

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

ОАО Марийский ЦБК: сокровище в малом

Марийский ЦБК (Республика Марий Эл, г. Волжск) является одним из старейших предприятий целлюлозно-бумажной промышленности (ЦБП), которое начало свою деятельность в 1938 году. Предприятие является производителем технических видов бумаги. Марийский ЦБК располагает производственными мощностями для выработки в год: 50 тыс. т бумаги, 7 млн. м² ДВП, 10 млн. м² гофрированного картона. В масштабах отрасли, это не самое крупное предприятие в отрасли. Например, шестой производитель бумаги в стране, Котласский ЦБК, ежегодно производит около 250 тыс. т. бумаги и более 250 тыс. т. картона. Однако по финансовой устойчивости и рентабельности производства Марийский ЦБК превосходит даже некоторых лидеров отрасли. Предприятие сталкивается с проблемами, общими для отрасли ЦБП. Так, износ основных средств составляет более 50%. С другой стороны, Марийский ЦБК имеет существенное преимущество: чистый долг компании отрицательный, при том, что у большинства предприятий ЦБП чистый долг, как правило, значительный. Это свидетельствует о том, что помимо высокой финансовой устойчивости, предприятие обладает высокой ликвидностью. По косвенным признакам Марийский ЦБК контролируется менеджментом. Ранее, более чем 10%-ный пакет предприятия принадлежал государству. Однако на аукционе этот пакет был продан. Мы считаем, что как первоначальная цена, так и цена на втором аукционе (первый не состоялся) намного меньше, чем справедливая оценка компании. Стартовая цена на аукционах составляла 370 руб. за акцию, а продажа состоялась по 220 руб. Наши расчеты показывают, что предприятие в расчете на одну акцию должно стоить почти 600 руб. Причем эта цена является консервативной. При учете основных тенденций, которые наблюдаются в развитии предприятия (обновление производственных мощностей, рост выпуска, ставка на наиболее конкурентоспособную продукцию, развитие экспорта и т.д.), эта цена является прогрессирующей, т.е. будет в дальнейшем расти. Марийский ЦБК не является частью крупного холдинга, как например предприятия, входящие в Илим Палп. По нашему мнению, в данный момент менеджмент правильно позиционирует предприятие, и в ближайшее время возможны два варианта развития. Либо Марийский ЦБК заинтересует более крупного игрока и будет поглощен. Либо менеджмент будет бороться против поглощения (сейчас ему не пока принадлежит 75% ЦБК) и будет вынужден выкупать миноритарные доли. Как первый, так и второй варианты ведут к одному - росту капитализации предприятия (в первом случае фундаментальному, во втором - к спекулятивному). Мы рекомендуем обратить внимание на это предприятие и не пропустить момент для покупки акций.

Состояние отрасли

Эмитент осуществляет свою деятельность в целлюлозно-бумажной отрасли, относящейся к лесопромышленному комплексу (ЛПК) России. Отрасли ЛПК занимают пятое место по удельному весу выпускаемой продукции среди отраслей промышленности и четвертое – по объемам экспорта. Предприятия ЛПК обеспечивают около 5 % общероссийского объема валютной выручки. Россия имеет значительные, свыше 80 млрд.м³, запасы древесины, что составляет около 20 % мировых запасов лесного сырья. Обеспеченность ЛПК древесиной снижает сырьевые риски отрасли. Однако предприятие находится в определенном удалении от основных районов лесных массивов, которые в основном сосредоточены в Северо-Западном регионе. Это заставляет уделять большее внимание возобновлению лесных угодий в собственном регионе.

23/05/2005

*КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом*

Проблемой ЛПК России является низкий технический уровень производства, который соответствует 70-80 годам. В настоящее время современному техническому уровню соответствует лишь 5% основного технологического оборудования, более 50% - требует модернизации и 45% - полной замены.

Износ производственных мощностей предприятия составляют около 50%, что является средним уровнем по отрасли. В этой области компанией предпринимаются меры для обновления производственных фондов. Дальнейшие планы также предполагают инвестирование в основное технологическое оборудование.

