Ряды эмитентов облигаций скоро могут пополниться еще одним представителем химической промышленности. Выпуск объемом 1 млрд руб. собирается разместить «ПОЛИПЛАСТ», средняя по масштабам бизнеса производственная группа, в состав которой входят три завода общей мощностью около 9–10 тыс. тонн продукции в месяц. Среди других химических компаний — эмитентов она выделяется своей специализацией, поскольку производит различные добавки, используемые при изготовлении бетона и железобетонных изделий.

Миллиард на пластификаторы

Московский офис управляющей компании ОАО «ПОЛИПЛАСТ» найти не так просто. Для этого необходимо преодолеть пару ворот и оставить позади какой-то гаражный комплекс. Тот, кто все-таки сумел правильно сориентироваться среди бывших производственных площадок, перестроенных в презентабельные деловые офисы, выезжает на огромную внутреннюю стоянку возле четырехэтажного бизнес-центра, к которому примыкает еще два отдельных строения. Именно в этих трех зданиях и расположена надежно укрытая от посторонних взглядов штаб-квартира, из которой осуществляется стратегическое управление группой компаний «ПОЛИПЛАСТ» — лидером российского рынка специальных добавок для производства качественного бетона.

В прошлом году оборот группы составил примерно 1.2 млрд руб., но уже за 9 месяцев этого года он на 83% превысил аналогичный показатель прошлого года, а к январю, по прогнозам, должен достигнуть 2.1 млрд руб. Такой стремительный рост масштабов бизнеса стал результатом тех инвестиций, которые «ПОЛИПЛАСТ» направлял на увеличение мощностей трех своих заводов и усовершенствование технологий производства. «В последние три с половиной года прибыль группы тратилась на воспроизводство, модернизацию, обновление, на людей, на кадры», — перечисляет стратегические направления денежных вливаний совладелец группы и генеральный директор управляющей компании «ПОЛИПЛАСТ» Александр Ковалев.

УРАЛЬСКИЙ ПЛАСТ

В конце 90-х Александр Ковалев трудился в городе Первоуральск Свердловской области генеральным директором НПП «Синтек». Через дорогу от «Синтека» располагалось еще одно химическое производство — завод «Урал-Пласт», пребывавшее в состоянии, близком к банкротству. Ковалев некоторое время присматривался

к «тонущему» заводу, и в 1999 году, когда предприятие обанкротилось, купил его. На приобретение пошли личные средства Александра Ковалева, деньги его партнера Ильсура Шамсутдинова и средства, взятые взаймы у местных банков. Сегодня Ковалев и Шамсутдинов владеют группой «ПОЛИПЛАСТ» в долях 20% и 79.8% соответственно. Ильсур Шамсутдинов возглавляет совет директоров компании.

Прозорливые предприниматели предугадали, что в России бизнес, обслуживающий потребности строительной индустрии, ждет хорошее будущее. А производство добавок для бетона и строительных смесей было интересно еще и тем, что конкуренция в этой нише в конце девяностых годов практически отсутствовала. Ковалев ушел из «Синтека» и возглавил «Урал-Пласт», чтобы все свои силы направить на его превращение в конкурентоспособное производство (сегодня завод входит в группу «ПОЛИПЛАСТ» под названием «ПОЛИПЛАСТ-УралСиб»). Уже к 2000 году на заводе была проведена реконструкция реакционного отделения, к 2001 построили сушильное отделение, а в 2002 расширили складские площади. Год от года производственные мощности завода наращивались, в этом году на предприятии установили новое, более совершенное оборудование, и теперь он выпускает около 3 тыс. тонн продукции в месяц — это суперпластификаторы, пластификаторы, замедлители схватывания, ускорители набора прочности, противоморозные добавки, модификаторы бетона. Среди клиентов «ПОЛИПЛАСТа» на 1 июля 2007 года значилось уже около 900 компаний.

