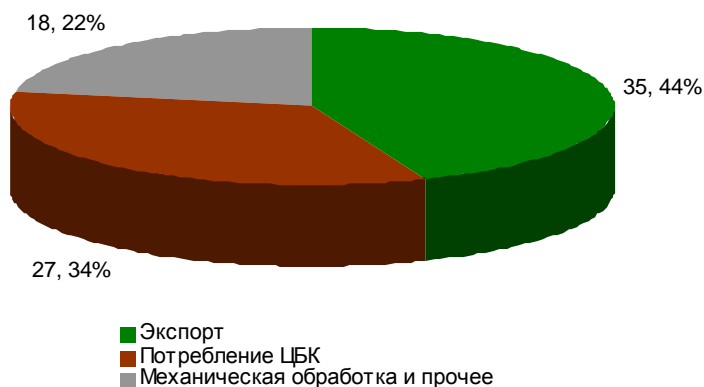
### Крупнейшие страны – экспортеры круглого леса

Страна	Экспорт (тыс. м3)	Экспорт (\$ млн.)	Доля пр-ва, %
Российская Федерация	35 000	2 858	44%
США	9 815	1 454	14%
Канада	5 197	495	5%
Германия	6 071	450	4%
Новая Зеландия	5 240	290	3%
Индонезия	934	278	3%
Франция	3 761	261	3%
Папуа Новая Гвинея	2 016	200	2%
<b>Весь мир</b>	<b>128 550</b>	<b>10 097</b>	<b>100%</b>

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Атон»

Основными импортерами российского древесного сырья на мировом рынке являются Китай (46.8%), Финляндия (22.1%), Япония (12.5%), Швеция (4.2%).

- **Китай в последние 10 лет резко увеличил свою активность в международной торговле лесными товарами.** Наличие дешевой рабочей силы позволяет наращивать экспорт лесной продукции глубокой обработки, произведенной на основе российского сырья, в страны ЕС и Северной Америки.
- **Япония – также важный рынок сбыта для отечественного ЛПК,** территориальная близость которого к Сибирскому региону обуславливает низкие транспортные издержки и, как следствие, высокую конкурентоспособность российской древесины.
- **Европейские страны являются традиционными импортерами российской древесины,** которая используется для загрузки местных деревообрабатывающих и целлюлозно-бумажных предприятий, продукция которых впоследствии частично импортируется обратно в Россию (плиты MDF, мебель, меловая бумага, картон). Финляндия, в частности, осуществляет закупки лесоматериалов твердых пород (вкл. березу) из России для удовлетворения потребностей в сырье целлюлозной промышленности.

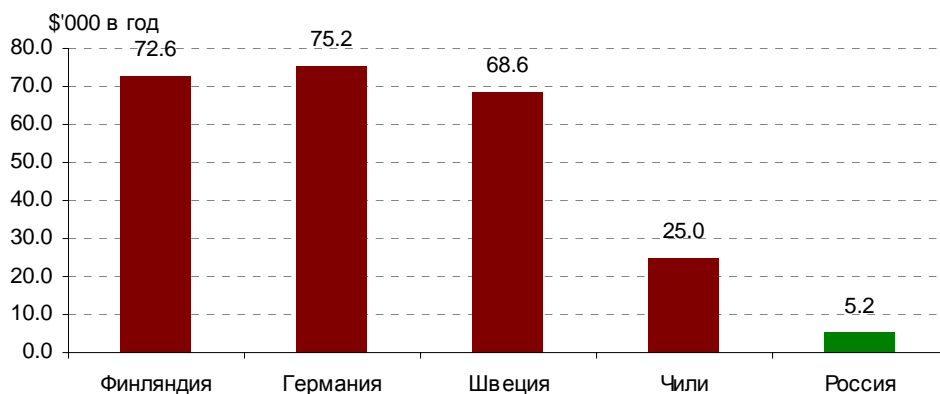
**Структура потребления заготовленного в РФ круглого леса, 2005 г. (млн. м3, %)**


Источник: ФСГС, оценка ИГ «Атон»

**В настоящее время, производственные модели большинства средних и крупных компаний ЛПК, специализирующихся на производстве продуктов механической переработки древесины, носят ярко выраженный экспортно-ориентированный характер.**

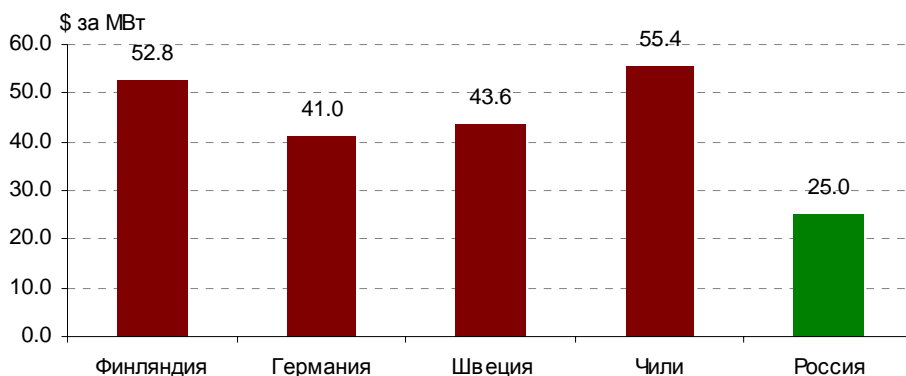
**Российские компании как экспортёры продукции ЛПК обладают рядом экономических преимуществ по сравнению с западными конкурентами:**

- **Существенно более низкий размер попенной платы** (фиксированной платы за древесину на корню в доход государства). В России цена за кубометр леса «на корню» составляет около \$1 за м3, тогда как в Латвии \$16 за м3, в Финляндии и Швеции – около \$40 евро.
- **Существенно более низкие расходы на электроэнергию и трудовые ресурсы.** Российские тарифы на электроэнергию также значительно ниже прочих стран – производителей лесных товаров, и не превышают \$25 за МВт по сравнению с \$52.8 за МВт в Финляндии или \$41.0 за МВт в Германии.

**Средняя годовая заработная плата по некоторым странам мира**


Источник: Илим Палп

### Стоимость электроэнергии по некоторым странам мира



Источник: Илим Палп

Различные виды продукции механической переработки древесины, производимые в России имеют разную степень привлекательности с точки зрения их экспорта.

### Экспортная привлекательность производства отдельных видов продукции переработки древесины

	Продукты механической переработки					
	Круглый лес	Пиломат.	ДВП	ДСП	Фанера	Дома
Привлекательность для экспорта	++	++	-	-	++	-
Потенциал внутреннего спроса	-	+	++	++	+	++
% экспортного производства	40%	38%	нд	нд	64%	нд

Источник: Леспром Индастри Консалтинг, оценка ИГ «Атон»

- **Деловая древесина, пиломатериалы и фанера** являются традиционными для России видами сырьевых экспортных товаров, высоко конкурентоспособными по цене и качеству;
- **Производимые в России плиты ДСП** не являются конкурентоспособными на мировом рынке (цены внутреннего рынка превышают экспортные), поэтому их экспорт практически отсутствует. Наблюдается бурный рост производства этого вида продукции, обусловленный постоянно увеличивающимся спросом со стороны отечественной мебельной промышленности<sup>2</sup>;
- **Экспорт древесноволокнистых плит (ДВП)**, в частности древесноволокнистых плит средней плотности (МДФ), в настоящее время невелик в связи с недостаточным отечественным производством. Следует

<sup>2</sup> Здесь и далее в этом разделе использованы материалы обзоров «Леспром Индастри Консалтинг»

отметить существенный потенциальный внутренний спрос на этот вид продукции.

**Основная часть произведенных в России пиломатериалов направляется на экспорт** (в 2005 г. - 68%), при этом в географии поставок важнейшие места занимают Египет (около 10%), Китай (9%), Япония (8%) и страны ЕС (более 20%). Россия является четвертым по величине экспортером пиломатериалов в мире, после Канады (29% в денежном выражении), Швеции (9%) и США (7%).

#### Крупнейшие страны – экспортеры пиломатериалов в 2005 г.

Страна	Экспорт (тыс. м3)	Экспорт (\$ млн.)	Доля, %
Канада	41 183	8 710	29%
Швеция	11 898	2 847	9%
США	5 010	2 140	7%
Российская Федерация	15 400	1 903	6%
Финляндия	7 663	1 616	5%
Германия	6 445	1 610	5%
Австрия	7 281	1 486	5%
Бразилия	3 163	836	3%
Малайзия	3 352	666	2%
Индонезия	2 008	664	2%
<b>Весь мир</b>	<b>134 887</b>	<b>30 109</b>	<b>100%</b>

Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

#### Динамика усреднённых экспортных цен на пиломатериалы (\$ за м3)



Источник: FAOSTAT Forest Database, расчеты ИГ «Амон»

**В отличие от «простых» пиломатериалов**, значительный объем производимых в России листовых пиломатериалов (73% в 2005 г.) реализуется на внутреннем рынке. В среднем, реализация на экспорт производится по ценам несколько ниже среднемировых, что объясняется преобладанием в структуре российского экспорта в данной товарной категории низкотехнологичной продукции – фанеры и шпона.