Одним из рисков, присущих ЛПК, является риск опережающего роста издержек и снижения доходности в отрасли. Рост цен на продукцию ограничен уровнем платежеспособного спроса. Поэтому рост цен на продукцию ЦБП сопоставим с уровнем ИПЦ. Основные издержки предприятий ЦБК составляют сырье и материалы (в основном древесина) и топливо и энергия. В результате превышения роста издержек производства над незначительным ростом цен на продукцию ЛПК, у лидеров отрасли рентабельность продаж сократилась за последние годы с 30% до 20%, а среднее значение по отрасли за прошлый год снизилось с 12% до 7-8%.

В настоящее время готовится к принятию новый Лесной Кодекс. Министерство экономического развития РФ в своем варианте нового Лесного Кодекса предлагает ввести продажу лесных участков с открытого аукциона, что может привести к существенному росту затрат на сырье и, как следствие, снижению рентабельности производства целлюлозы и бумаги в России.

Целлюлозно-бумажная отрасль подвержена влиянию международной конъюнктуры цен. Это в основном отражается на результатах деятельности экспортоориентированных предприятий. Марийский ЦБК ориентирован в основном на внутренний рынок, однако доля экспортных поставок существенна (30%). У более крупных предприятий доля экспорта составляет от 30% (например, Архангельский ЦБК) до 75% (Соломбальский ЦБК).

По оценкам компаний, внутренний рынок характеризуется меньшим уровнем риска, так как емкость данного рынка при устойчивом спросе покупателей позволяет увеличить объемы продаж. К тому же внутренний рынок практически не подвержен колебаниям цены внешнего рынка.

Марийский ЦБК занимает прочное положение на внутреннем рынке, что сглаживает негативное влияние некоторых факторов внешнего рынка и позволяет получать прибыль даже тогда, когда на внешнем рынке ситуация неблагоприятна.

Российские предприятия ЦБК подвержены рискам таможенного контроля, т.к. осуществляет деятельность на внешнем рынке: экспортирует свою продукцию, импортирует материалы и оборудование. Таможенные пошлины на продукцию ЦБП в течение последнего времени достаточно часто подвергались колебаниям от 0 до 10%. В настоящее время размер пошлины соответствует 10%, за исключением пошлин на СФА целлюлозу, величина которой с 23 января 2004 года снижена до 5%.

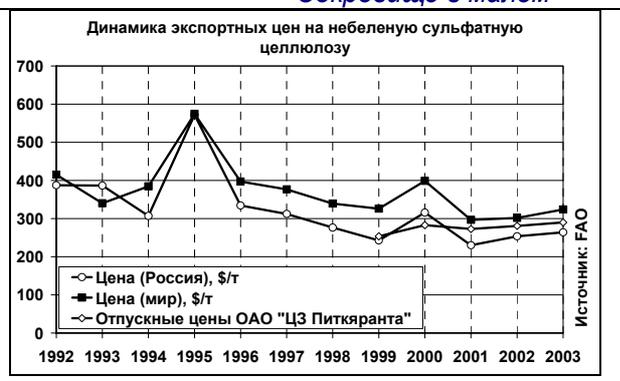
Таможенные пошлины по импортному оборудованию ЦБП изменяются редко. Их размер в зависимости от типа оборудования составляет от 5 до 15%. В связи с тем, что на специфичное оборудование ЦБП зачастую нет российских аналогов, предприятия отрасли подвержены риску изменения таможенных пошлин, увеличение которых может привести к росту затрат на капвложения.

Внешний рынок

В настоящее время мировой рынок ЦБП восстанавливается после затяжного кризиса 1995-2001 гг., в ходе которого цены на небеленую сульфатную целлюлозу (НСФЦ) (одна из основных производственных специализаций Марийского ЦБК) упали почти вдвое.

23/05/2005

**КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом**



Несмотря на начавшееся восстановление рынка в 2001-2004 гг., положение российских производителей оставалось сложным из-за высоких вывозных пошлин на НДСЦ (10% от таможенной стоимости). В конце декабря минувшего года межведомственная комиссия по защитным мерам по внешней торговле и таможенно-тарифной политике рекомендовала правительству РФ отменить экспортные пошлины на НДСЦ. В связи с этим можно ожидать некоторого улучшения финансового положения российских производителей.

Поддержку рынку целлюлозы может оказать и начало торгов фьючерсами на этот товар на Нью-Йоркской товарной бирже (NYBOT). В 2003 г. прекратила существование биржа Puprex, и в минувшем году рынок оставался без среднесрочных стоимостных ориентиров. На NYBOT торгуются фьючерсы на Northern Bleached Softwood Kraft pulp (NBSK) (аналог российской позиции – белая целлюлоза из хвойных пород).

