



ВОРОНЕЖСКАЯ
ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ПАЛАТА

ИССЛЕДОВАНИЯ
Строительная отрасль
Компании малой и средней
капитализации

Стройполимеркерамика

единственная инвестиционная
идея в узком кругу
производителей санитарно-
керамических изделий

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Тикер	spke
Справедливая цена АО, \$	43,4
Справедливая цена АП, \$	31,6
Количество АО, шт.	1 804 540
Количество АП, шт.	388 800
Капитализация, mln \$	90,6
EV, mln \$	82
Чистый долг, mln \$	- 8,6

ОАО «Стройполимеркерамика», сокращенно – СПК, (пос. Воротынский, Калужской области) является одним из ведущих предприятий России по производству санитарно-керамических изделий. Бизнес компании строится в двух направлениях: изготовление санкерамики и кирпича (68% и 30% от выручки, соответственно).

Итоги 2006 г. и показатели 1 квартала 2007 г. позволяют делать оптимистичные прогнозы относительно дальнейшего развития бизнеса. Перечислим основные драйверы роста компании.

1. Интенсивное развитие сегмента жилищного строительства стало предпосылкой большого интереса к продукции СПК, обеспечив тем самым высокую загрузку производственных мощностей и соответствующую реализацию.

2. Рост производственных мощностей по санкерамике за 2006 г. составил 23% (до 1,8 млн. санитарно-керамических изделий в год). В ближайшее время ожидается достижение уровня в 2,0 млн. изделий. На волне растущего спроса на продукцию СПК, ожидается существенное улучшение ключевых показателей деятельности.

3. СПК – единственная публичная компания из крупных производителей санитарно-керамических изделий, что определяет ее уникальность на российском рынке.

4. Стройполимеркерамика оснащена современным оборудованием, руководство проводит грамотную маркетинговую и сбытовую политику, компания является информационно открытой.

Характеристика компании

ОАО «Стройполимеркерамика» является одним из самых современных и крупных предприятий по производству санстройфарфора. Строительство завода велось совместно с итальянскими партнерами. Проектная мощность завода составляла 1 млн. изделий в год, сейчас предприятие выпускает более 1,8 млн. изделий. Ведутся работы по увеличению выпуска продукции до 2 млн. изделий в год.

Предприятие возникло в 1946 году на месте временного кирпичного завода. В 1985 году состоялась масштабная реконструкция и модернизация производства: совместно с итальянцами и по их технологии было построено современное предприятие по производству облицовочного кирпича. В октябре 1987 года было принято решение построить в поселке Воротыньск еще два крупных объекта: завод по производству санитарной строительной керамики и завод по производству линолеума (второй проект не был завершен). Производство санстройфарфора началось в 1990 г.

Помимо основной продукции, Стройполимеркерамика выпускает более 100 наименований товаров из керамики: ваз, цветочных горшков, кашпо, посуды, сувениров.

В настоящий момент компания занимает около 19% в натуральном выражении отечественного рынка санитарно-керамических изделий. Предприятием выпускаются изделия эконом и среднего класса.

Основными конкурентами Стройполимеркерамики являются: 1) ЗАО «Кировский стройфарфор» (Калужская обл.), производственные мощности - 1500 тыс. шт. санитарно-керамических изделий; 2) ООО «Самарский стройфарфор» (Самарская обл.), объем производства составляет 900 тыс. изделий в год; 3) ООО «Русская керамика» (Республика Чувашия, г. Чебоксары), которой принадлежат два предприятия в Чувашии общей мощностью 1600 тыс. изделий в год. В 2006 г. был введен в эксплуатацию завод по производству сантехники одного из мировых лидеров испанской «Rosa Group» мощностью 600 тыс. изделий в год, ориентированный на премиум сегмент.

Структура капитала, основные акционеры

Уставный капитал представлен обыкновенными и привилегированными акциями и разделен среди 750 акционеров. Начиная с 2002 г. общее собрание акционеров принимало решение не выплачивать дивиденды. Привилегированные акции в настоящий момент обладают правом голоса.

По имеющимся данным более 80% уставного капитала предприятия контролируется семьей бывшего генерального директора С. Мамбетшаева. По нашей оценке в свободном обращении находятся около 10-15% акций.