## Формирование цен - внутренний рынок

**Ценообразование на внутреннем рынке деловой древесины** происходит на затратной основе. Рынок ассортимента низкой степени переработки носит отчасти региональный характер, так как низкая весовая стоимость делает нерентабельной перевозку на большие расстояния. Динамика изменения рыночных цен на высококачественную деловую древесину и пиломатериалы на внутреннем рынке приблизительно соответствует инфляционной.

**Для товаров высокой степени переработки** динамика спроса определяется существенным увеличением жилищного и дачного строительства, а так же резко увеличивающимся спросом со стороны производителей мебели как на

пиломатериалы, так и на фанеру и древесные плиты различных типов (МДФ, ОСБ, ДСП). Имеющиеся мощности по производству изделий этого ассортимента существенно недостаточны для обеспечения внутреннего спроса (загрузка производственных мощностей деревообработки – самая высокая среди всех отраслей промышленности), поэтому производство «плоских изделий» из дерева в России – один из самых интенсивно развивающихся сегментов деревообрабатывающей промышленности.

## Особенности заготовки древесины

### Сезонность производства

Лесозаготовительной отрасли свойственен сезонный характер за счет влияния двух факторов:

- **во-первых**, с биологической точки зрения вегетативные процессы в дереве в зимний период замедляются, и их рубка в этот период обеспечивает лучшие технические характеристики (так, заготовленная летом сосна приобретает синеватый оттенок и в разы теряет в стоимости), а также большую устойчивость к гниению и воздействию вредителей (в частности, жуков-короедов).
- **во-вторых**, в зимнее время года повышается проходимость лесных дорог. С другой стороны, ряд лесозаготовительных предприятий находится вне доступности железнодорожных путей, и осуществляют транспортировку продукции водным транспортом, что ограничивает возможность реализации продукции летним навигационным периодом. В результате совокупного действия указанных факторов наиболее эффективным временем для заготовки древесины является октябрь-май. Колебания же объемов вывозки и реализации несколько более сглажены на протяжении года.

С организационной точки зрения заготовительному сезону предшествует подготовительный сезон, приходящийся на июнь-октябрь. Этот период характеризуется существенными расходами и относительно низким уровнем поступлений. Пик расходов приходится на август-сентябрь. В структуре себестоимости заготовки самую большую часть после заработной платы занимают расходы на ГСМ и ремонт автотранспорта. В этот период предприятие проводит подготовительные работы, производится ремонт трелевочной, лесовозной и погрузочной техники, а также кранового хозяйства, осуществляется закупка горюче-смазочных материалов, проводится текущий ремонт автодорог собственными силами. Заготовительный сезон (октябрь-май) характеризуется высоким уровнем поступлений и некоторым снижением расходов. Расходы на заработную плату также подвержены сезонным изменениям (большая часть оплаты труда, как правило, является сдельной) пик расходов приходится на октябрь-май, однако сезонное увеличение компенсируется ростом поступлений.

Лесозаготовительные предприятия, связанные с Группой MS United, расположены в достаточной близости от железной дороги, кроме того, значительный объем древесного сырья закупается у сторонних поставщиков, что несколько сглаживает эффект сезонности, свойственные отрасли.

### Способы заготовки

С производственной точки зрения, существуют два метода вывозки древесины: хлыстовой и сортиментный.

- **Хлыстовой:** обрезка сучьев на месте валки или верхнем складе (свободное от деревьев место в непосредственной близости от участка заготовки и в пределах доступности автомобильным транспортом), вывозка хлыста (дерево без сучьев) целиком автомобильным транспортом на нижний склад (склад, расположенный при железнодорожном тупике и оснащенный крановым хозяйством для загрузки лесовозных платформ или полувагонов).
- **Сортиментный:** обрезка сучьев и раскряжевка (поперечная распиловка) производится непосредственно на месте валки, сортименты пакуются в пачки, которые доставляются на верхний склад для погрузки на автомобильный транспорт и последующей вывозки на нижний склад.

# ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

---

## ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА И ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА

### Организационная структура

С функциональной точки зрения, бизнес Группы подразделен на три сегмента в зависимости от функциональной принадлежности входящих в конкретный сегмент предприятий и состава акционеров.

В **первый сегмент** выделено шесть юридических лиц, входящих в периметр консолидации отчётности по МСФО компании MS United Ltd (Великобритания). К данной группе относятся торгово-логистические и деревообрабатывающие предприятия, генерирующие основные денежные потоки Группы:

- **MS United Limited** (Поручитель) – холдинговая структура, зарегистрированная на территории Великобритании;
- **ЗАО «Миннеско Новосибирск»** (Эмитент) – торговый оператор, через которого осуществляется прохождение всех товарных и финансовых потоков, связанных с реализацией товаров как внутри России, так и за рубежом; является основным центром аккумуляции прибыли внутри Группы; обеспечивает логистику грузов (подвижной состав, контракты на хранение, перевалку грузов, фрахт судов, страхование рисков);
- **MSU Japan Inc.** - торговое представительство в Токио, Япония;
- **ООО «МС ТрансСервис»** - транспортно-экспедиторская компания;
- **ООО «Кансквуд»** - деревообрабатывающее предприятие мощностью 90 тыс. м3 в год; расположено в г. Канск Красноярского края;
- **Pacific Max Limited** – дочернее предприятие, торговое представительство в Гонконге.

**Второй сегмент** состоит из не входящих в периметр консолидации MS United Ltd лесозаготовительных предприятий Красноярского края: ЛПХ ООО «Чуноярлес», ЛПХ ООО «Митек», а также холдинга ООО «Русский лес» (держатель 100% долей в каждом из леспромпхозов). Весь заготавливаемый лес вышеуказанных предприятий поставляется на ЗАО «Миннеско Новосибирск». Деятельность сегмента полностью контролируется указанными выше акционерами за счет владения 90% долей в холдинговой компании ООО «Русский лес».

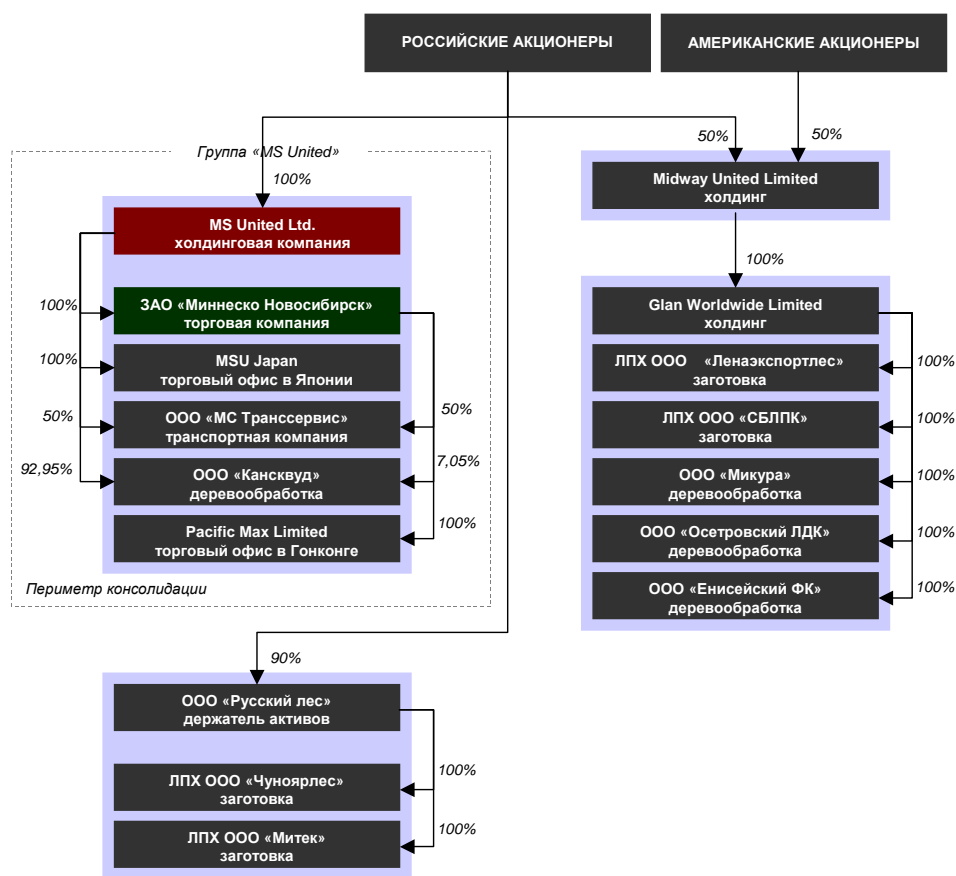
**Все вышеперечисленные юридические лица объединены** наличием общих акционеров, единой стратегией, взаимозависимостью и согласованностью операций и осуществлением продаж через единый сбытовой центр.

Эффективным собственником названных выше компаний является предприниматель Александр Яковлевич Катунин. Акционеры и команда менеджеров Группы имеют богатый опыт ведения бизнеса в России, что позволяет эффективно решать административные вопросы (GR) и взаимодействовать с представителями делового сообщества в регионах, где представлены интересы Группы.