Покупая «Урал-Пласт», основатели «ПОЛИПЛАСТа» не замахивались на создание промышленной группы и не планировали приобретать еще какие-либо активы. Главной их заботой была отладка производства. Но к 2002 году, когда завод уже исправно выпускал конкурентоспособную продукцию, партнеры задумались о расширении за счет поглощения конкурентов. «На территории России всего пять аналогичных заводов, с двумя из них удалось договориться и приобрести их в собственность», — рассказывает господин Ковалев. Так, в 2002 году под контроль предпринимателей попали мощности по производству таких добавок на комбинате органического синтеза (КОС) в Новомосковске (новое название выкупленной части КОСа — «ПОЛИПЛАСТ Новомосковск»), а в 2003 году они приобрели предприятие в Кингисеппе («ПОЛИПЛАСТ Северо-Запад»). Эти заводы, как и «ПОЛИПЛАСТ-УралСиб» в свое время, пребывали в состоянии полной разрухи. «Вы бы видели, что было на месте старых производств, это был настоящий Сталинград, а сегодня практически все новое, только заборы и корпуса с тех времен кое-где остались, — говорит первый заместитель генерального директора ОАО «ПОЛИПЛАСТ» Алексей Горенкин. — За 4.5 года мы создали на наших заводах современнейшие производство, нашу продукцию сейчас покупают по всей России, в Германии, в Израиле, в Саудовской Аравии, в Ливане, СНГ и Прибалтике».

БИЗНЕС НА НАФТАЛИНЕ

Совокупная производственная мощность заводов группы сегодня составляет около 9–10 тыс. тонн продукции в месяц. С такими показателями «ПОЛИПЛАСТ» — бесспорный лидер в своем сегменте. На его долю приходится 38% всего рынка добавок и около 65% рынка добавок на нафталинсульфанатной (наиболее качественной) основе. Ближайший конкурент группы — ЗАО «Владимирский ЖБК», по оценкам участников рынка, производит ежемесячно до 2.5 тыс тонн добавок. Производством полного цикла могут кроме «ПОЛИПЛАСТа» похвастаться лишь «Владимирский ЖБК» и ЗАО «Технопромстрой» (г. Россошь, Воронежская область).

Основное сырье для выпуска добавок в бетон — это нафталин. Его производят крупные металлургические компании («Магнитогорский металлургический комбинат», «Северсталь», «Евраз», «Мечел», НЛМК). Разработкой рецептуры и технологий для заводов «ПОЛИПЛАСТа» занимаются два собственных научно-технических центра группы в Новомосковске и Первоуральске.

С прошлого года акционерам «ПОЛИПЛАСТа» также принадлежит НПП «Синтек» (теперь «ПОЛИПЛАСТ-Синтек») — то самое предприятие, на котором работал нынешний генеральный директор «ПОЛИПЛАСТа» до того, как начал создание собственного бизнеса. Однако этот завод не входит наряду с остальными предприятиями в группу «ПОЛИПЛАСТ», так как его специализация (выпуск дисперсии ПВА) не связана с производством добавок для строительной отрасли.

Контрольные пакеты всех заводов принадлежат управляющей компании ОАО «ПОЛИПЛАСТ», которая занимается стратегическим планированием деятельности группы и заключением контрактов с поставщиками сырья на производства. Центрами прибыли и затрат группы выступают заводы «ПОЛИПЛАСТа», которые де-юре являются самостоятельными бизнес-единицами. Поскольку ОАО «ПОЛИПЛАСТ» практически не генерирует прибыли, поручителями по его займу выступают три завода группы «ПОЛИПЛАСТ», а также ОАО «Кулебакский завод металлических конструкций» (ОАО «КЗМК», Нижегородская область, г. Кулебаки), контрольный пакет которого принадлежит основному владельцу «ПОЛИПЛАСТа» Ильсуру Шамсутдинову. И Шамсутдинов, и Ковалев выступают членами совета директоров КЗМК, а московское представительство завода расположено в одном офисе с ОАО «ПОЛИПЛАСТ».

ЦЕМЕНТ ПРОСИТ ДОБАВКИ

Зарабатывает «ПОЛИПЛАСТ» в основном на производстве и продаже химических добавок, используемых в строительной отрасли. По оценкам господина Ковалева, около 90% чистой прибыли группы приходится на реализацию такой продукции. Эти добавки используют при производстве бетона, строительных растворов и железобетонных изделий (ЖБИ). Производство добавок для других отраслей (лакокрасочной, кожевенной, резинотехнической промышленностей, промышленности по производству искусственных каучуков и минеральных удобрений) не столь значительно.

Добавки улучшают свойства бетона — делают его, например, более прочным и долговечным, морозоустойчивым и водостойким, увеличивают или наоборот уменьшают время затвердевания бетона. Некоторые добавки позволяют экономить до 15–20% цемента при производстве бетона, не ухудшая качественных характеристик конечного продукта. Суперпластификаторы сегодня, по оценкам «ПОЛИПЛАСТа», используются при производстве всего лишь трети, в лучшем случае половины общего объема бетона, в то время как на западных рынках уже более 70% общего объема бетона делается с применением добавок. Такая статистика вселяет в акционера и руководителя «ПОЛИПЛАСТа» Ковалева оптимизм, так как он надеется, что отечественные производители бетона будут постепенно перенимать западную технологию строительства.

