Через тернии к «ТЕРНЕ»

Анна Чепракова

Что общего между производством светильников и разработкой средств криптографической защиты? Казалось бы, немного, но эти виды бизнеса вполне органично уживаются в рамках деятельности торгово-промышленной группы (ТПГ) «ТЕРНА». И не только уживаются, но и весьма динамично развиваются.

Сегодня светильники, подвесные потолки и стеновые панели из ПВХ, произведенные заводами «ТЕРНЫ», создают уют как минимум в трети российских офисов, средства защиты информации занимают 80% соответствующего рынка, а на предприятиях группы занято более 3 тысяч человек. Останавливаться на достигнутом группа не планирует и наращивает обороты, в том числе за счет поглощения конкурентов.

Развитие требует привлечения дополнительных источников финансирования. В декабре 2005 года группа дебютировала с выпуском облигаций на 500 млн руб., а в ноябре 2006 г. «ТЕРНА» разместит второй выпуск облигаций — на сумму 1.5 млрд рублей.

Как получилось, что в структуре группы сочетаются такие разные виды деятельности, и не опасно ли покупать облигации столь широко диверсифицированной компании с высоким уровнем долговой нагрузки и низкой рентабельностью в придачу? В логике сложносочиненной деятельности ТПГ «ТЕРНА» разобрался Cbonds Review.

МОЛОДЕЖНЫЙ КООПЕРАТИВ

Группа «ТЕРНА», входящая сегодня в число лидеров тех сегментов рынка, которые являются для нее целевыми (производство и продажа отделочных строительных материалов и светотехники, комплексные системы безопасности), выросла, как и многие «ветераны» российского бизнеса, из частного кооператива. «ТЕРНА» — типичная компания «новой экономики», построенная ее создателями «с нуля» в постсоветской России. «Мы не сумели приватизировать готовые заводы, нам не досталось источников газа и нефти», — рассказывает генеральный директор и совладелец ТПГ «ТЕРНА» Сергей Перовский. История группы началась с того, что в 1992 г. пять выпускников МГУ создали кооператив и нарекли его «ТЕРНА». Первым офисом группы стала комната, арендованная в Московском научно-исследовательском телевизионном институте (МНИТИ), а первым бизнесом была продажа корейских микроволновых печей. «Микроволновый» бизнес пошел довольно успешно.

Кстати, название «ТЕРНА», по словам Перовского, не несет никакой смысловой нагрузки — оно родилось из разговора будущих создателей группы за чашкой чая. Создатели «ТЕРНЫ» исходили из того, что название фирмы должно быть звучным и легко воспроизводиться как на русском, так и на английском языках. Уже потом в группе научились «обыгрывать» название — например, позиционируя бизнес по установке систем безопасности, используют слоган «ТЕРритория НАдежности». Но это будет потом, а в 1992 году это была просто «ТЕРНА».

НА МИРНЫЕ РЕЛЬСЫ

Московский научно-исследовательский телевизионный институт, в котором первое время квартировала «ТЕРНА», занимался разработкой телевизионных систем наведения боевых самолетов. Перовский и его партнеры задумались об использовании военных технологий в мирных целях. Первым серьезным бизнесом «ТЕРНЫ» стало проектирование и монтаж комплексных систем безопасности. От торговли СВЧ-печами начинающие предприниматели перешли к реализации более сложной техники. Основатели «ТЕРНЫ» стали не только пионерами рынка, но и авторами самого термина «комплексные системы безопасности». Так появилось одноименное направление бизнеса группы.

Полноценного рынка систем безопасности (СБ) в 1992 году, когда на него пришла «ТЕРНА», еще не существовало. В России работало всего два специализированных предприятия. Для МВД и пограничников они выпускали оборудование на уже устаревших к началу 90-х годов технологических платформах. Качественной техники не было, и «ТЕРНА» занялась восполнением этого пробела: стала ввозить в Россию камеры видеонаблюдения и датчики охранно-пожарной сигнализации — товар в начале неспокойных 90-х, «время первоначального накопления капиталов», весьма ходовой. «Мы быстро стали первым предприятием по объему и по услугам, которые оказывали тогда», — говорит Перовский.