В определенном роде они могут служить ориентиром по мировым ценам на ЦБП. Ниже приведен пример отчета о торгах на NYBOT по состоянию на 19 мая 2005 года.

PULP (P)						
Thursday, May 19, 2005						
CONTRACT SIZE: 20 air dry metric tons						
CONTRACT	DAILY PRICE RANGE				SETTLE	
MONTH	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	PRICE	CHANGE
Jun 2005	51100 ^B 52000 ^A	51300	50300	50300 0	50300	-1200
Aug 2005	51800 ^B 52600 ^A	52300	51400	51000 ^B 51400 ^A	51200	-1200
Oct 2005	52500 ^B 53400 ^A	52700	52400	51900 ^B 52100 ^A	52000	-1400
Dec 2005	53300 ^B 53800 ^A	53300	52700	52600 ^B 53000 ^A	52800	-700

Источник: www.nybot.com

Как можно заключить из цен на заключенные фьючерсные договора, долгосрочная динамика цен планируется повышательной.

Мировые цены на целлюлозу в 2004 г. продолжали расти: индекс PIX NBSK прибавил 11%. Экспортные цены на российскую НДСЦ за I половину 2004 г. увеличились на 13% в годовом сопоставлении. При этом экспорт в натуральном выражении сократился на 11%. Из этого можно заключить, что конкуренция на внутреннем рынке России обострилась. Отметим, что на внутреннем рынке цены крупнейших производителей выросли на 6-10% (больше всего подорожала бумага для гофрирования – более 20%).

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

Внутренний рынок

Ниже представлен участок карты России, наглядно поясняющий местонахождение Марийского ЦБК. Также отмечены крупные производители аналогичных Марийскому ЦБК марок целлюлозы. Это ОАО «Целлюлозный завод Питкяранта» (Карелия, создано в 1921 г.), ОАО «Соломбальский ЦБК» (г. Архангельск, 1931 г.) и ОАО «Байкальский ЦБК» (Иркутская область, 1966 г.). «Питкяранка» сопоставима по мощности с Марийским ЦБК (производит порядка 80 тыс. т НСФЦ). Проектная мощность Байкальского ЦБК составляет 200 тыс. т целлюлозы, СЦБК – 260 тыс. т.



23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом



Источник: Росстат

Как видно из графика, производство основной продукции ЦБП стало восстанавливаться в 1998 году после кризиса 1996-1997 гг. В относительных показателях динамика выглядит следующим образом (см. ниже).

	Деловая древ., тыс. куб.м	Целлюлоза товарная, тыс.т	Бумага, тыс.т	Картон, тыс.т
2005	-2,8%	2,5%	1,4%	3,6%
2004	-6,3%	4,0%	5,4%	7,8%
2003	8,1%	0,9%	3,7%	8,4%
2002	-4,9%	4,4%	3,7%	13,9%
2001	14,7%	9,1%	2,2%	13,6%
2000	1,7%	14,8%	11,9%	20,4%
1999	10,6%	28,8%	21,2%	39,5%
1998	-1,4%	11,7%	9,9%	1,0%
1997	-13,3%	-3,9%	-3,2%	19,8%
1996	-20,4%	-28,9%	-17,0%	-29,2%

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом



Отметим некоторое снижение в 1 кв. 2005 года производства основной продукции ЦБП. Динамика производства древесины (сырья для ЦБП) также не вызывает особого оптимизма. Поэтому можно заключить, что ситуация на внутреннем рынке ЦБП не простая. Перспективы роста рынка сохраняются, но по итогам 2005 года динамика, скорее всего, будет отставать от общего промышленного производства, как это было в прошлом году (индекс производства в ЛПК-ЦБП составил 103,0%, а индекс промышленного производства 107,1%).

Марийский ЦБК не самое крупное предприятие в отрасли, однако, как мы увидим ниже, является одним из самых перспективных и привлекательных. Ниже сгруппированы данные по крупнейшим производителям по основным видам ЦБП. В частности, указаны доля Марийского ЦБК на рынках специализации предприятия: производства картона и бумаги. В третьей таблице приводятся данные по целлюлозе товарной, как одного из перспективных направлений в развитии предприятия.