**Третий сегмент** – созданная в 2006 году совместно с американским капиталом группа Midway United (50%-е участие в капитале акционеров MS United). В состав сегмента входят холдинг Midway United Ltd., холдинг Glan Worldwide Ltd., заготовительные предприятия ЛПХ ООО «Северобайкальская лесопромышленная компания» и ЗАО «Ленаэкспортлес», деревообрабатывающий завод ООО «Микура», а также строящиеся предприятия по производству фанеры и пиломатериалов «Осетровский ЛДК» и «Енисейский ФК».

Одним из партнеров российской стороны в проекте Midway United Ltd является компания **Murphy Timber Company (США)**, крупный производитель высококачественной фанеры и отделочных материалов. В рамках проектов строительства лесопильных и деревообрабатывающих комплексов в ООО «Осетровский ЛДК» и ООО «Енисейский ФК» американские коллеги осуществляют поставку деревообрабатывающего оборудования, обеспечивают пуско-наладку производства силами приглашенных специалистов-технологов, а также принимают участие в решении вопроса со сбытом продукции завода.

#### Организационная структура Группы MS United и связанных компаний



Источник: Данные компании

## История развития

**1998 год.** Начало строительства деревообрабатывающего предприятия ООО «Кансквуд» в Красноярском крае мощностью 90 тыс. м3 по переработке сырья в год.

**2000 год.** Введено в строй деревообрабатывающее предприятие ООО «Микура» (г. Усть-Кут, Иркутская область) мощностью 80 тыс. м3 по переработке сырья в год.

**2001 год.** Блокирующий пакет акций компании MS United Limited приобретает Европейский Банк Реконструкции и Развития. ЗАО «Миннеско Новосибирск» совместно с MS United Limited выступают участниками транспортной компании ООО «МС ТрансСервис», созданной для осуществления транспортно-экспедиционной деятельности.

**2002 год.** Компания ООО «МС ТрансСервис» получает статус компании-оператора Министерства путей сообщения РФ, что позволяет повысить эффективность собственных перевозок грузов.

**2003 год.** Современные акционеры консолидируют акции MS United Limited – выкупают у ЕБРР принадлежащий ему блокирующий пакет акций MS United Limited, а также доли прочих акционеров.

**2003 год.** Акционеры приобретают лесозаготовительное предприятие в Иркутской области – ЗАО «Ленаэкспортлес».

**2004 год.** Акционеры приобретают сеть лесозаготовительных предприятий в Красноярском крае. Расчетная лесосека связанных заготовительных предприятий увеличивается до почти 1 млн. м3 в год.

**2004 год.** Приобретена площадка на территории Осетровского речного порта на реке Лена для строительства деревообрабатывающего завода «Осетровский ЛДК».

**2004 год.** Акционерами сформирована компания ЗАО «МС Менеджмент», которая приняла управление активами Группы.

**2006 год.** Образовано совместное российско-американское предприятие Midway United Ltd для строительства фанерных заводов. Начало процесса формирования новой российско-американской холдинговой структуры на базе ЗАО «Ленаэкспортлес», ООО «Микура», ООО «Северобайкальская лесопромышленная компания», ООО «Осетровский ЛДК». Стартовал проект «Енисейский ФК».

**2006 год.** Образована дочерняя компания ЗАО «Миннеско Новосибирск» в Гонконге - Pacific Max Limited.

## Менеджмент

- **Эскин Владимир Николаевич, директор ЗАО «Миннеско Новосибирск», к. э. н.,** окончил факультет «Экономика, организация и управление машиностроительным производством» Московского авиационного института им. С. Орджоникидзе. После окончания института, работая на заводе, поступил в аспирантуру Московского автомобильного института, где получил степень кандидата экономических наук, работал на руководящих должностях в крупных российских компаниях. С 2003 по 2005 годы - один из директоров MS United Ltd (Великобритания), являющейся 100% материнской компанией для ЗАО «Миннеско Новосибирск». С 2006 года – директор и член Совета директоров ЗАО «Миннеско Новосибирск». Общественная деятельность: член Наблюдательного совета АСПС

(Ассоциации независимых собственников подвижного состава), член координационного совета ФАЛХ (Федеральное агентство лесного хозяйства), член комитета по развитию лесной промышленности и лесного хозяйства Торгово-промышленной палаты РФ.

- **Торшин Василий Иванович, первый заместитель директора ЗАО «Миннеско Новосибирск», к. т. н.,** окончил Новосибирский Государственный Университет. Защитил кандидатскую диссертацию. Работал в Вычислительном Центре СО АН СССР на должности заведующего научно-исследовательской группой. В лесном бизнесе – с 1995 года. В 1997 году приступил к работе в только что созданном ЗАО «Миннеско Новосибирск» в должности заместителя директора. В 2000 году вошел в состав Совета директоров компании MS United Ltd (Великобритания), являющейся 100% материнской компанией для ЗАО «Миннеско Новосибирск». С 2004 по февраль 2006 являлся директором компании ЗАО «Миннеско Новосибирск». С 2004 года является членом, а с 2006 г. – Председателем Совета директоров ЗАО «Миннеско Новосибирск».
- **Говоркова Анна Александровна, главный бухгалтер ЗАО «Миннеско Новосибирск»,** имеет два высших образования: техническое (Новосибирский Институт водного транспорта) и экономическое (Новосибирский государственный университет). Несколько лет проработала в налоговой инспекции в должности главного налогового инспектора. Работала финансовым аудитором в компании «Сибирский берег».

## Географическое местоположение

География расположения предприятий, входящих в Группу и связанных с ней, отражает бизнес-модель деятельности: холдинговые компании расположены в Лондоне и Москве, оперативное управление торговым блоком осуществляется из Новосибирска, заготовительные и деревообрабатывающие предприятия дислоцированы в сибирском регионе России, торговые представительства в Японии и Гонконге ориентированы на покрытие основных экспортных рынков сбыта.

### Географическое местоположение предприятий MS United и связанных компаний



Источник: данные Компании

## ОПЕРАЦИОННАЯ МОДЕЛЬ

### Заготовка древесины

Основные виды древесины, являющиеся предметом деятельности Группы MS United и связанных компаний: ангарская сосна и сибирская лиственница.

- **Ангарская сосна** – хвойная древесина, обладающая высокой механической прочностью, легкостью обработки и низкой теплопроводностью, приблизительно в полтора раза плотнее обычной сосны; имеет своеобразный текстурный рисунок.
- **Сибирская лиственница** – высококачественная древесина твердых пород (по шкале Бриннеля сопоставима с дубом или буком), повышенной биологической стойкости (не подвержена разрушению грибами или жучками-вредителями, гниению), огнестойкая, по эстетическим свойствам характеризуется хорошим цветом и структурой.

Оба сорта пользуются повышенным спросом со стороны деревообрабатывающей, мебельной и домостроительной отраслей как внутри России, так и за рубежом.

**Сырьевое обеспечение деятельности Группы MS United осуществляется из двух источников:** заготовка силами связанных предприятий и закупка у сторонних поставщиков, как на основе предсезонного финансирования, так и без одного (по принципу поставка против оплаты).

#### Динамика закупок леса Группой MS United в 2001-9 мес. 2006 г.

	2001	2002	2003	2004	2005	9м 2006
Сторонние заготовители, тыс. м3	408.1	402.2	327.4	328.7	323.9	518.6
Красноярская группа	-	-	-	75.5	357.8	90.1
СП Midway United	-	-	-	-	53.4	48.7
<b>Всего</b>	<b>408.1</b>	<b>402.2</b>	<b>327.4</b>	<b>404.3</b>	<b>735.1</b>	<b>657.4</b>

Источник: данные компании

**Наличие собственного заготовительного хозяйства, а также налаженные связи с прочими леспромпхозами служат гарантией бесперебойного обеспечения деятельности Группы сырьем, а также позволяют контролировать всю торгово-производственную цепочку от заготовки древесины до ее реализации конечным потребителям. Контроль качества закупаемой продукции обеспечивается присутствием представителей ЗАО «Миннеско Новосибирск» на местах отгрузки.**

По состоянию на 1 ноября 2006 г. на заготовительных предприятиях было занято около **300 единиц тяжелой заготовительной техники**, из них около 60 трелевочников.

#### Связанные лесозаготовительные предприятия

Предприятие	Место нахождения	Число работников
ООО "Чуноярлес"	Красноярский край	667
ООО "Митек"	Красноярский край	128
ООО "СБЛПК"	Республика Бурятия	109
ЗАО "Ленаэкспортлес"	Иркутская область	188

Источник: данные компании

**Лесозаготовительное направление Группы и связанных компаний представлено следующими компаниями:** ООО "Митек" и ООО "Чуноярлес" (Богучанский район Красноярского края). В составе Группы Midway United находятся заготовительные

предприятия ООО "Северобайкальская лесопромышленная компания" (Республика Бурятия) и ЗАО "Ленаэкспортлес" (г. Усть-Кут, Иркутская область).

**Совокупная расчетная лесосека на текущую дату составляет более 988 тыс. м3 в год.** Наиболее крупными лесозаготовительными предприятиями являются ООО «Чуноярлес» и ООО «Митек». По срокам аренды преобладают участки в долгосрочной аренде (75% всей лесосеки). Вероятность продления краткосрочных договоров, по мнению руководства Группы, стремится к 100%.