Теперь к направлению «Комплексные системы безопасности» относятся три предприятия: собственно «Терна СБ», ЗАО «Терна СИС» и ООО «КРИПТО-ПРО». «Терна СИС» специализируется на разработке программного обеспечения для автоматизации предприятий различного профиля. Среди клиентов компании значатся, в частности, Федеральное агентство правительственной связи и информации при Президенте РФ (ФАПСИ), Федеральная служба безопасности (ФСБ) и Федеральная служба охраны (ФСО). «КРИПТО-ПРО» занимается разработкой средств криптографической защиты информации (СКЗИ).

Появление в структуре группы криптографического подразделения генеральный директор «ТЕРНЫ» объясняет так: «Как только перед нами возникла задача защиты информации, появились люди, которые могли это сделать, в тот момент и был сформирован коллектив». Защита информации показалась владельцам «ТЕРНЫ» перспективным направлением, и они решили его развивать. И не прогадали: этот бизнес показывает высокую рентабельность при скромных затратах. Хотя в структуре консолидированной выручки группы показатели «КРИПТО-ПРО» довольно скромны — в 2005 году всего 1% (99 млн руб.) и 2% по плану в 2006 году (130 млн руб.), предприятие занимает 80-85% российского рынка СКЗИ.

«Криптография и некоторые проекты «Терна СБ» значимы для группы даже не по деньгам, которые они приносят, а по самому характеру выполняемых работ и по тем отношениям, которые мы получаем в итоге», — отмечает гендиректор «ТЕРНЫ». Так, специальными системами, которые разработаны «КРИПТО-ПРО», защищен интернет-сайт Президента РФ, а сотрудники, участвовавшие в работе, отмечены правительственными наградами. Как и «Терна СИС», «КРИПТО-ПРО» сотрудничает с ФСБ и ФСО. Кроме того, некоторые уникальные разработки компании используются в Белом доме, Государственной Думе РФ и в Аппарате Правительства РФ.

>>> Системами, которые разработаны «КРИПТО-ПРО», защищен интернет-сайт Президента РФ, а сотрудники, участвовавшие в работе, отмечены правительственными наградами. <<<

ДО ЛАМПОЧКИ

Покупатели микроволновок, а потом и заказчики комплексных систем безопасности часто расплачивались с «ТЕРНОЙ» не наличными, а товаром. Очередной бартерной сделкой стал обмен партии микроволновых печей на вагон электрических ламп. Продав лампы, молодые бизнесмены поняли, что дело это выгодное, и взяли на реализацию еще один вагон, а потом еще и еще. Следующим этапом в развитии светотехнического направления бизнеса «ТЕРНЫ» стало сотрудничество с одним из двух крупнейших мировых производителей источников света — фирмой OSRAM. «Мы пришли к ним и сказали, что хотели бы торговать их продукцией на территории России, — рассказывает Перовский. — Для них это было странно, у них тогда даже представителя в России не было, они спросили: «Сколько вы хотите взять?», а мы ответили: «Пять коробок». В OSRAM столь скромные запросы российского покупателя вызвали удивление, но, тем не менее, «ТЕРНА» продала сначала пять коробок, потом машину, потом пять машин — и дело пошло. Сегодня «ТЕРНА светотехника» — один из лидеров по объему реализации импортных источников света в России. Кстати, это стало отличительной чертой группы — почти во всех сегментах рынка, где работает «ТЕРНА», она стремится стать лидером рынка по объему продаж.

К концу 90-х годов торговля лампочками перестала приносить прежнюю прибыль. «ТЕРНА» сосредоточилась на продаже офисных и промышленных светильников, а затем решила производить их самостоятельно. В 1996 году группа за 120 тыс. долл. купила свой первый участок земли под строительство завода. Так появился первый завод группы, который стал выпускать светильники. Предприятие назвали «ЛЮМСВЕТ».

«ТЕРНА» гордится своими квадратными растровыми светильниками, их рыночная доля сегодня составляет около 30%. «Светильник «ЛЮМСВЕТ» — это лучший офисный светильник в России», — уверяет Перовский. Конкуренции с восточноевропейскими (в основном чешскими и польскими) и даже китайскими аналогами в группе

Сергей Перовский ,
генеральный директор ТПГ «ТЕРНА»

не боятся, объясняя это тем, что импортная продукция стоит дороже. Недавно «ТЕРНА» начала массовый выпуск нового класса люминесцентных светильников для общественных помещений. В них вместо электромагнитных преобразователей тока для питания лампы используются электронные. Как считает Перовский, наладив массовое производство светильников нового класса по приемлемой цене, «ЛЮМСВЕТ» получит возможность создать новую рыночную нишу «качественного освещения по доступной цене» и закрепиться в ней. Это позволит увеличить продажи через имеющуюся клиентскую сеть и привлечь новых покупателей, поскольку речь идет о смене поколений одного из самых массовых и распространенных световых приборов.