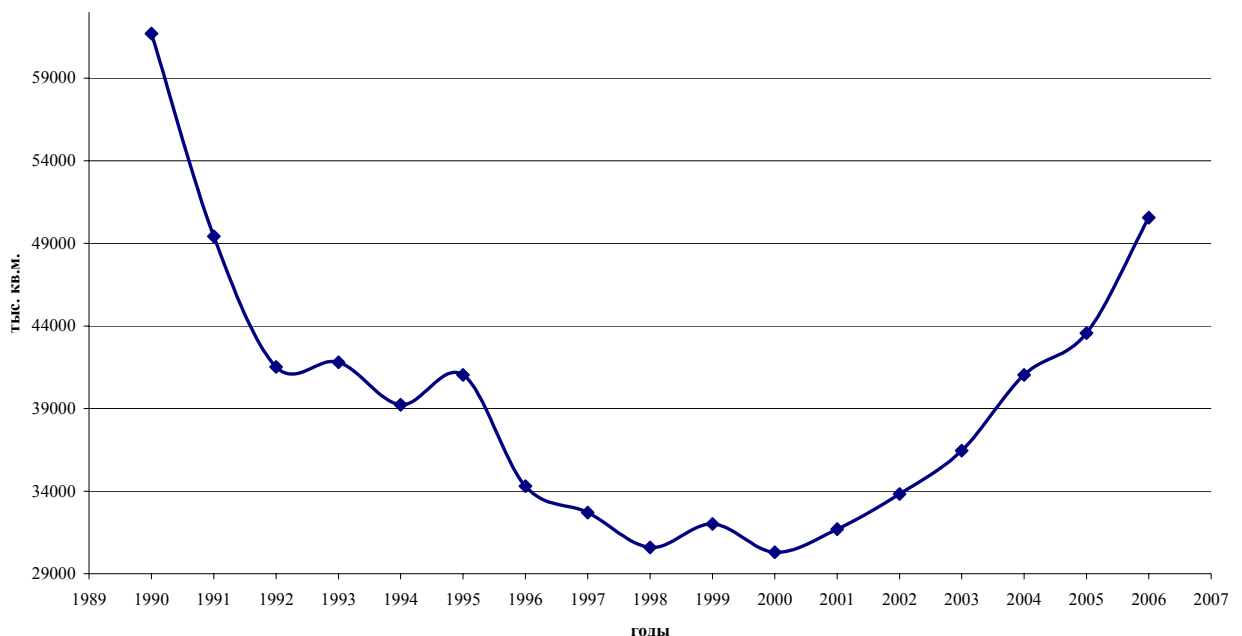
Количество обыкновенных акций	1 804 540 шт.
Номинал	0,1 руб.
Количество привилегированных акций	388 800 шт.
Номинал	0,1 руб.
Всего акций	2 193 340 шт.

Рынок компании и перспективы развития

В последние годы строительство перешло в число наиболее интенсивно растущих отраслей национальной экономики, не связанных с добычей и переработкой углеводородного сырья. Определяющим фактором на этом рынке является общий подъем экономики, существенный приток средств от экспорта нефти и газа, повышение уровня доходов домашних хозяйств и, как следствие, высокий внутренний спрос населения на жилье.

С 2000 г. наблюдается стабильное увеличение объемов жилищного строительства в РФ. В 2006 г. было введено 50,6 млн. кв.м., что на 16% больше показателя 2005 г. (43,6 млн. кв.м.) и на 67% аналогичной величины в 2000 г. (30,6 млн. кв.м.). Более того, за 5 месяцев 2007 г. наблюдается бурный рост вводимой в эксплуатацию жилой площади (на 42% больше аналогичного периода 2006 г.).

Диаграмма 1. Ввод в действие жилых домов, тысяча квадратных метров общей площади



В строительной отрасли в настоящий момент следует выделить 3 основных сегмента: производство стройматериалов, дорожное и жилищное строительство.

Предмет нашего исследования – ОАО «Стройполимеркерамика» – следует относить к производителям строительных материалов: 30% выручки предприятие получает за счет реализации кирпича, 68% от производства санитарной керамики. Развитие рынка гражданского строительства стало определяющей предпосылкой для роста спроса на продукцию Стройполимеркерамики. В свете наметившихся тенденций прогнозируется высокий спрос на санкерамику, причем акцент скорее будет сделан на изделия массового сегмента (эконом и средний класс).