#### Расчетная лесосека связанных компаний по предприятиям

Предприятие	Расчетная лесосека (тыс. м3 в год)	Срок аренды
ООО "Чуноярлес"	88.5	2046
ООО "Чуноярлес"	131.2	2047
ООО "Чуноярлес"	241.7	2007
ООО "Митек"	242.8	2054
ЗАО "Ленаэкспортлес"	133.0	2054
ЗАО "Ленаэкспортлес"	81.0	2054
ООО "СБЛПК"	70.0	2055
<b>Итого</b>	<b>988.2</b>	

Источник: данные компании

На лесозаготовительных предприятиях Группы используется как хлыстовой, так и сортиментный способы заготовки леса. В последнее время **приоритет отдается развитию сортиментного способа**, поскольку он позволяет обеспечить более полное использование древесного сырья.

## Логистика

**Лесозаготовительные предприятия, связанные с Группой и являющиеся поставщиками деловой древесины для деревоперерабатывающего и торгового подразделений Группы MS United, расположены в достаточной близости от основных железнодорожных путей – до 200-250 км, при максимальном экономически эффективном удалении на уровне 300 км.**

**От железнодорожных тупиков в глубь леса проложены гравийные дороги, от которых отходят «усы» непосредственно до участка валки.** Автомобильный транспорт осуществляет доставку сортиментов с верхнего склада, прилегающего к участку валки, до нижнего склада, расположенного у железнодорожного тупика и оснащенного крановым хозяйством. Все железнодорожные тупики находятся в собственности Группы.

**По железной дороге круглый лес доставляется либо на переработку на площади заводов ООО «Кансквуд» и ООО «Микура», либо транспортируется в морские порты для последующей отправки в Японию и Китай морским транспортом либо через пограничные переходы в Китай.** Для транспортировки пиломатериалов от производителей до потребителей используется железнодорожный транспорт (вагоны, контейнеры) и грузовой автомобильный транспорт.

**Железнодорожные перевозки осуществляются силами подрядных организаций.** Группа и связанные компании тесно сотрудничают с «Независимой транспортной компанией», которая оказывает полный комплекс транспортно-логистических услуг, а также обеспечивает авансирование услуг РЖД. Подрядчик производит подачу состава на ж/д тупик, где осуществляется погрузка сортиментов собственной крановой перевалочной техникой и сдача-приемка по качеству и количеству. Для перевозки леса используется два типа вагонов: полувагон со стойками, вместительностью до 70-75 м3 круглого леса, и спецплатформа, вместительностью около 70 м3.

**Обеспечение логистического сопровождения движения лесных товаров по железной дороге** входит в функции ООО «МС ТрансСервис». В 2004 году ООО «МС ТрансСервис» были приобретены и переоборудованы для перевозки лесных грузов 72 железнодорожных вагона. В планах Группы значительно нарастить парк собственных вагонов для повышения эффективности перевозок.

**В состав связанных лиц MS United входит ООО «Осетровский ЛДК»**, обладающий правами собственности на центральную часть речного порта на реке Лена (г. Усть-Кут). Площадь данного участка составляет 34 га, он оборудован причалами, порталными кранами и складскими помещениями, имеются три подъездные железнодорожные ветки.

Речной порт выполняет две основные функции:

- **во-первых**, часть закупаемого лесного сырья сплавляется по реке Лена, и крановое хозяйство порта обеспечивает экономичный вылов сплавного леса, его складирование и погрузку на железную дорогу для последующей доставки либо на завод ООО «Микура», либо на экспорт.
- **во-вторых**, в настоящее время на территории порта планируется строительство деревообрабатывающего завода «Осетровский ЛДК».

**Месторасположение завода и доступность транспортной инфраструктуры** обеспечит низкие транспортные издержки, как при подвозке сырья, так и при транспортировке готовой продукции.

**Кроме того, Группа имеет хорошо налаженные связи с Находкинским морским торговым портом** – одним из крупнейших портов Дальнего Востока. Благодаря продолжительному периоду сотрудничества, MS United имеет эксклюзивные условия на обслуживание в порту. С целью экспедирования экспортных лесных грузов в порту Находка был организован филиал ЗАО «Миннеско Новосибирск». Все продажи Группы, проходящие через Находку в Японию, обрабатываются указанным филиалом.

**Через Находкинский морской торговый порт проходят все поставки Группы в Японию и Корею, частично – в Китай.** Базис поставки (по Инкотермс 2000) – CIF (стоимость, страхование, фрахт). Небольшая часть поставок в Китай идет через пограничные переходы Забайкальск и Гродеково по базису поставки DAF (доставлено на границу).

**Транспортировка пиломатериалов по территории России от производителей до порта в Находке** осуществляется железнодорожным транспортом. Для этого применяются как вагонные, так контейнерные поставки. Для доставки пиломатериалов в Европу используется также грузовой автомобильный транспорт.

## Переработка

Деревообрабатывающие мощности сосредоточены на двух компаниях – ООО «Кансквуд» (входит в MS United) и ООО «Микура» (в 2006 г. передана в СП Midway United).

- **Лесопильный завод ООО "Кансквуд"** расположен в поселке Карьерный, Канского района Красноярского края. Завод состоит из трех цехов: двух распиловочных совокупной мощностью 90 тыс. м<sup>3</sup> в год на базе импортного оборудования производства Германии и Италии; и цеха глубокой переработки сырья мощностью 3 млн. погонных метров в год. Имеется

сушильный комплекс, лесобиржа и участок готовой продукции. Основной вид продукции: листовенничные пиломатериалы. Дополнительный - отделочные материалы: доска для пола, обшивка плоская и полукруглая, плинтус, наличник плоский и фигурный, паркетная доска и прочие погонажные изделия из сибирской листовенницы. ООО «Кансквуд» производит листовенничный пиломатериал для потребителей в Европе. Погонажные изделия реализуются, в основном, на внутреннем рынке. Реализация продукции на экспорт составляет около 90%.

- **ООО "Микура"** расположено в г. Усть-Кут, Иркутской области. Деревообрабатывающие цеха предприятия оснащены импортным оборудованием производства Австрии и Германии (введено в эксплуатацию в конце 2001 года), рассчитанным на переработку 80 тыс. м3 пиловочника в год при двусменной работе. На сегодняшний день основной цех по производству пиломатериала выпускает от 2000 м3 до 2500 м3 в месяц обрезного пиломатериала, так же дополнительно действует пилорама Р-63 российского производства, которая выпускает до 590 м3 обрезного пиломатериала. В декабре 2004 г. была установлена вторая пилорама Р-63 российского производства, что позволило увеличить выпуск пиломатериала еще на 500 м3. Установлено 4 сушильных камеры мощностью выпускаемой продукцией – 2 500 м3 сухого пиломатериала в месяц. Сушка пиломатериала позволяет отказаться от антисептирования продукции, применять контейнерные перевозки, что позволяет снизить затраты на реализацию пиломатериала. **Основная продукция ООО «Микура»:** пиломатериалы из ангарской сосны (90%) и сибирской листовенницы (10%), а также готовый строительный материал для японских домов. Примерно 90% производимой продукции реализуется на экспорт (Япония, Европа). Основным покупателем с момента образования предприятия ЗАО «Миннеско Новосибирск». По состоянию на 2005 год на предприятии работает 300 человек (2004 год – 233 чел.).

**Нижеприведённая таблица демонстрирует динамику производства пиломатериалов и погонажных изделий указанными деревообрабатывающими предприятиями в 2003 г. – 9 мес. 2006 года.**

**Производство пиломатериалов в 2003 г. – 9 мес. 2006 г.**

	2003	2004	2005	9 мес. 2006
<b>ООО "Кансквуд"</b>				
Погонажные изделия (тыс. пог. м)	1 920	2 587	2 828	2 636
Пиломатериалы (м3)	13 984	16 645	21 347	14 656
<b>ООО "Микура"</b>				
Пиломатериалы (м3)	29 993	30 592	35 321	19 755

*Источник: данные компании*

**Некоторое снижение показателей по деревообработке в 2006г. объясняется,**

- недопоставкой сырья в первом кв. 2006 года вследствие плохих погодных условий (очень холодная зима), и
- проводимым техническим переоснащением ООО «Кансквуд».

**В настоящее время реализуется проект деревоперерабатывающего завода «Осетровский ЛДК»** (г. Усть-Кут Иркутской области). ООО "Осетровский ЛДК" – это территория речного порта (34 га), выкупленная связанными с Группой компаниями для реализации инвестиционного проекта по строительству лесопильно-деревообрабатывающего комбината с годовой мощностью 200 тыс. м3 по производству шпона. Планируемый основной географический рынок сбыта для

продукции предприятия – США и Япония. Усть-Кут находится на пересечении важнейших транспортных артерий Восточной Сибири – БАМ и р. Лена, и обладает всей необходимой инфраструктурой для развития производства (электричество, транспорт, квалифицированный персонал).