МОСКВА — ПЕТУШКИ

Важным этапом в становлении группы «ТЕРНА» стал запуск производства металлических подвесных систем, к которым крепятся подвесные потолки, в которые, в свою очередь, встраиваются растровые светильники. «ТЕРНА» купила итальянское и немецкое оборудование и начала выпускать металлический профиль. Для увеличения объемов производства под выпуск металлоконструкций для подвесных потолков переоборудовали шпульно-катушечную фабрику, приобретенную группой в конце 2002 года в г. Петушки Владимирской области. Фабрика сменила специализацию и название, превратившись в ОАО «Петушинский металлический завод» (ПМЗ). Теперь продукция ПМЗ занимает 60% российского рынка подвесных систем. ПМЗ стабильно приносит группе порядка 20% от общей прибыли (21% по итогам 2005 г., 23% — за первое полугодие 2006 г., 18% — план по итогам 2006 г.).

Успехи в производстве металлического профиля побудили «ТЕРНУ» попробовать свои силы в выпуске профиля из ПВХ. В 2001 году был построен завод «Терна Полимер». Со своими конкурентами в секторе стройматериалов из ПВХ «ТЕРНА» борется самым эффективным образом — она их покупает. В июле этого года группа приобрела компанию «Деко-Д» (Московская область, г. Сходня), специализирующуюся на производстве и продаже стеновых панелей из ПВХ, а в сентябре — московский завод «Алюпласт», также выпускающий изделия из ПВХ. После приобретения «Алюпласта» «Терна Полимер» сможет производить 1.5 млн кв. метров винилового сайдинга (профиля) для наружной отделки зданий в месяц. «Столько не может производить никто, наш ближайший конкурент может делать 700 тыс. кв. метров — это в 2 раза меньше», — доволен Перовский. То же касается и пластиковых стеновых панелей: у «ТЕРНЫ» появились мощности, позволяющие выпускать от 400 до 500 тыс. кв. м в месяц, к таким объемам пока не приблизился никто из конкурентов группы. Приступить к выработке невиданного доселе количества продукции из ПВХ «ТЕРНА» сможет в декабре 2006 года, когда завершит перенос производственных линий «Алюпласта» на площадку завода «Терна Полимер».

МЕЛКИЙ ОПТ: ОТ ПОДМОСКОВЬЯ ДО ШВЕЦИИ

По мере того как объемы производства на заводах «ТЕРНЫ» росли, назрела необходимость активнее продвигать их продукцию на рынок и создавать собственную сбытовую сеть. Мелкооптовая сеть группы, состоящая из 21 российского филиала, сосредоточена под крылом торгового подразделения — «ТоргСервис». Бизнес «ТоргСервиса» заключается в том, что он получает крупный опт, а потом делит его на мелкие партии и продает потребителям — строительным компаниям, индивидуальным застройщикам, службам эксплуатации. Продукция собственных заводов «ТЕРНЫ» (ОАО «Петушинский металлический завод», «ЛЮМСВЕТ» и «Терна Полимер») занимает в ассортименте «ТоргСервиса» порядка 25%, остальное — товары сторонних производителей. «ТЕРНА» планирует и дальше поддерживать эту пропорцию, так как не заинтересована в том, чтобы «ТоргСервис» превратился в «ручную компанию», торгующую только продукцией заводов группы. «Нас интересует поддержание широкой номенклатуры, развитие этой компании как большой торговой сети, поэтому она не может строиться только на продукции трех заводов», — подчеркивает Перовский. В 2005 году выручка составила чуть более 1 млрд руб., по итогам 2006 года «ТоргСевис» должен заработать для группы более 2 млрд руб. В 2007 году группа собирается открыть в России еще 12 точек мелкооптовой торговли и создать 4 региональных склада. В планах «ТЕРНЫ» также расширение товарного ряда «ТоргСервиса».

Помимо снабжения стройматериалами и светотехникой российских потребителей, «ТоргСервис» экспортирует товары также в Украину, Белоруссию, Казахстан, Азербайджан, Молдову и даже Швецию. Но открывать филиалы за рубежом «ТЕРНА» в ближайшее время не планирует. Группе, по словам Перовского, «пока хватает территории России». «Когда мы здесь начнем во что-то упираться и поймем, что не хватает простора для роста, тогда, может быть, встанет вопрос об открытии филиалов за рубежом», — так комментирует свою позицию глава группы.