Согласно экспертным оценкам в количественном выражении объем всего российского рынка санкерамики в 2006 г. составил ориентировочно 9,5-10 млн. изделий, в денежном ~ 850 млн. долл. По прогнозам аналитиков в 2007 г. рынок может вырасти до 11,5-12 млн. изделий в год при спросе 13-14 млн. изделий. В соответствии с результатами общероссийских исследований, отечественные ванны и раковины россияне покупают в два, а отечественные унитазы – в три раза

чаще, чем импортные. Таким образом, обширное поле сбыта для продукции Стройполимеркерамики на ближайшие годы обеспечено.

Результаты деятельности

За последние пять лет предприятие развивалось со средним темпом прироста выручки около 24%; средняя рентабельность по EBITDA составила 16%, по чистой прибыли – 10%. Средняя зарплата за период выросла с 4,5 до 12 тыс.руб.

2006 г. отмечен новыми достижениями компании. Так, выручка предприятия выросла на 30,5% и составила 47,8 млн. долл. Выпуск продукции был увеличен за счет ввода новых мощностей с 1474 в 2005 г. до 1811 тыс. изделий в 2006 г. В количественном выражении рост выпуска сантехники составил 123%. Показатель EBITDA вырос по сравнению с прошлым периодом на 47% до 7,1 млн. долл. Рентабельность EBITDA достигла 15%, норма чистой прибыли – 9,6%, рентабельность собственного капитала – 16%.

Финансовой устойчивости предприятия способствует отсутствие заемных средств в источниках финансирования. Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения равны 5,6 млн. долл.

Первые результаты 2007 г. позволяют делать оптимистичные прогнозы. За первый квартал выручка увеличилась вдвое, себестоимость в 1,8 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Как следствие прибыль от продаж и чистая прибыль повысились в 4 раза (с 0,9 до 3,5 млн. долл.; с 0,48 до 2,4 млн. долл., соответственно). Учитывая, что выручка компании за 1 квартал, как правило, составляет от 16 до 20% годового показателя, следует ожидать по итогам 2007 г. очень хороших финансовых результатов (прирост по выручке до 50-55%, по чистой прибыли до 100-110% от уровня 2006 г.). Данный прогноз существенно выше ожиданий аналитиков по росту всего рынка санитарно-керамических изделий и кирпича, что подтверждает лидерские позиции Стройполимеркерамики на рынке санизделий. В дальнейшем ожидается увеличение объемов реализации, но не столь высокими темпами.

Оценка стоимости

В основу расчета справедливой стоимости компании лег метод дисконтированных денежных потоков. В результате мы получили оценку всего предприятия в консервативном варианте на уровне 82 млн. долл. При отсутствии долговых обязательств компании и планируемой величине денежных средств и краткосрочных финансовых вложений в 8,6 млн. долл., расчетная стоимость собственного капитала – 90,6 млн. долл. Цена акции обыкновенной – \$43,4, привилегированной – \$31,6.

Сравнительная оценка по большей части имеет индикативный характер. В качестве базового критерия выбран показатель Р/производственная мощность. Конкурент Стройполимеркерамики ООО «Русская керамика» (торговая марка «Сантек», Чувашия) согласно экспертным оценкам стоит на уровне 120 млн. долл. при производственной мощности 1,6 млн. санитарно-керамических изделий в год. Чистый долг предприятия 13 млн. долл. Коэффициент Р/производственная мощность = 66,88. В этом случае Стройполимеркерамика должна иметь справедливую оценку ~ 120,4 млн. долл., что существенно выше оценок по DCF. В конкретном случае мы полагаем, что сравнительная оценка дает нам возможность оценить реальные перспективы компании в долгосрочном периоде.

Более того, необходимо учитывать уникальность Стройполимеркерамики как инвестиционной идеи, поскольку оно является единственным предприятием из

данного сектора, имеющим организационно-правовую форму открытого акционерного общества. Конкуренты завода, сопоставимые по объемам производства представлены в виде ООО и ЗАО, что лишает инвесторов в кратко- и среднесрочной перспективе возможности участвовать в акционерном капитале предприятия и распределении прибыли.

Практически этот нюанс дает реальную возможность акционерам Стройполимеркерамики, как минимум, рассчитывать на определенную премию при реализации имеющихся у них акций компании, как максимум, обоснованно ожидать размещения новых ценных бумаг выше настоящих оценок.