Доля объемов производства картона тарного, вкл. бумагу для гофрирования в общем объеме ЦБП в России

№ п/п	Наименование	Объем производства в 2004 году, тыс. т.	Доля на рынке, %				
			2000г.	2001г.	2002г.	2003 г.	2004 г.
1	Архангельский ЦБК	439,20	29,6%	25,6%	23,8%	23,1%	21,9%
2	Котласский ЦБК	287,80	17,4%	16,9%	15,6%	14,5%	14,4%
3	ЦКК (г. Братск)	213,80	11,7%	11,1%	11,1%	10,4%	10,7%
4	Нойзидлер Сыктывкар	192,80	5,1%	6,5%	8,0%	8,8%	9,0%
5	Набережно-Челнинский КБК	129,10	6,4%	6,2%	6,2%	6,3%	6,5%
6	Пермский картон	116,80	0,0%	5,6%	5,5%	5,6%	5,8%
8	Селенгинский ЦКК	79,30	5,8%	5,0%	5,2%	4,2%	4,0%
7	Марийский ЦБК	52,28	0,6%	0,9%	1,6%	1,8%	1,8%
9	Прочие	1315,40	23,4%	22,2%	23,0%	25,3%	25,9%
	Итого	2774,20	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Источник: отчеты компаний ЦБП

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

Доля объемов производства бумаги (всех видов) в общем объеме ЦБП в России

№ п/п	Наименование	Объем производства в 2004 году, тыс. т.	Доля на рынке, %				
			2000г.	2001г.	2002г.	2003 г.	2004 г.
1	АО "Кондопога"	703,50	16,5%	15,9%	15,4%	16,0%	18,1%
2	АО "Волга"	565,10	16,6%	15,7%	15,0%	15,2%	14,6%
3	АО «Сыктывкарский ЛПК»	566,00	13,4%	14,2%	14,6%	14,0%	14,6%
4	АО "Соликамскбумпром"	477,50	10,6%	10,9%	11,7%	12,3%	12,3%
5	АО "Светогорск"	288,50	6,1%	6,5%	7,2%	7,2%	7,4%
6	Котласский ЦБК	251,10	6,9%	6,6%	6,8%	6,8%	6,5%
7	Сегежский ЦБК	158,70	5,7%	4,6%	4,7%	4,8%	4,1%
8	АО ЦБК "Кама"	95,50	2,9%	2,8%	2,2%	2,3%	2,5%
9	Архангельский ЦБК	82,10	1,8%	2,0%	2,2%	2,2%	2,1%
10	Марийский ЦБК	27,04	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
11	Прочие	663,86	18,6%	20,1%	19,5%	18,5%	17,1%
	Итого	3878,90	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Источник: отчеты компаний ЦБП

Доля объемов производства целлюлозы товарной в общем объеме ЦБП в России

№ п/п	Наименование	Объем производства в 2004 году, тыс. т.	Доля на рынке, %				
			2000г.	2001г.	2002г.	2003 г.	2004 г.
1	Усть-Илимский ЛПК	622,50	25,3%	24,8%	24,8%	25,9%	25,9%
2	ЦКК (г. Братск)	498,00	19,9%	18,7%	20,6%	21,0%	20,7%
3	Котласский ЦБК	330,20	14,7%	14,5%	13,9%	13,4%	13,7%
4	Архангельский ЦБК	229,40	10,9%	9,9%	9,1%	9,4%	9,5%
5	Соломбальский ЦБК	228,10	8,9%	9,1%	9,4%	9,2%	9,5%
6	Байкальский ЦБК	165,80	8,2%	7,4%	8,1%	7,7%	6,9%
7	Марийский ЦБК	15,38	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,6%
8	Прочие	330,20	12,1%	15,6%	13,8%	12,8%	13,2%
	Итого	2404,20	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Источник: отчеты компаний ЦБП

История образования Марийского ЦБК

В 1932 году правительством было принято решение о строительстве комбината. Возведение основных цехов началось в 1935 году, а 5 декабря 1938 года была получена первая тонна бумаги. Пуск комбината разрешил в стране проблему обеспечения кабельной бумагой электротехнической отрасли. Специализация комбината на изготовлении технических видов бумаги сохраняется и в настоящее время. За послевоенное десятилетие в строй были введены несколько бумагоделательных машин, скипидарный цех и цех ДВП.