ЛОГИКА МНОГОПРОФИЛЬНОГО БИЗНЕСА

Соединение в рамках одной группы производства пластиковых стеновых панелей, подвесных потолков и светильников с разработкой комплексных систем безопасности на первый взгляд выглядит странным и не вполне логичным. И если лампы, потолки и стены легко связываются воедино в представлении о типичном благоустройстве помещений, то комплексные системы безопасности кажутся чем-то из области интересов спецслужб и их оппонентов. Тем не менее, по логике «ТЕРНЫ», эти бизнесы гармонично сочетаются.

«Рынок стройматериалов — это рынок тех, кто строит жилье, торговые центры, офисы, — объясняет Перовский взаимосвязь бизнесов «ТЕРНЫ», — там везде нужны светильники, там везде нужен свет, панели в том или ином виде, реечные или подвесные потолки, а также системы безопасности». «ТЕРНА» может поставлять продукцию по всем этим товарным группам, поэтому и позиционирует себя как компания, ориентированная на рынок строительных материалов.

Кроме того, диверсификация бизнеса позволяет «ТЕРНЕ» более уверенно чувствовать себя на рынке: помогает перетеканию капитала и нивелирует риски. Период кризиса 1998 года удалось успешно преодолеть за счет собственного производства, которое сразу же заместило импортную продукцию.

ЗА 101-Й КИЛОМЕТР

В конкурентной борьбе «ТЕРНА» использует проверенные рецепты сокращения издержек — оптимизацию бизнес-процессов, снижение производственных затрат и повышение производительности труда. «ТЕРНА» достигла того масштаба бизнеса, когда побеждать соперников за счет роста валового продукта уже нереально. Максимально эффективно организовать технологические процессы «ТЕРНЕ» помогают собственные конструкторские бюро. Бухучет в группе уже централизован и сосредоточен в управляющей компании, что позволяет экономить в том числе и на персонале региональных филиалов.

>>> «У компании есть своя идеология: мы никогда не ожидали немедленной отдачи от инвестиций и чудесного приращения активов к завтрашнему дню. Мы всегда имели долгосрочные цели и всегда играли на «длинном плече». <<<

Но на одной лишь оптимизации внутренней себестоимости не выживешь, и «ТЕРНА» всерьез задумалась о переносе производства подальше от Москвы. На месте «эвакуированных» заводов планируется запустить автоматизированные линии, не требующие присутствия рабочих, либо перепрофилировать помещения в торговые площадки. В первую очередь переселение ожидает завод «ЛЮМСВЕТ». Рентабельность производства светильников снижается из-за неуклонного роста подмосковных зарплат: по уровню оплаты труда Мытищи догоняют Москву, редкий рабочий получает меньше 20 тыс. руб. У «ТЕРНЫ» уже есть цех в Новосибирске, производящий практически ту же самую номенклатуру, что и «Петушинский металлический завод», и, судя по всему, это только начало перевода производственных активов в регионы.

ОТЛОЖЕННЫЕ ЗАРАБОТКИ

Надо отдать должное темпам роста бизнеса группы. В 2005 году консолидированная выручка группы выросла на 45%, прогноз роста на 2006 год — 31%. Но, несмотря на приличные обороты и рост выручки, рентабельность группы остается весьма низкой. За первое полугодие 2006 года при выручке 2.47 млрд руб. чистая прибыль составляет всего 35 млн руб., т.е. чистая маржа составляет 1.42%. Не впечатляют ни операционная маржа (6.38%), ни рентабельность активов (1.93%). Но финансовый и генеральный директора «ТЕРНЫ» в один голос обещают рост рентабельности в два раза уже по итогам 2006 года и постепенное, но стабильное увеличение показателей в последующие периоды. Резкого роста эффективности бизнеса в «ТЕРНЕ» не ожидают, да и задачи такой перед собой не ставят. Сейчас, по словам финансового директора группы Натальи Осиповой, компания находится в стадии затратного периода развития. «И дополнительные привлеченные средства, и те средства, что мы зарабатываем сейчас, будут прежде всего направлены на развитие, — вторит ей Перовский. — У компании есть своя идеология: мы никогда не ожидали немедленной отдачи от инвестиций и чудесного приращения активов к завтрашнему дню. Мы всегда имели долгосрочные цели и всегда играли на «длинном плече».