	RTS Board		Справедливая цена	Потенциал роста от ask
	bid	ask		
Обыкновенные акции	\$7.7	\$23	\$43,4	+89%
Привилегированные акции	\$5.7	\$17	\$31,6	+86%

Финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, РСБУ mln \$

	2002	2003	2004	2005	2006	2007П
Выручка	20,0	25,8	31,2	36,6	47,8	70,6
Себестоимость	16,5	20,9	25,8	31,8	40,7	57,1
ЕБИТДА	3,5	4,9	5,4	4,8	7,1	13,5
Амортизация	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1
Операционная прибыль	3,1	4,4	4,7	4,0	6,1	12,3
Финансовые затраты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие доходы и расходы	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Прибыль до налогов	3,1	4,3	4,6	4,0	6,2	12,3
Налог на прибыль	1,1	1,1	1,1	1,1	1,6	3,0
Прибыль до меньшинства	2,0	3,2	3,5	2,9	4,6	9,4
Доля меньшинства	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Чистая прибыль	2,0	3,2	3,5	2,9	4,6	9,4

Баланс, РСБУ

mln \$

	2002	2003	2004	2005	2006	2007П
Оборотные активы	5,3	5,9	9,1	10,5	14,1	22,4
Денежные средства, КФВл.	1,6	1,4	1,2	2,5	5,6	8,6
Дебиторская задолженность	0,9	1,5	3,1	3,1	3,3	5,3
Запасы	2,3	2,7	4,7	4,7	5,1	8,0
Прочие	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4
Внеоборотные активы	10,6	13,2	14,4	14,8	16,5	18,7
Основные средства	7,9	8,9	11,8	12,1	13,6	15,2
Прочие	2,7	4,3	2,5	2,8	2,9	3,5
Активы, всего	15,9	19,0	23,4	25,3	30,6	41,0
Краткосрочные обязательства	1,5	1,4	2,2	1,3	2,0	3,0
Кредиторская задолженность	1,5	1,4	2,1	1,3	2,0	2,9
Займы и кредиты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочные обязательства	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Займы и кредиты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Обязательства, всего	1,5	1,5	2,5	1,5	2,2	3,2
Доля меньшинства	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Капитал и резервы	14,4	17,5	21,0	23,9	28,5	37,8
Пассивы, всего	15,9	19,0	23,4	25,3	30,6	41,0

Финансовые коэффициенты

	2002	2003	2004	2005	2006	2007П
Норма ЕБИТДА	17,6%	19,1%	17,3%	13,2%	14,8%	19,1%
Норма Операционной прибыли	15,5%	17,0%	15,2%	11,0%	12,7%	17,5%
Норма чистой прибыли	10,0%	12,4%	11,1%	7,9%	9,6%	13,3%
ROE	13,9%	18,3%	16,6%	12,2%	16,1%	24,8%

Воронежская инвестиционная палата

394000, г. Воронеж
ул. Пушкинская, д.1

тел. /4732/ 555-605, 555-805

<http://www.investpalata.ru/>

Аналитическое управление	analit@investpalata.ru
Руководитель Орюпин Евгений	e.oryupin@investpalata.ru
Аналитики Иванов Илья Кретов Александр Панов Петр	i.ivanov@investpalata.ru
Брокерское обслуживание Перов Андрей Волынский Александр	broker@investpalata.ru

© 2007 Воронежская инвестиционная палата

Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, имеют только информационное значение и не могут рассматриваться как предложение к совершению сделок на финансовом рынке. Представленная аналитическая информация отражает исключительно собственное мнение аналитиков, участвовавших в его составлении, которое может не совпадать с мнением Воронежской инвестиционной палаты.

Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. Воронежская Инвестиционная Палата не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. Воронежская инвестиционная палата, ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектам инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них.

Информация, на которой основан обзор, получена из открытых источников, которые мы считаем надежными, тем не менее, Воронежская инвестиционная палата и авторы обзора не несут ответственности за ее достоверность и полноту, а также за убытки, возникшие в связи с использованием содержащейся в документе информации. При принятии инвестиционного решения, необходимо помнить, что инвестирование в ценные бумаги сопряжено с риском, в связи с чем инвесторам необходимо провести самостоятельный анализ ситуации и объектов инвестирования.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения Воронежской инвестиционной палаты.