В настоящее время в комплекс Марийского ЦБК входят целлюлозный завод, три цеха по производству бумаги и картона, цех ДВП, цех по производству гофрокартона, ТЭЦ и ряд

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

вспомогательных производств. Дочерних и зависимых обществ ЦБК не имеет. Это наводит на следующую мысль. Раз само предприятие не идет по пути укрупнения и превращения в холдинг, но демонстрирует хорошие показатели, то является или даже рассчитывает на продажу более крупной компании отрасли. На предприятии работают более 3 тыс. чел.

Производство

Основной хозяйственной деятельностью является производство технических видов бумаги и картона. Бумага используется в обмотках кабелей, и этот сегмент является наиболее конкурентоспособным для предприятия. В производстве целлюлозы превалирует небеленая целлюлоза, хотя в последние два года стал развиваться выпуск товарной продукции. На производство ЦБП приходится около 95% выручки. На производство бумаги приходится около 50% выручки, на производство картона – около 30%, ДВП – 7-8%. Среди основных затрат можно выделить три группы:

- сырье, материалы, полуфабрикаты – более 40%
- затраты на оплату труда – более 20%
- топливо и энергия – около 20%

Затраты на амортизацию составляют незначительную долю – 1,4%. Это объясняется начисленным износом в размере 50% от первоначальной стоимости основных средств. По некоторым позициям износ составляет до 70%. Однако это нормальная ситуация для отрасли ЦБП.

Следует отметить, что предприятие представляет на рынок стандартную продукцию, доля новой продукции практически отсутствует.

Динамика производства ОАО «Марийский ЦБК»

Наименование	1999	2000	2001	2002	2003
ПЛИТЫ ДРЕВЕСНОВОЛОКНИСТЫЕ -ТЫС. М2	5 051	6 087	6 504	6 519	6 817
Динамика, %		20,5%	6,9%	0,2%	4,6%
ЦЕЛЛЮЛОЗА (ПО ВАРКЕ), ВКЛЮЧАЯ ПОЛУЦЕЛЛЮЛОЗУ И МАССУ ХИМИЧЕСКУЮ ДРЕВЕСНУЮ - Т	30 226	45 506	46 650	69 857	87 529
Динамика, %		50,6%	2,5%	49,7%	25,3%
ЦЕЛЛЮЛОЗА СУЛЬФАТНАЯ БЕЛЕНАЯ - Т	8 707	14 044	7 758	1 844	833
Динамика, %		61,3%	-44,8%	-76,2%	-54,8%
ЦЕЛЛЮЛОЗА СУЛЬФАТНАЯ НЕБЕЛЕНАЯ - Т	20 532	29 806	38 020	67 806	86 601
Динамика, %		45,2%	27,6%	78,3%	27,7%
ЦЕЛЛЮЛОЗА ТОВАРНАЯ - Т	0	13	1 055	6 690	14 649
Динамика, %		--	8015,4%	534,1%	119,0%
БУМАГА - Т	20 024	29 393	24 469	25 080	25 748
Динамика, %		46,8%	-16,8%	2,5%	2,7%
БУМАГА ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ (ПАЧЕК) - ТЫС. ШТ	353	327	189	103	47
Динамика, %		-7,4%	-42,2%	-45,5%	-54,4%
КАРТОН (ВКЛЮЧАЯ БУМАГУ ДЛЯ ГОФРИРОВАНИЯ) - Т	9 515	14 305	20 319	39 461	49 815
Динамика, %		50,3%	42,0%	94,2%	26,2%
КАРТОН ТАРНЫЙ (ВКЛЮЧАЯ БУМАГУ ДЛЯ ГОФРИРОВАНИЯ) - Т	7 155	12 451	19 103	39 436	49 792

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

		74,0%	53,4%	106,4%	26,3%
МЕШКИ - МЛН. ШТ	2,6	2,6	2,3	2,5	3,3
		0,0%	-11,5%	8,7%	32,0%

Источник: Отчеты Марийского ЦБК

Из таблицы видно, что по всем основным товарным позициям наблюдается рост в последние годы. Мы ожидаем, что в прошлом году производство целлюлозы увеличилось на 20% и превысит 100 тыс. т., производство бумаги – на 5% до 27,04 тыс. т., картона – на 20% до 60 тыс. т. Таким образом, загрузка мощностей составит 54% по бумаге. Тем самым, есть потенциал роста увеличения выпуска продукции без дополнительных инвестиций в расширение мощностей.