Свою позицию Перовский иллюстрирует примером становления торгового направления группы — основанной менее двух лет назад компании «ТоргСервис». В прошлом году руководство группы выбирало между ускоренным ростом торгового направления путем расширения филиальной сети и увеличением прибыли. Выбрали рост: инвестировали в филиалы. В этом году ситуация не изменилась: «ТоргСервис» по-прежнему не может похвастаться высокой рентабельностью. Но уже в 2007 году после запуска новых филиалов торговая сеть достигнет необходимого «ТЕРНЕ» масштаба, и группу будет интересовать прежде всего заработок. «ТоргСервис» станет наращивать объемы продаж, чтобы выйти на ту величину прибыли, которая покроет затраты на рост. По аналогичной логике развивает «ТЕРНА» и свое производственное направление: инвестируя в оборудование, недвижимость, землю с тем, чтобы в последующие годы с лихвой покрыть затраты. К 2008 году «ТЕРНА» планирует упрочить уже имеющиеся лидирующие позиции, достичь первенства в большинстве целевых для группы сегментов рынка, заняться повышением рентабельности.

ПЕРВЫЙ БОНД

Растущий бизнес группы требует инвестиций. «ТЕРНА» активно пользуется краткосрочными и долгосрочными кредитами, а в декабре 2005 года впервые вышла на долговой рынок, разместив облигации на сумму 500 млн рублей. Эмитентом выступила SPV «ТЕРНА-ФИНАНС», а организатором займа — банк «Электроника», который на тот момент был одним из крупнейших кредиторов группы (сейчас доля «Электроники» в кредитном портфеле «ТЕРНЫ» значительно снизилась). Дебют получился таким, каким он и должен был быть у незнакомой рынку производственно-торговой компании, у которой отсутствовала не только публичная история, но и

Наталья Осипова ,
финансовый директор ТПГ «ТЕРНА»

аудированная финансовая отчетность. Дебютные бонды «ТЕРНЫ» были размещены под доходность 14.75% (квартальный купон 14%). Нельзя было похвастаться и большим кругом приобретателей бумаг при первичном размещении — около половины объема пришлось на клиентские сделки самого банка «Электроника» и покупки еще небольшого числа банков и инвестиционных компаний (Газпромбанк, «Русс-Инвест», Транскапиталбанк, АЛОР, «Тройка Диалог»). Тем не менее, в группе были довольны первым займом. «Мы понимали, что такова цена входного билета на публичный рынок», — поясняет Перовский. Бумаги с такими показателями доходности принято относить к высокорискованным, иначе говоря — к junk bonds. Впрочем, затем бумага «расторговалась», и, к примеру, за сентябрь 2006 года оборот по ней составил 84 млн руб. (90 сделок, 14 торговых дней), спред котировок покупки и продажи по бумаге также довольно узок и составляет всего порядка 15 б.п., бумага торгуется с доходностью порядка 12%. Не каждая бумага этого эшелона может похвастаться таким приличным уровнем ликвидности. Летом 2006 года журнал Forbes назвал облигации «ТЕРНЫ» в числе наиболее привлекательных высокодоходных облигаций.

Дата погашения первого займа «ТЕРНЫ» — 16 декабря 2008 г. Но эмитент намерен выкупить бумаги выпуска раньше этого срока, установив низкую ставку пятого купона, тем более что возможность досрочного выкупа предусмотрена условиями займа. Первый облигационный заем будет отозван в дату ближайшей оферты — 19 декабря 2006 года. Дебют — дебютом, а переплачивать по процентам «ТЕРНА» не собирается, понимая, что ставка, по которой торгуются облигации, слишком высока. На выкуп бумаг первого займа пойдет 500 млн из 1.5 млрд руб., привлеченных в ходе планируемого второго выпуска облигаций.

В ПОГОНЕ ЗА ДЛИННЫМ РУБЛЕМ: ПОПЫТКА НОМЕР ДВА

Второй выпуск бондов объемом 1.5 млрд руб. «ТЕРНА» планирует разместить в середине ноября. Эмитентом, как и по первому выпуску, станет ООО «ТЕРНА-ФИНАНС», специально созданное для реализации облигационной программы группы. Организатором на этот раз выступает «Банк Москвы», а «Электроника» выступит в ранге со-андеррайтера. «ТЕРНА» не собирается прекращать свое сотрудничество с «Электроникой», но, по мнению компании, при таком объеме выпуска облигаций в качестве организатора должен выступать финансовый институт с соответствующим опытом и ресурсами. По мнению начальника Управления организации выпуска ценных бумаг «Банка Москвы» Игоря Фроловского, доходность по облигациям второго займа «ТЕРНЫ» должна составить 12-12.4%.