**В октябре 2006 года стартовал проект Группы в г. Сосновоборск Красноярского края – ООО «Енисейский ФК».** Потребление круглого леса составит около 1200 тыс. м<sup>3</sup>, мощность по производству фанеры – 350 тыс. м<sup>3</sup>, шпона – 100 тыс. м<sup>3</sup>, пиломатериалов – до 150 тыс. м<sup>3</sup> в год.

**Подход к увеличению доли продукции более глубокой переработки** предусматривает соответствующее увеличение заготовки леса для того, чтобы в результате развития новых направлений не был затронут основной бизнес, и была обеспечена поступательная динамика объемов экспортируемого круглого леса и валютной выручки. Введение в действие планируемых мощностей по деревообработке обеспечит стабильный сбыт части заготавливаемой древесины объемом до 1500 тыс. м<sup>3</sup> в год, что существенно минимизирует риск ухудшения условий тарифного регулирования экспорта круглого леса.

## Реализация и экспорт

**Все продажи MS United, а также совместного предприятия Midway United, а также связанных ЛПХ осуществляются через торгового оператора Группы – ЗАО «Миннеско Новосибирск».**

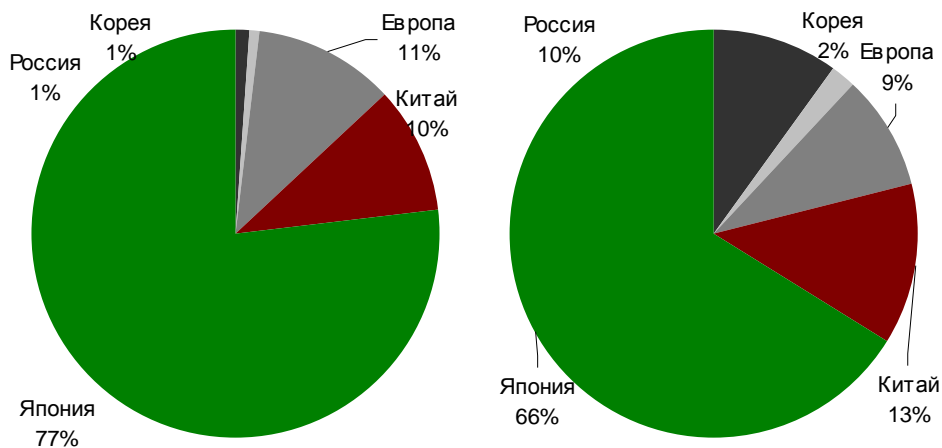
### Товарная структура продаж Группы в 2005-2006 гг.

Реализация	2005	9 мес. 2006	2006П
Пиловочник, тыс. м <sup>3</sup>	924	462	715
Пиломатериалы, тыс. м <sup>3</sup>	97	45	69
Погонаж, тыс. пог. м	2 607	2 682	2 882

Источник: данные компании

**В товарной структуре реализации представлен пиловочник, пиломатериалы и погонажные изделия.** Прогнозные данные на 2006 год демонстрируют некоторое снижение объемов реализации по пиловочнику (по тем же причинам, что повлияли на заготовку) и пиломатериалов (техническое переоснащение ООО «Кансквуд»). Реализация погонажных изделий возрастает стабильными темпами.

### Структура продаж Группы в 2005 г. в денежном выражении (слева) и в физическом выражении (справа) по данным управленческой отчетности



Источник: данные компании

**Группа обладает диверсифицированной географией продаж**, при этом основным торговым партнером для Группы является Япония. В Европе Группа занимает специфическую нишу поставок пиломатериалов из сибирской лиственницы. В Китай и Корею в основном экспортируется круглый лес, причем китайский рынок занимает первое место в мире по объему импорта пиловочника, из которого до 65% приходится на поставки из России. Стратегией Группы предусматривается усиление рыночных позиций в Китае, Корее и Европе в ближайшие годы.

**Япония является основным географическим рынком сбыта для Группы.** Япония - один из крупнейших мировых потребителей лесоматериалов, причем за счет собственных ресурсов удовлетворяется не более 20% ее потребностей в продукции ЛПК, что определяет дальнейшее усиление зависимости Японии от импортных поставок. Группа MS United занимает существенную долю в японском импорте из России как пиловочника, как и пиломатериалов.

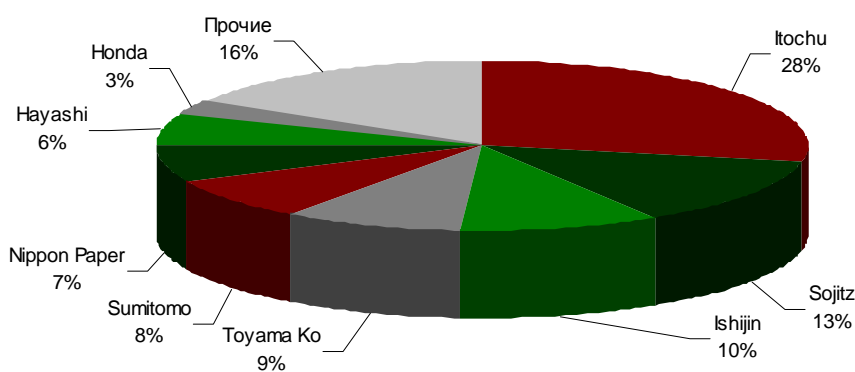
#### Доля Группы в японском импорте из России в 2005 г.

Экспорт (млн. м3)	Пиловочник	Пиломатериалы
Группа	33%	8%
Прочие	67%	92%

Источник: данные компании

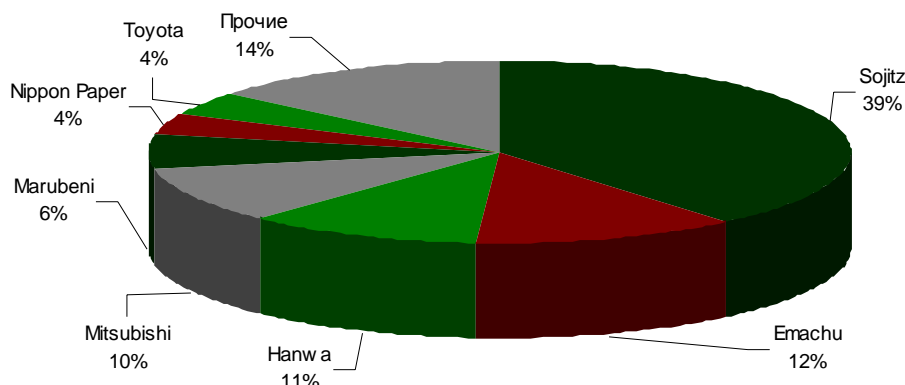
**Список клиентов ЗАО «Миннеско Новосибирск» на японском рынке** практически не менялся на протяжении нескольких лет. Все это время компания работает с основными импортерами российского круглого леса. Надежность партнерских отношений подтверждается совместным многолетним опытом работы. Крупнейшие клиенты компании на японском рынке: Itochu Co., Sojitz Corporation, Ishijin Co. Ltd, Toyama-Ko Hokuyoozai Cooperative Association, Sumitomo Forestry Co. Ltd, Nippon Paper Lumber Co. LTD, Mitsubishi Corporation.

#### Основные контрагенты Группы по поставкам пиловочника в Японию (2005 г.)



Источник: данные компании

### Основные контрагенты Группы по поставкам пиломатериалов в Японию (2005 г.)



Источник: данные компании

## Стратегия развития

**Стратегическое направление развития деятельности Группы MS United** заключается в обеспечении кратного роста объемов торговли круглым лесом при одновременном развитии направления глубокой переработки древесины.

**Рост оборотов торговли обеспечивается** за счет усиления присутствия, как на имеющихся рынках сбыта, так и освоения новых; как на базе интенсификации использования собственных ресурсов по заготовке, так и за счет укрепления торговых связей с независимыми лесозаготовителями.

**Повышение объема переработки осуществляется в рамках совместного предприятия Midway United** на принципах распределения ответственности. Так американские партнеры осуществляют подбор и поставку деревообрабатывающего оборудования, обеспечивают пуско-наладку производства силами приглашенных специалистов-технологов, а также принимают участие в решении вопроса со сбытом продукции завода на территории США. Российские акционеры обеспечивают решение вопросов сырьевого обеспечения и текущего оперативного управления, а также отношений с государственными органами. В планах руководства – тиражирование реализованных проектов в области производства пиломатериалов, шпона и фанеры. В среднесрочном периоде реализация продукции деревообработки будет осуществляться через ЗАО «Миннеско Новосибирск».

Необходимость сырьевого обеспечения строящихся и проектируемых заводов (так, только два текущих проекта затребуют до 1500 тыс. м<sup>3</sup> ежегодно), а также переориентация на экспорт продукции деревообработки **существенно уменьшит негативные последствия ожидаемого повышения экспортных пошлин на круглый лес.**

# ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

**Высокое кредитное качество Группы определяется** потенциалом и доступностью ресурсно-сырьевой базы, низким уровнем консолидации и, как следствие, отсутствием жесткой конкуренции в отрасли, сформированной структурой продаж, а также ориентированностью на увеличение доли продукции глубокой переработки.