На руку «ПОЛИПЛАСТу» играет, разумеется, рост и объемов строительства в России, и уровня сложности строительства. «Рынок растет и за счет жилья, и за счет промышленных объектов, строительство усложняется — строят и ввысь, и вглубь, а здесь без нашей продукции обойтись уже невозможно», — говорит господин Ковалев. В то же время, строительной отрасли может грозить дефицит цемента из-за того, что мощности многих цементных заводов уже предельно изношены. Потребность в качественном бетоне будет расти, как и необходимость экономить цемент. А значит, и спрос на продукцию «ПОЛИПЛАСТа» должен увеличиться, и клиентов у компании прибавится. «Изношенность мощностей цементных производств — это и риск с одной стороны, и увеличение спроса с другой», — рассуждает господин Ковалев. Впрочем, генеральный директор «ПОЛИПЛАСТа» признает, что проблемы цементной отрасли в случае их нарастания могут негативно сказаться на бизнесе «ПОЛИПЛАСТа», поскольку темпы роста цементной отрасли напрямую связаны с темпами роста выручки группы, хотя 2007 год продемонстрировал, что в условиях повышения спроса на цемент при его высокой цене на внутреннем рынке объем экспорта из-за рубежа значительно увеличился по сравнению с 2006 годом. Так что основным фактором роста рынка для группы, уверен господин Ковалев, является все-таки рост объемов жилищного, промышленного и специального строительства в РФ.

И ОФИС ПРЕВРАЩАЕТСЯ...

Сбытовую функцию в рамках группы «ПОЛИПЛАСТ» выполняют сами заводы — производители продукции, а также сеть из десяти представительств, расположенных в Киеве, Харькове, Минске, Краснодаре, Самаре, Нижнем Новгороде, Уфе, Казани, Новосибирске и Астане. Сбытовые представительства являются стопроцентными «дочками» заводов «ПОЛИПЛАСТа». За каждым заводом группы закреплены свои территории ответственности, регионы, в которые они поставляют свою продукцию. География поставок предприятия «ПОЛИПЛАСТ Северо-Запад» помимо собственно Северо-Запада России включает в себя Прибалтику, Европу, Африку, Ближний Восток, страны Персидского Залива, Юго-Восточную Азию. «ПОЛИПЛАСТ-УралСиб» поставляет свою

продукцию клиентам от Казани до Владивостока, а с завода в Новомосковске добавки везут в Центральную Россию, Азербайджан, Грузию и Армению. Общая доля экспорта в дальнее зарубежье составляет около 15%.

«ПОЛИПЛАСТ» собирается со временем трансформировать все свои торговые представительства. На их базе планируется создать заводы по производству тех добавок для бетона, что наиболее востребованы у потребителей того или иного региона. Конечно, «ПОЛИПЛАСТ» не намерен открывать десять (по числу представительств) новых химических заводов полного цикла — производственные предприятия, которые откроются на местах, будут производить добавки на основе полуфабрикатов, выпущенных основными заводами группы. Реализация этого плана поможет «ПОЛИПЛАСТу» производить добавки индивидуально под каждого конкретного клиента, а также увеличить производительность трех основных заводов, которым больше не придется отвлекаться на мелкие партии.

До 2009 года в рамках сбытовых представительств должны заработать четыре завода. Первые очереди трех из них уже запущены в Астане, Новосибирске и Минске. Стоимость проекта превращения своих десяти сбытовых подразделений в производственные подразделения со сбытовой функцией «ПОЛИПЛАСТ» оценивает в сумму от 800 млн до 1 млрд руб. 30% из этих средств группа готова выделить из собственных средств, а 70% собирается привлечь со стороны.

Основные финансовые показатели группы «ПОЛИПЛАСТ», млн руб.