Одна часть привлеченных средств пойдет на развитие производственного и торгового бизнеса компании, вторая — на реструктуризацию кредитного портфеля. На расширение торговой сети и создание региональных складов «ТоргСервиса» будет потрачено до 400 млн руб., на развитие производства изделий из ПВХ — 150-200 млн руб., столько же направят на расширение выпуска металлических конструкций. Более 500 млн руб. пойдет на реструктуризацию долга — выкуп первого займа и выплаты по кредитам. Поручителями по займу станут управляющая компания группы ЗАО «ТПГ «ТЕРНА» и ЗАО «Терна Полимер», производящее всю ПВХ-продукцию «ТЕРНЫ».

Игорь Фроловский из «Банка Москвы» рассчитывает на неплохой интерес инвесторов к выпуску: «Диверсификация бизнеса и высокие темпы роста позитивно влияют на интерес инвесторов к предстоящему выпуску. После выхода меморандума и регистрации второго займа увеличилась активность торгов по первому выпуску, многие инвесторы уже успели пересмотреть риски, эффективная доходность по сделкам снизилась на 50-70 б.п. В настоящий момент первый выпуск «ТЕРНЫ» торгуется с доходностью 12-12.3% годовых». Дополнительным преимуществом нового выпуска, по мнению Фроловского, является и больший объем выпуска, который позволяет рассчитывать на значительно более высокую ликвидность.

НАМ НЕ СТРАШЕН ЭТОТ ДОЛГ

Проблемой «ТЕРНЫ» является высокий уровень долговой нагрузки. В середине 2006 года соотношение собственных средств «ТЕРНЫ» к заемным составляло порядка 1:3, а размещение облигаций на сумму 1.5 млрд руб. может еще больше усугубить ситуацию. По состоянию на 1 июля 2006 г. размер собственных средств группы, отраженных в агрегированном бухгалтерском балансе ГК «ТЕРНА», составил чуть больше 1.132 млрд руб., тогда как заемных средств в структуре баланса было более 4.715 млрд руб. Основная доля долгосрочной задолженности группы приходится на обязательства перед Сбербанком РФ и на обязательства по первому облигационному займу, а краткосрочной — на обязательства перед поставщиками сырья и готовой продукции, полученных на условиях отложенного платежа.

Более 45% совокупной задолженности группы, включая обязательства по первому займу, должно быть погашено в конце 2006–начале 2007 года. Общая сумма выплат в этот период составит не менее 750 млн руб. В период 2007-2011 гг. «ТЕРНА» собирается пополнять оборотный капитал за счет краткосрочных кредитов и займов, а средства на капитальные вложения и рефинансирование кредитного портфеля получать из долгосрочных источников. В 2007 году группа планирует привлечь кредитов на 1.150 млрд рублей, в 2008 — занять 1.2 млрд руб., в 2009 — 1.1 млрд руб., в 2010 — 600 млн руб., а в 2011 — 2 млрд руб.

Но руководство группы не видит угрозы в высоком уровне долговой нагрузки. «Мы не считаем, что большая доля заемных средств в структуре наших активов рискованна для «ТЕРНЫ», — говорит Сергей Перовский. Риск для собственников минимизируется быстрым ростом объемов производства и торговых оборотов, завершением строительных проектов, начатых в предшествующие годы. По подсчетам «Банка Москвы», к 2011 году коэффициент автономии ТПГ «ТЕРНА» должен вырасти с нынешних 24% до 37%, поскольку рост собственного капитала будет превышать объемы привлеченного финансирования.

Оптимизм главы «ТЕРНЫ» и организаторов второго займа объясняется и тем, что балансовая стоимость недвижимости и производственных активов группы значительно ниже их актуальной рыночной цены. Последняя переоценка недвижимости и прав на земельные участки группы проводилась почти пять лет назад — в начале 2002 года. Между тем, в последние годы стоимость производственной и складской недвижимости в Москве и Московской области росла высокими темпами, и при переоценке основных фондов «ТЕРНЫ» вероятно увеличение балансовой стоимости капитала. «ТЕРНА» собирается провести переоценку своих активов — от оборудования до земельных участков, — однако торопиться с этим руководство компании не намерено, понимая, что переоценка активов приведет к увеличению налогового бремени. «Мы будем проводить переоценку, когда увидим, что это целесообразно с точки зрения стратегического выстраивания активов группы», — поясняет гендиректор «ТЕРНЫ».