Поставщики и сбыт

Основным поставщиком энергоносителей является ООО «Региональная компания по реализации газа в Республике Марий Эл», г. Йошкар-Ола. Доля в общем объеме поставок данного предприятия составляет 15%. Согласно оценкам ЦБК, вероятность снижения доступности газа минимальна, так как отношения с поставщиками строятся на долгосрочном сотрудничестве.

Источником сырья для основной хозяйственной деятельности является древесина. Ее доля в общем объеме поставок составляет 35%. Поставщиками древесного сырья являются: ЗАО «ПО «Свердлес», ЗАО «Свердлеспром», ОАО «Советсклеспром», ООО «Фонд развития территории», ООО «Альянс Гарант». Однако нет фирмы по поставкам древесины, на долю которой бы приходилось 10 и более процентов всех поставок.

Основные рынки, на которых эмитент осуществляет свою деятельность с 1999 по 3 кв. 2004 года: внутренний рынок – 70%, внешний рынок – 30%. Это соотношение кардинально не претерпевает изменений. Потребителей, на оборот с которыми приходится не менее чем 10% общей выручки от продажи продукции эмитента не имеется. Таким образом, база потребителей очень диверсифицирована.

В настоящее время на внутреннем рынке наблюдается стабильный спрос на бумагу и картон для гофрирования. В основном, Марийский ЦБК поставляет данную продукцию в Приволжский регион. В числе потребителей бумаги кабельной: заводы «Саранскабель», «Волгакабель», «Иркутскабель», «Пермкабель», «Мосизолятор».

Мешочная бумага вывозится в Башкортостан, Ульяновскую область, Москву и др. Бумажные мешки и ДВП поставляются в Татарстан, Удмуртию, Чувашию, а гофрокартон, кроме указанных, в Башкортостан, Ульяновскую область.

Более 30% продукции, в основном, упаковочные виды бумаги поставляется на экспорт в Великобританию, Болгарию, Чехию, Испанию, Китай, Египет и другие страны.

Конкуренция

Основными конкурентами ОАО «МЦБК» являются предприятия, выпускающие целлюлозно-бумажную продукцию: ОАО «Архангельский ЦБК», ОАО «Братский ЛПК», ЗАО «НП «Набережночелнинский КБК» и т.д. Доли конкурентов и самого предприятия на рынке см. выше.

Финансы

Предприятие отличается устойчивым финансовым состоянием. В последние два года наблюдается прирост основных статей баланса и улучшение финансовых результатов. Однако по итогам 2004 года мы ожидаем заметное снижение чистой прибыли и уменьшение

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

рентабельности в результате роста расходов (себестоимости). Это связано с ростом цен на энергоносители и расходные материалы, а также увеличение расходов на модернизацию производственных мощностей. По всей видимости, в нынешнем 2005 году финансовые показатели улучшатся. Это подтверждают результаты первого квартала текущего года. Чистая прибыль Марийского ЦБК увеличилась на 67,9% до 1,29 млн. долл.

Баланс ОАО "Марийский ЦБК"

млн. долл.	1999	2000	2001	2002	2003	2004О
Актив						
ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	3,868	3,971	4,539	5,610	6,764	10,046
ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	8,547	8,828	8,987	7,348	9,109	10,667
АКТИВЫ всего	12,415	12,798	13,525	12,958	15,873	20,713
Пассив						
КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ	7,121	8,575	10,263	10,275	13,200	14,145
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	0,000	0,000	0,000	0,000	0,024	0,031
КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	5,293	4,223	3,262	2,683	2,649	6,537
ПАССИВЫ всего	12,415	12,798	13,525	12,958	15,873	20,713

Источник: Отчеты Марийского ЦБК

Динамика финансовых результатов Марийского ЦБК

млн. долл.	2000	2001	2002	2003	2004О
Выручка от продажи	18,251	20,590	27,739	36,758	45,153
Динамика, %	70%	17%	45%	29%	23%
Себестоимость	13,228	15,286	19,787	25,210	33,863
Динамика, %	62%	20%	39%	24%	34%
Прибыль от продажи	4,311	4,384	4,586	6,973	5,043
Динамика, %	84%	6%	12%	48%	-28%
Прибыль до налогообложения	4,107	4,252	2,205	5,238	3,141
Динамика, %	76%	8%	-44%	132%	-40%
Чистая прибыль	2,957	3,005	0,722	3,200	1,810
Динамика, %	н/д	6%	-74%	332%	-43%
Рентабельность продаж, %	23,6%	21,3%	16,5%	19,0%	11,2%