	2006	9 мес. 2007	Прогноз 2007
Валюта баланса	1 184	1 779.0	1 930.0
Выручка	1 297	1 442.5	2 100.0
Кредиты и займы	560	999.5	1 100.0
Прибыль от продаж	118	158.8	220
Чистая прибыль	46.9	62.1	82

С ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ НАГРУЗКОЙ

У бурной инвестиционной деятельности «ПОЛИПЛАСТа» есть обратная сторона: активное использование заемных средств логично обусловило сильный рост задолженности группы. Третий квартал этого года компания завершила с внушительной по сравнению с размером активов долговой нагрузкой — размер всех обязательств группы составил по окончании девяти месяцев 2007 года 999.5 млн руб.,

Динамика консолидированных показателей группы «ПОЛИПЛАСТ»

Период	2004	2005	6 мес. 2006	9 мес. 2006	12 мес. 2006	1 кв. 2007	1 полугодие 2007	9 мес. 2007
Выручка	437.76	786.84	447.74	809.59	1 297.26	418.90	952.11	1 442.00
EBITDA	26.71	57.66	42.99	94.89	143.17	39.48	107.26	203.59
EBIT	23.78	49.22	37.05	72.44	116.47	28.48	85.21	168.99
Чистая прибыль	4.68	18.92	11.2	32.75	46.91	6.80	27.64	62.08
Амортизация	2.93	8.44	5.94	22.451	26.71	11.00	22.05	34.60
Активы	291.22	384.98	616.86	1 069.60	1 184.12	1 352.38	1 659.70	1 779.00
Капитал	45.89	64.61	76.2	411.90	420.46	427.00	447.38	496.36
Займы и кредиты	172	214.82	355.1	459.94	561.70	685.88	905.50	995.53
Рентабельность EBITDA	6.10%	7.33%	9.60%	11.72%	11.04%	9.43%	11.27%	14.12%
Рентабельность EBIT	5.43%	6.25%	8.28%	8.95%	8.98%	6.80%	8.95%	11.72%
Чистая рентабельность	1.07%	2.40%	2.50%	4.05%	3.62%	1.62%	2.90%	4.30%
Долг/активы	0.59	0.56	0.58	0.43	0.47	0.51	0.55	0.56
Долг/выручка	0.39	0.27	0.4	0.43	0.43	0.41	0.48	0.52
Долг / EBITDA	6.44	3.73	4.13	3.64	3.92	4.34	4.22	3.67
Долг / EBIT	7.23	4.36	4.79	4.76	4.82	6.02	5.31	4.42
EBIT/%						1.61	1.97	2.07

при этом активы группы на этот момент составляли 1.78 млрд руб. Отношение консолидированного долга группы «ПОЛИПЛАСТ» к ее активам в итоге составило 0.72 — не самый лучший показатель для компании, которая собирается в 2008 году продолжить занимать и одолжить 1 млрд руб. за счет выпуска облигаций. Впрочем, нужно учитывать, что не менее 70–80% средств от облигационного займа пойдет на рефинансирование задолженности группы. Кроме того, понимая необходимость выглядеть привлекательнее в глазах будущих инвесторов в его облигации, «ПОЛИПЛАСТ» в наступающем году намерен демонстрировать не только рост оборотов, но и более убедительную финансовую устойчивость. Одна из мер, призванных служить этой цели, — рост собственного капитала группы «ПОЛИПЛАСТ». С 415 млн руб. на начало 2007 года он вырастет как минимум до 520 млн руб. уже к концу этого года, а в следующем году рост собственного капитала прогнозируется на 150–200 млн руб. Изменения будут происходить за счет роста нераспределенной чистой прибыли и дополнительных вливаний в уставные капиталы предприятий группы.

>>> Как и большинство компаний, планирующих размещения облигаций, «ПОЛИПЛАСТ» ждет, когда долговой рынок придет в себя, и его конъюнктура станет более-менее благоприятной. <<<

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ

В прошлом году «ПОЛИПЛАСТ» опробовал новый инструмент привлечения заемных средств — запустил собственную вексельную программу. Организаторами двух ее частей (каждый отвечает за собственную часть) выступили ИГ «РЕГИОН» и инвестиционная компания «Ист Кэпитал» (с недавнего времени «Ист Коммерц»). Сегодня в рынке обращаются векселя «ПОЛИПЛАСТа» на сумму в 240 млн руб. Правда, компания собирается выкупить их досрочно — в ближайшие два-три месяца, так как вексельный рынок стал слишком волатильным как по наличию средств, так и по их стоимости. Выкупать векселя «ПОЛИПЛАСТ» будет на собственные средства. «Выпуск векселей стал для нас элементом финансовой реструктуризации и первым шагом на пути к публичности», — пояснил господин Горенкин. Следующим шагом «ПОЛИПЛАСТа» на пути к публичности станет выпуск облигаций. Когда он точно состоится, эмитент пока не решил. Как и большинство компаний, планирующих размещения облигаций, он ждет, когда долговой рынок придет в себя, и его конъюнктура станет более-менее благоприятной.