К ПУБЛИЧНОСТИ ГОТОВЫ?

В «ТЕРНЕ» не исключают и возможности выхода на открытый рынок акций. Размещение облигаций группа рассматривает как первый шаг на пути к публичному предложению акций. Сроки возможного IPO руководство «ТЕРНЫ» пока не озвучивает: «Мы движемся в этом направлении, но когда это произойдет, я пока не могу сказать, — комментирует Перовский. — Сейчас мы уже готовим отчетность по МСФО, что является обязательным условием для предложения акций на открытом рынке, а выходить ли на IPO, будем решать, сравнивая возможности различных финансовых инструментов». Размещение первого облигационного займа толкнуло группу

Мнение

Игорь Фроловский,
начальник Управления организации выпуска ценных бумаг «Банка Москвы»

На сегодняшний день группа компаний «ТЕРНА» является вертикально интегрированным холдингом, объединяющим 3 бизнес-направления, в каждом из которых Группа является одним из лидеров: 1/3 рынка отделочных строительных материалов из ПВХ, почти 2/3 рынка потолочных систем, 1/3 рынка растровых светильников и почти 80% рынка криптографической защиты информации. Такая диверсификация деятельности снижает зависимость консолидированного финансового результата от изменений конъюнктуры отдельных целевых рынков, что существенно снижает риск вложения в Группу.

Сейчас «ТЕРНА» продолжает динамично развиваться. Растут объемы производства за счет расширения производственных мощностей (в том числе за счет поглощения компаний-конкурентов), увеличивается число региональных торговых представительств. В прошлом году консолидированная выручка Группы увеличилась на 45%, чистая прибыль — на 71%. На этот год запланирован рост выручки на 31%, чистой прибыли — на 53%. Столь мощные темпы развития обусловлены тем, что Группа пытается по максимуму использовать возможности растущих целевых сегментов рынка.

Оба этих фактора — диверсификация бизнеса и высокие темпы роста — позитивно влияют на интерес инвесторов к предстоящему выпуску. После выхода меморандума и регистрации займа увеличилась активность по первому выпуску, Многие инвесторы уже успели пересмотреть риски, эффективная доходность по сделкам снизилась на 50-70 б.п. В настоящий момент бумага торгуется около 12-12.3% годовых.

Основной сдерживающий фактор для инвесторов, которые еще не определились с участием — это относительно невысокая доля собственных средств в общих источниках финансирования. На текущий момент собственные средства составляют около 1/4 от пассивов Группы. Однако мы считаем, что это нормальная ситуация для быстрорастущего бизнеса, рост продаж которого финансируется в большей степени за счет заемных средств. Аналитики «Банка Москвы» считают, что инвестиции последних лет уже в среднесрочной перспективе обеспечат увеличение доходов и чистой прибыли Группы, что будет способствовать росту коэффициента автономии. Кроме того, баланс Группы характеризуется недооцененностью добавочного капитала, причиной которого является недооцененность балансовой стоимости основных фондов (в первую очередь недвижимости и прав на земельные участки). При проведении переоценки основных фондов значительно увеличится балансовая стоимость капитала в части добавочного капитала. Поэтому в действительности коэффициент автономии Группы компаний «ТЕРНА» существенно превышает величину показателя, получаемую по данным консолидированного бухгалтерского баланса.

Учитывая вышесказанное, а также текущую конъюнктуру на рынке облигаций, мы полагаем, что премия инвесторам за размещение займа, которая учитывает и премию за срок, будет сведена к минимуму за счет того, что новая бумага будет более привлекательной из-за большего номинального объема выпуска, более высокой ликвидности. В данный момент мы видим размещение второго займа с доходностью 12.0-12.4% годовых.

на путь публичности. «Обстоятельства заставляют нас быть более прозрачными, открытыми, формализовать те публичные процедуры, которые раньше казались ненужными», — говорит гендиректор «ТЕРНЫ».