Источник: Отчеты Марийского ЦБК

Основные финансовые коэффициенты можно сгруппировать следующим образом:

Показатель	3 кв. 2004 г.
Стоимость чистых активов эмитента, млн. долл.	15,624
Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, %	26
Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам, %	25,8
Уровень просроченной задолженности, %	0
Оборачиваемость чистых активов, раз	2,2
Оборачиваемость кредиторской задолженности, раз	8,1
Оборачиваемость дебиторской задолженности, раз	8,6
Доля налога на прибыль в прибыли до налогообложения, %	49,4

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

Источник: Отчет Марийского ЦБК за 3 кв. 2004 года

Отметим, высокий коэффициент финансовой независимости, высокую оборачиваемость кредиторской и дебиторской задолженности. И, конечно, отсутствие просроченной задолженности. Хотя, по правде говоря, этот показатель у большинства ЦБК, как правило, невысокий. Например, у Архангельского ЦБК - 1,30%, у Котласского ЦБК – 4,82%.

Уровень кредитного риска ОАО «МЦБК» имеет невысокое значение, так как:

-эмитент имеет стабильные доходы

-эмитент не имеет внешних заимствований

-около 50% структуры активов представлено внеоборотными активами, которые могут использоваться в качестве обеспечения кредита;

-оборотные средства ОАО «МЦБК» на 65 % финансируются за счет собственного капитала.

Финансовое положение ОАО «МЦБК» оценивается положительно, так как:

-уровень кредиторской задолженности сократился

-уровень ликвидных активов стабилен и в целом соответствует объему краткосрочной задолженности предприятия.

Коэффициент текущей ликвидности составляет около 2,5 (при минимуме в 1,2), быстрый коэффициент ликвидности составляет 1,2 (минимум 0,8). Благоприятным фактором для характеристики финансового положения предприятия служит то, что чистый долг Марийского ЦБК составляет отрицательную величину. Ниже приведены данные по размеру чистого долга и уровню просроченной задолженности некоторых предприятий ЦБП.

Капитализация, чистый долг, стоимость предприятия и просроченная задолженность компаний ЦБП

	МС, долл.	ND, долл.	EV, долл.	Пр. задолж., %
Котласский ЦБК	525 702 380	22 787 103	548 489 483	4,8%
Сывтыварский ЛПК	421 471 935	33 801 276	455 273 211	0,0%
Архангельский ЦБК	140 440 500	54 624 586	195 065 086	1,3%
Усть-Илимский ЛПК	119 136 000	17 609 241	136 745 241	1,2%
Братский ЛПК	41 624 738	40 096 823	81 721 561	н/д
Соломбальский ЦБК	43 195 065	19 080 758	62 275 823	н/д
Марийский ЦБК	26 882 092	-23 058	26 859 034	0,0%
Сокольский ЦБК	6 073 146	10 825 000	16 898 146	9,6%

Источник: Отчеты компаний, котировки РТС

Структура собственности

Марийский целлюлозно-бумажный комбинат начал производство технической бумаги в 1938 году. Предприятие приватизировалось в 1993 году и стало Открытым акционерным обществом «Марийский целлюлозно-бумажный комбинат». 31 августа 1999 года ОАО «МЦБК» было преобразовано в Закрытое акционерное общество работников «Народное предприятие «Марийский целлюлозно-бумажный комбинат». Затем 28 сентября 2001 года вновь произошло преобразование в Открытое акционерное общество «Марийский целлюлозно-бумажный комбинат». Как раз в это время появился новый инвестор ООО «Марийский бумажник», который до 2004 года был вторым по доле (18%) после основного акционера - ООО «Лесометериалы» (33,02%). В 2004 году ООО «Марийский бумажник» аккумулировал более 60% ЦБК, а ООО «Лесоматериалы» вышли из акционерного капитала компании. Поскольку состав совета директоров состоит из представителей менеджмента ЦБК, можно предположить, что Марийский бумажник представляет интересы руководства компании. Таким образом, менеджмент может контролировать до 70% акций ЦБК (до полного контроля

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом

остается 5%).