**Анализ финансового состояния Группы проведен на основе отчетности MS United Ltd**, подготовленной в соответствии с принципами МСФО и подтвержденной аудитом компании Moore Stephens за 2001-2005 гг. Данные за 9 месяцев 2006 года являются неаудированными.

**Периметр консолидации MS United Ltd существенно различается на протяжении времени:**

- в 2001-2004 гг. MS United Limited (как холдинг), ООО «Миннеско Новосибирск», ООО «Кансквуд», ООО «Микура», ООО «Ленаэкспортлес», ООО «МС ТрансСервис»; ООО «Кунерминское» (ассоциированная компания, вышла из состава Группы в 2004 году; профиль деятельности - деревообработка)
- в 2005-2006 гг. . MS United Limited (как холдинг), ООО «Миннеско Новосибирск», ООО «Кансквуд», ООО «МС ТрансСервис». Выделение компаний ООО «Микура» и ООО «Ленаэкспортлес» в 2006 году не оказало существенного воздействия на финансовые результаты деятельности Группы.

## Динамика выручки

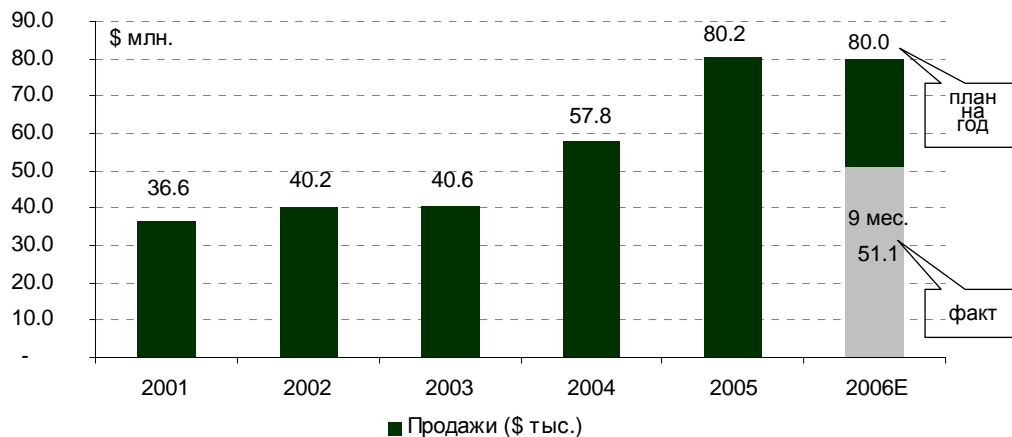
**Продажи демонстрируют положительную динамику на протяжении** всего рассматриваемого периода – с \$36.6 млн. в 2001 г. показатель продаж возрос до \$80.2 млн. в 2005 г., что соответствует средним ежегодным темпам в 23%. Рост выручки обеспечивается за счет органических факторов и связан с увеличением объема заготовки и переработки лесного сырья.

**Выручка за 9 месяцев 2006 года составила \$51.1 млн.** При этом прогноз выручки на 2006 год по результатам работы за 10 месяцев 2006 года составляет \$80.0 млн. Временное снижение темпов роста данного показателя объясняется двумя основными единовременными причинами.

- Во-первых, **внешний фактор** - неблагоприятные погодные условия в первом квартале 2006 года – сильные холода в Восточной Сибири, в результате чего произошло общее снижение объемов лесозаготовки в данном регионе.
- Во-вторых, **внутренний фактор** – снижение объема лесозаготовок предприятиями Группы, обусловленное плановой реструктуризацией лесозаготовительного блока для переориентации его на обслуживание новых проектов - заводов по производству пиломатериалов и фанеры группы Midway United. В этой связи с начала 2006 года производятся

административные и технологические преобразования: инспекция и переоснащение оборудования, ремонт дорог, отлаживаются схемы взаимодействия между структурными подразделениями.

#### Динамика продаж Группы в 2001 – 9 мес. 2006 гг.



Источник: данные компании

**Ввод в эксплуатацию деревообрабатывающих заводов Midway United** позволит обеспечить стабильный спрос на продукцию Группы при сохранении уровня рентабельности. Так реализация указанных проектов в г. Усть-Кут («Осетровский ЛДК») и Красноярском крае затребует в совокупности до 1500 млн. м3 сырья ежегодно.

### Структура операционных затрат

**Основными элементами операционных издержек являются:** затраты на закупки лесного сырья (51%), стоимость перевозки и страхования (30%) и прочие прямые издержки (13%). Стоимость закупаемой древесины вне зависимости от источника поступления (от связанных сторон или от третьих поставщиков) определяется на основе затратного ценообразования плюс наценка. Основными составляющими расходов заготовительных предприятий являются: зарплата рабочих, топливное обеспечение и амортизация заготовительных технических средств, ремонтные работы. Прочие прямые издержки включают: таможенные пошлины, оплату труда производственных рабочих, амортизацию, ж/д тариф и электроэнергию.

#### Операционные издержки Группы MS United в 2003-2005 гг.

Статья расходов, \$ тыс.	2003	2004	2005	2005, %
Закупки сырья и материалов	19 729	33 546	40 885	51%
Перевозка и страхование	11 357	10 145	23 640	30%
Прочие прямые издержки *	5 832	8 149	10 174	13%
Курсовые разницы	- 65	- 54	- 1	0%
<b>Себестоимость</b>	<b>36 853</b>	<b>51 786</b>	<b>74 698</b>	<b>93%</b>
Управленческие расходы	2 137	3 022	5 226	7%
<b>Всего операц. издержки</b>	<b>38 990</b>	<b>54 808</b>	<b>79 924</b>	<b>100%</b>

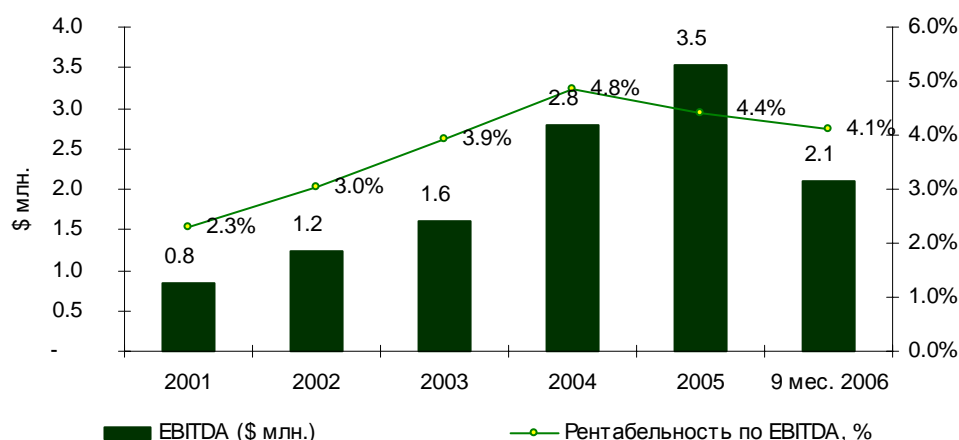
\* вкл. таможенные пошлины

Источник: данные компании

**По мнению менеджмента, деятельность Группы имеет значительную способность** генерации денежных потоков и сохранит ее в среднесрочной перспективе за счет проводимых мероприятий по увеличению эффективности производства и сохраняющейся существенной разницы в себестоимости производства между Россией и прочими лесозаготовительными странами.

## Динамика EBITDA

Динамика EBITDA и рентабельности по EBITDA Группы в 2001- 9 мес. 2006 гг.



Источник: данные компании

Показатель EBITDA за период с 2001 по 2005 гг. в абсолютном значении увеличился с \$0.8 млн. до \$3.5 млн. (т.е. более чем в четыре раза). Основание роста типично для компаний, достигающих эффекта «экономии на масштабах», оптимизации закупок и имеющих сформировавшуюся структуру продаж. В относительном выражении, рентабельность по EBITDA также возрастает: с 2.3% в 2001 г. она достигла 4.4% в 2005 г. За 9 месяцев 2006 года достигнутый уровень рентабельности сократился незначительно (до 4.1%), несмотря на некоторое сокращение абсолютных размеров выручки за период январь-сентябрь 2006 г.

## Структура задолженности и динамика долговой нагрузки

На сегодняшний день партнерами Группы являются крупнейшие российские и зарубежные банки: Сбербанк РФ, Банк Москвы, BNP Paribas, зарубежные дочерние банки VTB, а также BSGV. Со всеми этими кредитными организациями сложились доверительные партнерские взаимоотношения, которые подкрепляются продолжительным опытом успешной совместной работы. Зарубежные банки предоставляют группе торговое финансирование, оказывают лизинговые услуги, кредитуют возврат НДС. В российских банках предприятия группы кредитуются под залог товаров, оборудования и недвижимости.

Кредитные организации являются давними партнерами ЗАО «Миннеско Новосибирск» и связанных компаний. Многолетняя положительная кредитная история компании, в частности, подтверждается почетными грамотами и званием VIP-заемщика «Сибирского банка Сбербанка РФ».