Структура собственности группы предельно проста: владельцами управляющей компании ЗАО «ТПГ «ТЕРНА» являются два физических лица — генеральный директор Сергей Перовский и заместитель генерального директора Михаил Свищев. В свою очередь, управляющей компании полностью или частично принадлежат все предприятия, входящие в группу. За 2007 г. структура группы будет заметно упрощена: сегодня в группу входят 12 компаний, а за счет объединения предприятий, связанных единой технологией или бизнес-процессами, их число сократится до 7-8. Следующим шагом станет переход на единую акцию. В процессе перехода будут консолидированы все активы, входящие в «ТЕРНУ». Сделать это планируется в 2007, самое позднее — в 2008 году.

Кредитного рейтинга у «ТЕРНЫ» пока нет, но ни финансовый директор группы, ни ее генеральный директор не видят в этом большой проблемы. Осипова расценивает сам факт выхода группы на публичный рынок заимствований как эквивалент получения рейтинга. К тому же, по ее словам, «если это станет необходимостью при оценке компании», «ТЕРНА» обязательно получит рейтинг, «это достаточно формальная вещь, нужно будет просто собрать определенный пакет документов».

«ТЕРНА» настроена очень оптимистично. Разделят ли этот оптимизм инвесторы?

Мнение

Алексей Слободник,
начальник отдела финансового консультирования ИК «РУСС-ИНВЕСТ»

Мы видим кредитное качество «ТЕРНЫ» соответствующим среднему в третьем эшелоне, при этом долги эмитента предлагают премию по доходности, по нашим оценкам, в 120-160 б.п. к аналогичному кредитному риску.

Высокий уровень долга мы видим как основной фактор, определяющий высокую доходность бумаги. Однако подобные уровни долговой нагрузки свойственны большинству быстрорастущих компаний. Кроме того, эти риски отчасти компенсируются положительными линейными показателями эмитента.

Без учета изменения процентных ставок считаем, что справедливая доходность составляет 13.2 –13.6%. Мы уверены, что второй выпуск станет более ликвидным, чем первый.

Мнение

Яков Яковлев,
начальник отдела анализа долговых рынков Инвестиционного департамента «Банка ЗЕНИТ»

Группа «ТЕРНА» — типичный представитель «третьего эшелона». Компания, с одной стороны, работает на перспективном рынке отделочных материалов и светотехники, рост которого обеспечивается растущими доходами населения и объемами строительства, и, как следствие, показывает впечатляющую динамику оборотов. С другой, дополнительные расходы на развитие собственных производственных площадок, построение сбытовой сети и продвижение своих брендов, а также довольно высокий уровень конкуренции в отрасли обуславливают невысокую рентабельность бизнеса — в 2004-2005 гг. операционная рентабельность составляла лишь 4%. В 1полугодии 2006 показатель вырос до 6.4%, однако во 2 полугодии эмитент ожидает ухудшения до 3.6%, т. о. по итогам года рентабельность составит 4.5%.

Нехватка собственных ресурсов обуславливает необходимость заемного финансирования для поддержания агрессивных темпов роста, направляемого, в основном, в оборотный капитал и расширение производственной базы (покупка производственных площадок в сегменте производства материалов из ПВХ). Как следствие, объем долга явно неадекватен текущим масштабам бизнеса: на конец 1 полугодия 2006 по управленческой отчетности объем финансовых обязательств более чем в 5 раз превышал годовую EBIT, а покрытие процентных расходов составляло всего 1.4. На конец 2006 года, исходя из прогноза эмитента, Debt/EBIT и EBIT/проценты можно оценить на уровне 6.77 и 1.6.

Низкая обеспеченность собственными источниками погашения ставит компанию в зависимость от возможностей рефинансирования долга и является главным фактором риска. При этом ожидаемый рост рентабельности в ближайшие годы зависит от того, насколько успешно компания сможет развивать продажи через собственную сеть в условиях высокой конкуренции в отрасли стройматериалов и потенциально возможного роста цен на металлосырье, потребляемое компанией.

Первый выпуск «ТЕРНЫ» в силу короткой дюрации (оферта в декабре 2006) сложно рассматривать как ориентир для нового займа, при этом прямых аналогов у эмитента на рынке нет. Косвенным аналогом для сравнения можно считать облигации «Севкабеля»: хотя последний уступает «Терне» в масштабах, он также характеризуется довольно весомой долговой нагрузкой, при этом спрос на продукцию также зависит от темпов роста строительной индустрии. «Севкабель»-1 в сентябре торговался с доходностью к погашению через год порядка 11.7% годовых. Таким образом, ориентиром для второго выпуска Терны, при условии, что эмитент выставит годовую оферту, можно считать уровень 11.5–12% годовых.