27 июля 2004 года был запланирован аукцион по продаже госпакета акций (на торги выставлялся пакет чуть менее 10%). Нормативная цена была установлена на уровне 203 руб. Стартовая цена составила 370 руб. Однако аукцион не состоялся. 8 февраля 2005 года прошел второй аукцион по продаже госпакета. Стартовая цена не изменилась (370 руб.), а нормативная автоматически снизилась до 185 руб. (половина от стартовой). Пакет в размере 9,99977% (132460 шт.) был продан по цене 222 руб. за акцию ООО «ЦАРЬ-СТОЛИЦА». 9 марта доля в 10,44% была переписана с РФФИ на ЗАО «ДКК».

Наша оценка показывает, что справедливая цена акций (почти 600 руб.) намного превышает цену, определенную для аукциона.

Структура собственности ОАО "Марийский ЦБК" (по состоянию на март 2005 года)

АО	
Кол-во акций	1 324 630
Количество акционеров	5145
Количество номинальных держателей	--
	УК, %
ООО Марийский бумажник"	60,46%
ЗАО "ДКК"	10,44%
Менеджмент	6,99%
Прочие	22,11%

Источник: Отчеты Марийского ЦБК, сообщения о существенных фактах

Рыночная оценка

Рыночная оценка Марийского ЦБК

	EV/S	P/E	P/BV	Рентабельность, %
Братский ЛПК (BRLP)	1,34	8,60	0,98	4,2%
Архангельский ЦБК (АСВК)	0,67	8,60	0,98	13,1%
Сокольский ЦБК (ССВК)	0,62	240,17	0,21	-6,8%
Котласский ЦБК (КСВК)	1,64	16,80	2,72	14,9%
Соломбальский ЦБК (СВК)	1,07	neg.	3,31	4,9%
Усть-Илимский ЛПК (UILK)	0,58	8,75	1,14	14,6%
Сыктывкарский ЛПК (NZDS)	1,07	7,53	1,34	19,6%
Среднее (медиана)	0,87	8,67	1,14	13,9%

Марийский ЦБК

Расч. капитализация (средневзвеш.), долл.	27 570 700
Стоимость АО, долл.	20,81

23/05/2005

*КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом*

Сравнение нашей расчетной цены со стоимостью, определенной для аукциона, свидетельствует о значительной недооценке акций Марийского ЦБК. Следует отметить, что наша оценка является консервативной. Мы ожидаем, что справедливая стоимость компании будет расти вместе с улучшением финансовых результатов в ближайшие годы.

Напоследок, отметим, что Марийский ЦБК обычно не платит дивиденды на акции. Исключение составляет 1999 год (0,41 руб.). Учитывая, что контроль над предприятием фактически принадлежит менеджменту, это характеризует ЦБК скорее с позитивной стороны, чем имеет негативную сторону для миноритариев. Руководство предприятия не выводит средства из компании путем выплаты высоких дивидендов фактически самим себе, а направляет эти средства для модернизации предприятия. В условиях рынка ЦБП, такая стратегия развития представляется предпочтительной.

23/05/2005

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: ОАО Марийский ЦБК
Сокровище в малом**ГРУППА КОМПАНИЙ «РЕГИОН»**

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: www.regiongroup.ru**Операции с векселями**

Павел Голышев (доб.303; e-mail: golyshev@regnm.ru),
Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: vvs@regnm.ru),
Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: lenash@regnm.ru),
Новикова Валентина (доб.543; e-mail: valentine@regnm.ru)

Операции с облигациями

Петр Костиков (доб.471; e-mail: kostikov@regnm.ru)
Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Операции с акциями

Марина Муминова (доб.157; e-mail: muminova@regnm.ru) и (095) 264-43-72 (прямой),
Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Клиентское обслуживание на рынке ценных бумаг

Алексей Яшин (доб.503; e-mail: yashin@regnm.ru)

Организация программ долгового финансирования

Константин Ковалев (доб.547)
e-mail: kovalev@regnm.ru

Доверительное управление

Игорь Куртепов (доб.121)
e-mail: andrey@regnm.ru

Аналитические исследования

Анатолий Ходоровский (доб.538), Александр Ермак (доб.405), Евгений Шаго (доб.336), Константин Гуляев (доб.144), Валерий Вайсберг (доб.143)
e-mail: analit@regnm.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.