### Финансовая задолженность MS United Ltd на 30 сент. 2006 г., МСФО

Кредитор	Сумма кредита (\$ тыс.)
Сбербанк РФ	10 971
VTB Bank Austria	5 442
Банк УРАЛСИБ	4 006
Сургутнефтебанк	791
КА СБ РФ	663
Прочие	539
<b>Итого кредиты сторонних организаций</b>	<b>22 412</b>
Субординированные кредиты акционеров	4 443
<b>Итого</b>	<b>26 855</b>

Источник: данные компании

Согласно данным консолидированной финансовой отчетности по МСФО, **финансовая задолженность Группы MS United на 30 сент. 2006 г. составляет \$26.9 млн.** При этом \$4.4 млн. относится к займам, полученным от компаний, аффилированных с акционерами. Данная задолженность до конца года будет переведена в состав акционерного капитала и на настоящий момент может рассматриваться как субординированные кредиты. Таким образом, финансовый долг третьим организациям составляет \$22.4 млн. Крупнейшими кредиторами Группы являются Сбербанк, VTB Bank Austria и УралСиб. Около 80% всех кредитов и займов получено в долларах США. Средний ссудный процент по задолженности, деноминированной в российской валюте, составляет 13.0% годовых; в долларах США – 10.2%.

**За период с 2001 по 2004 год отношение финансового долга к активам Группы увеличилось с 0.35X до 0.50X.** Аномально высокое значение показателя на 31 декабря 2005 г. (0.75X) вызвано проведением торговых операций на основании схемы стороннего финансирования. В 2006 году был осуществлен переход на финансирование за счет акционеров, кредиты от которых на 30 сент. 2006 г. достигают \$4.4 млн. Соответственно, отношение финансового долга к активам по Группе MS United снизилось и составляет 0.48X (с учетом корректировки на величину кредитов от акционеров).

**Динамика показателей долговой нагрузки за 2001 г. - 9 мес. 2006 г., МСФО**

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005	9 м. 2006
Долг / активы, раз	0.34	0.35	0.50	0.50	0.75	0.48
Долг / EBITDA, раз	5.54	4.92	7.96	9.10	9.94	7.98
EBITDA / Проц. расходы, раз	1.92	2.27	1.70	1.48	1.54	1.38

*Источник: данные компании*

В целом, относительно высокие значения показателя долг / EBITDA (собственно говоря, нормальные для отрасли) определяются структурными особенностями отрасли:

- **с одной стороны**, поставщиками сырья являются мелкие и средние независимые заготовители, не имеющие доступа к кредитным ресурсам и нуждающиеся в сезонном авансировании своей деятельности;
- **с другой стороны**, длинный производственный цикл не позволяет осуществлять финансирование рабочего капитала за счет кредиторской задолженности. Для покрытия разрыва ликвидности компания использует торговое финансирование со стороны крупных кредитных организаций, осуществляющих контроль за деятельностью Группы в целом и ее денежными потоками в частности. Положительная репутация Группы и хорошие отношения с банками позволяют оценить риск прекращения операций по торговому финансированию как незначительный.

**Кроме того, учитывая направленность акционеров на увеличение доли собственных средств в структуре пассивов Группы за счет акционирования выданных кредитов, а также принимая во внимание прогноз денежных поступлений, динамика данного показателя будет иметь понижающую тенденцию в среднесрочном периоде.**

**Показатель покрытия процентных платежей стабилизировался на уровне 1.38X,** что, в условиях опережающего роста долговой нагрузки по сравнению с ростом EBITDA, свидетельствует о снижении стоимости заимствования в результате

повышения масштабов бизнеса и общего улучшения кредитного качества Группы в глазах кредитующих организаций.

**Облигационный выпуск не приведет к существенному росту долговой нагрузки,** так как основная часть займа направляется на рефинансирование имеющейся банковской задолженности.

## Анализ ликвидности

Расчет оборачиваемости рабочего капитала на основании отчетности по МСФО иллюстрирует дефицитный характер его финансирования, что, в частности, объясняется причинами, изложенными выше.

### Показатели ликвидности за 2001 г. - 9 мес. 2006 г., МСФО

В днях	2001	2002	2003	2004	2005	9 м. 2006
Оборачиваемость запасов	н.д.	40.04	48.80	55.64	34.44	36.63
Оборач. дебиторской задолж.	н.д.	45.84	57.66	88.54	102.18	139.03
Оборач. кредиторской задолж.	н.д.	30.89	28.14	62.16	41.52	36.82
<b>Оборач. рабочего капитала</b>	<b>н.д.</b>	<b>- 54.99</b>	<b>- 78.32</b>	<b>- 82.01</b>	<b>- 95.09</b>	<b>- 138.84</b>

Источник: данные компании

Оборачиваемость рабочего капитала (в днях) увеличивается на протяжении последних 5 лет и на 30 сент. 2006 г. достигает 139 дней.

- При анализе расчетных данных, **во-первых**, следует иметь в виду экспортный характер операций торгового центра Группы – ЗАО «Миннеско Новосибирск». Так в составе дебиторской задолженности числится «экспортный НДС к возмещению» в сумме до \$8 млн. Значительная часть указанного актива прокредитована банком VTB Bank Austria и не требует использования ресурсов компании.
- **Во-вторых**, дебиторская задолженность включает сезонное финансирование связанных заготовительных предприятий в сумме до \$7.8 млн.

С корректировкой указанных факторов величина рабочего капитала составляет около 50 дней. Торговая дебиторская задолженность представлена главным образом кредитоспособными крупными иностранными корпорациями-импортерами древесины и продукции ее переработки.

## Среднесрочный прогноз деятельности

### План основных финансовых показателей на 2007-09 гг.

Показатель	2007	2008	2009
Выручка (\$ млн.)	275.8	328.1	372.9
EBITDA (\$ млн.)	15.7	17.7	19.9
Рентабельность по EBITDA, %	5.7%	5.4%	5.3%
Долг / Активы, раз	0.78	0.73	0.67
Долг / EBITDA, раз	3.46	3.35	2.99
EBITDA / Процентные расходы, раз	2.97	2.67	2.69

Источник: данные компании

**Финансовый план компании** предусматривает увеличение выручки до \$260-280 млн. в 2007 году и рост до \$360-380 млн. к 2009 г. за счет наращивания экспортных поставок и повышения в реализации доли продукции с повышенной добавленной стоимостью (пиломатериалы) при сравнимых уровнях рентабельности по EBITDA – около 5.3%-5.7%.

**Размер долговой нагрузки** стабилизируется на уровне около 0.7X по отношению к общим активам к 2009 году, что, в целом, соответствует специфике отрасли.

Соотношение долга к EBITDA стабилизируется на уровне 3.0X, а EBITDA к процентным платежам 2.7X в 2009 году.

## Приложение 1 – ЗАО «Миннеко Новосибирск», Финансовая отчетность, РСБУ

### Бухгалтерский баланс за 2001 г. – 9 месяцев 2006 г., РСБУ

тыс. руб.	На 31/12/2001	На 31/12/2002	На 31/12/2003	На 31/12/2004	На 31/12/2005	На 30/09/2006
Нематериальные активы	-	-	10	9	8	7
Основные средства	12 839	17 104	15 983	15 973	14 585	23 768
Незавершенное строительство	9 712	6 069	6 286	5 631	5 631	5 631
Долгосрочные фин. вложения	-	8 610	4 385	4 384	4 383	4 374
Отложенные налоговые активы	-	-	3	19	88	81
Прочие внеоборотные активы	-	-	-	530	530	5
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>22 551</b>	<b>31 783</b>	<b>26 667</b>	<b>26 546</b>	<b>25 225</b>	<b>33 866</b>
Запасы	23 270	52 271	106 769	211 086	64 110	212 536
НДС по приобрет.ценностям	5 883	17 645	39 611	83 469	67 165	116 911
Дебиторская задолженность	38 705	62 791	139 035	338 060	493 395	633 070
Краткосрочные фин. вложения	1 044	14 700	29 497	58 482	124 534	85 765
Денежные средства	1 863	239	98	1 893	2 799	38 743
<b>Оборотные активы</b>	<b>70 765</b>	<b>147 646</b>	<b>315 010</b>	<b>692 990</b>	<b>752 003</b>	<b>1 087 025</b>
<b>Всего активы</b>	<b>93 316</b>	<b>179 429</b>	<b>341 677</b>	<b>719 536</b>	<b>777 228</b>	<b>1 120 891</b>
Уставный капитал	12 135	12 135	12 135	12 135	12 135	12 135
Добавочный капитал	2 259	2 259	2 259	2 259	2 259	12 653
Резервный капитал	-	-	-	607	607	607
Нераспределенная прибыль	1 976	20 001	30 019	37 751	75 394	87 918
<b>Капитал и резервы</b>	<b>16 370</b>	<b>34 395</b>	<b>44 413</b>	<b>52 752</b>	<b>90 395</b>	<b>113 313</b>
Заемные средства	26 317	35 977	89 771	132 458	352 011	138 825
Отлож. налоговые обязательства	-	-	2	5	-	-
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>26 317</b>	<b>35 977</b>	<b>89 773</b>	<b>132 463</b>	<b>352 011</b>	<b>138 825</b>
Заемные средства	13 662	37 980	101 785	189 808	298 275	586 704
Кредиторская задолженность	36 966	71 078	105 705	344 513	36 547	282 049
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>50 628</b>	<b>109 058</b>	<b>207 490</b>	<b>534 321</b>	<b>334 822</b>	<b>868 753</b>

### Отчет о прибылях и убытках за 2001 г. – 9 месяцев 2006 г., РСБУ

В тыс. рублей	2001	2002	2003	2004	2005	9 мес. 2006
Выручка от реализации	72 035	295 912	494 080	1 055 012	1 821 505	1 232 565
Себестоимость	42 501	200 681	337 544	760 914	1 116 457	828 652
<b>Валовая прибыль</b>	<b>29 534</b>	<b>95 231</b>	<b>156 536</b>	<b>294 098</b>	<b>705 048</b>	<b>403 913</b>
Коммерческие расходы	8 974	29 220	106 147	233 575	549 425	347 272
Управленческие расходы	14 168	28 421	25 154	22 435	34 147	32 305
<b>Прибыль от продаж</b>	<b>6 392</b>	<b>37 590</b>	<b>25 235</b>	<b>38 088</b>	<b>121 476</b>	<b>24 336</b>
Проценты к получению	-	-	1 158	5 038	12 089	10 578
Проценты к уплате	2 137	5 517	11 475	24 981	20 841	33 224
Прочие операционные доходы	88	9 451	16 745	402	119 501	1 250
Прочие операционные расходы	1 768	10 927	21 654	10 091	139 543	15 940
Прочие внереализ.доходы	502	3 003	29 283	52 254	77 115	77 789
Прочие внереализ. расходы	2 614	10 050	25 902	48 186	117 890	47 133
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>463</b>	<b>23 550</b>	<b>13 390</b>	<b>12 524</b>	<b>51 907</b>	<b>17 656</b>
Отложенные налоговые активы	-	-	3	16	79	7
Отложенные налоговые обязат.	-	-	2	3	5	-
Налог на прибыль	1 357	5 527	3 373	4 198	14 190	5 125
<b>Чистая прибыль</b>	<b>- 894</b>	<b>18 023</b>	<b>10 018</b>	<b>8 339</b>	<b>37 643</b>	<b>12 524</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2 – MS UNITED LTD, ФИНАНСОВАЯ ОТЧЁТНОСТЬ, МСФО

/аудированная финансовая отчётность MS United Ltd по МСФО, заверенная и составленная компанией «Moore Stephens»; полная версия отчётности приложена в отдельном документе/

### Бухгалтерский баланс за 2001 г. – 9 месяцев 2006 г., МСФО

\$ тыс.	На 31/12/2001	На 31/12/2002	На 31/12/2003	На 31/12/2004	На 31/12/2005	На 30/09/2006
Нематериальные активы	23	42	357	309	278	230
Основные средства и незаверш. стр-во	4 272	7 214	11 456	14 303	12 246	7 524
Инвестиции	113	384	109	469	483	108
Предоставленные долгосрочные займы	-	-	-	3 700	4 742	-
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>4 409</b>	<b>7 688</b>	<b>11 922</b>	<b>18 781</b>	<b>17 749</b>	<b>7 861</b>
Товарно-материальные запасы	3 769	4 272	5 582	10 206	3 890	9 339
Дебиторская задолженность	5 118	4 980	7 851	20 185	24 710	27 351
Налоги к получению	-	71	34	335	423	726
Денежные средства и эквиваленты	163	181	72	1 103	104	1 495
<b>Оборотные активы</b>	<b>9 051</b>	<b>9 505</b>	<b>13 539</b>	<b>31 828</b>	<b>29 127</b>	<b>38 912</b>
<b>Всего активы</b>	<b>13 460</b>	<b>17 192</b>	<b>25 460</b>	<b>50 609</b>	<b>46 876</b>	<b>46 773</b>
Уставной капитал	3 748	3 748	3 748	3 748	3 748	3 523
Эмиссионный доход	232	232	232	232	232	-
Резерв на переоценку	-	1 274	2 591	2 514	2 674	1 537
Нераспределенная прибыль	764	898	1 102	1 575	1 680	2 231
<b>Капитал и резервы без доли меньш.</b>	<b>4 744</b>	<b>6 152</b>	<b>7 673</b>	<b>8 070</b>	<b>8 335</b>	<b>7 291</b>
Доля меньшинства	572	1 381	1 118	684	-	-
<b>Капитал и резервы</b>	<b>5 317</b>	<b>7 534</b>	<b>8 791</b>	<b>8 754</b>	<b>8 335</b>	<b>7 291</b>
Задолженность по финансовой аренде	-	-	-	390	121	658
Долгосрочные кредиты и займы	333	-	958	4 493	13 918	885
Отложенный налог	-	752	1 102	985	1 000	756
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>333</b>	<b>752</b>	<b>2 060</b>	<b>5 868</b>	<b>15 039</b>	<b>2 299</b>
Кредиторская задолженность	3 316	2 887	2 795	14 843	2 152	11 146
Задолженность по финансовой аренде	-	-	-	192	258	67
Краткосрочные кредиты и займы	4 305	6 019	11 756	20 952	21 092	25 970
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>7 810</b>	<b>8 907</b>	<b>14 609</b>	<b>35 988</b>	<b>23 501</b>	<b>37 183</b>

### Отчет о прибылях и убытках за 2001 г. – 9 месяцев 2006 г., МСФО

\$ тыс.	2001	2002	2003	2004	2005	9 мес. 2006 г.
Выручка от реализации	36 589	40 203	40 607	57 790	80 187	51 113
Себестоимость реализации	- 34 202	- 36 648	-36 853	- 51 786	- 74 698	- 49 301
<b>Валовая прибыль</b>	<b>2 387</b>	<b>3 555</b>	<b>3 754</b>	<b>6 004</b>	<b>5 489</b>	<b>1 812</b>
Управленческие расходы	- 1 680	- 2 144	- 2 137	- 3 022	- 5 226	- 2 610
<b>Операционная прибыль</b>	<b>707</b>	<b>1 411</b>	<b>1 617</b>	<b>2 982</b>	<b>263</b>	<b>- 798</b>
Процентный доход	46	-	38	618	445	551
Расходы по выплате процентов	- 436	- 539	- 942	- 1 894	- 2 286	- 1 526
Списание безнадежной задолженности	- 61	- 116	- 229	- 216	- 797	79
Прочие расходы	-	- 86	203	74	702	957
Результат от продажи акций	-	10	- 43	-	3 339	1 869
Амортизация	-	- 410	- 548	- 758	- 1 071	- 632
Всего прочие расходы	- 451	- 1 139	- 1 471	- 2 220	346	1 297
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>257</b>	<b>272</b>	<b>146</b>	<b>763</b>	<b>609</b>	<b>499</b>
Налог на прибыль	- 329	- 251	- 106	- 275	- 568	- 69
<b>Прибыль / (убыток) после налогообложения</b>	<b>- 72</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>487</b>	<b>41</b>	<b>429</b>
Доля меньшинства	305	148	126	31	-	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>233</b>	<b>169</b>	<b>165</b>	<b>519</b>	<b>41</b>	<b>429</b>
Прибыль до налогообложения	257	272	146	763	609	499
Амортизация	191	413	548	758	1 071	632
Расходы по выплате процентов	436	539	942	1 894	2 286	1 526
<b>Справочно: EBITDA</b>	<b>837</b>	<b>1 224</b>	<b>1 598</b>	<b>2 797</b>	<b>3 522</b>	<b>2 106</b>

## Контактная информация

### ЗАО «Миннеско Новосибирск»

Российская Федерация  
 630055, г. Новосибирск [www.msu-group.com](http://www.msu-group.com)  
 ул. Мусы Джалиля, дом 13  
 Тел. +7 (383) 332-01-45  
 Факс +7 (383) 332-91-63

### ООО «Атон»

105062, Россия,  
 Москва, Покровка, д.27 стр.6  
 7(495) 777-8877 [www.aton.ru](http://www.aton.ru)  
 7(495) 777-8876, факс ATON <GO> (Bloomberg)

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

**Департамент долговых ценных бумаг, управляющий директор**  
 Сергей Сидоров 7 (495) 777-8830 Sidorov@aton.ru

**Департамент рынков капитала, директор**  
 Рустем Хазипов 7 (495) 777-8827 khazipov@aton.ru

**Департамент производных и структурированных продуктов, директор**  
 Юрий Плечко 7 (495) 777-8877 plechko@aton.ru

### Операции на рынке корпоративных облигаций

#### Продажи

Филип Аграчев 7 (495) 777-8830 agrachev@aton.ru  
 Дмитрий Соловьёв soloviev@aton.ru  
 Алексей Чернушевич chernushevich@aton.ru  
 Михаил Морозов morozov@aton.ru  
 Екатерина Ли li@aton.ru

#### Операции РЕПО

Павел Душин 7 (495) 777-8830 dushin@aton.ru

#### Торговые операции

Павел Галаничев 7 (495) 777-8830 Galanichev@aton.ru  
 Алексей Ю yu@aton.ru

#### Аналитика долгового рынка

Алексей Булгаков 7 (495) 777-8836 boulgakov@aton.ru  
 Дмитрий Зеленкин 7 (495) 777-8877 zelenkin@aton.ru