Пока же рынок будет восстанавливаться после кризиса, «ПОЛИПЛАСТ», вероятно, привлечет синдицированный кредит — произойдет это в следующем году. Переговоры об организации синдикации компания уже ведет с одним из своих банков-партнеров, объем привлечения составит до 500 млн руб. Эти деньги, по словам Алексея Горенкина, нужны «ПОЛИПЛАСТу» на строительство двух-четырех мини-заводов на представительствах, техническое переоснащение, ввод в строй новых производственных мощностей на заводах и увеличение ассортимента.

В программе технического перевооружения группы предусмотрено, что в 2008 году на эти цели пойдет 466 млн руб, в 2009 году — 1370 млн руб., в 2010 году — 1600 млн руб.

Допускают в «ПОЛИПЛАСТе» и возможность привлечения западных инвесторов в некоторые из своих проектов. Так, например, западные деньги рассматриваются как источник финансирования строительства производств сопутствующих товаров для бетонных и железобетонных заводов, различных смазок, герметиков, защитных материалов для бетона и железобетона. В «ПОЛИПЛАСТе» не исключают, что продуктовая линейка группы может пополниться и сухими строительными смесями, и другими видами продукции строительной химии. «У меня есть каталог продукции одного из крупнейших мировых производителей химической продукции для строительной отрасли — в нем не меньше трехсот страниц, так что нам есть куда расти», — уверен господин Ковалев.

Анна Чепракова

Мнение

Виталий Наумов,
аналитик,
банк «СОЮЗ»

Группа компаний «ПОЛИПЛАСТ» производит химические добавки к бетону и некоторые другие виды химической продукции. Бетон, как известно, является самым массовым строительным материалом, и спрос на него постоянно увеличивается. Рынок товарного бетона и цементного раствора только в Московском регионе сегодня оценивается в 5 млн куб. м в год, а к 2010 году, по некоторым прогнозам, достигнет 9 млн куб. м. Рост московского регионального сектора этого рынка обусловлен несколькими факторами — планами строительства комплекса «Москва-Сити», в том числе башни «Федерация», небоскреба «Россия», зданий «Нового кольца Москвы», высокими темпами коттеджного строительства в Подмосковье. Необходимо учитывать также сохранение высоких объемов жилищного, административного и промышленного строительства в Москве и Подмосковье. Значительную долю указанного рынка занимает модифицированный бетон, изготовленный с применением разнообразных добавок. Добавки позволяют получать специальные виды бетонов с целенаправленно измененными свойствами (ускоренное твердение, морозостойкость, повышенная пластичность при прокачке по трубам на стройплощадке и укладке в формы на заводе ЖБИ, износостойкость и т.д.).

Скажем, для заливки фундаментных плит высотных зданий, объемы которых составляют десятки тысяч кубических метров, используются модифицированные бетоны (например, класса B50). Один из ведущих игроков российского рынка цемента — «Евроцемент-Груп» — планирует построить в Москве несколько растворно-бетонных узлов (РБУ) мощностью по 1.5 млн куб. м товарного бетона в год. Потенциал рынка добавок к бетону, разумеется, не исчерпывается московским региональным рынком бетона петербургский рынок бетона всего в два раза меньше московского, а есть еще растущий региональный спрос по всей России. Следует заметить, что добавки, в отличие от самого бетона, не имеют особых ограничений по транспортировке, поэтому производства добавок могут находиться достаточно далеко от РБУ, строительной площадки или завода ЖБИ.

Разумеется, это однозначно свидетельствует о растущем спросе на химические добавки к бетону (пластификаторы, ускорители твердения, модификаторы и т.д.). Причем можно уверенно прогнозировать, что рост спроса на добавки будет опережать темп роста производства бетона, поскольку доля производимого сегодня бетона с добавками относительно невелика. Кроме товарного бетона, добавки входят в состав разнообразных сухих смесей, спектр применения которых чрезвычайно широк — от приготовления раствора для кирпичной кладки до финишной отделки помещений. Соответственно, рынок добавок отличается большим разнообразием и постоянно находится в развитии.

Место эмитента в отрасли (строго говоря, это химическая промышленность, однако фактически эмитент работает на стыке этой отрасли с промышленностью строительных материалов) — в числе лидеров. При этом группа «ПОЛИПЛАСТ» активно занимается инновационными разработками и успешно внедряет эти разработки в производство.

Среди факторов риска можно отметить достаточно острую конкуренцию с российскими и зарубежными производителями добавок, наличие большого количества сравнительно мелких предприятий по производству добавок в России, которые при определенных условиях могут вступить в конкурентную борьбу (в том числе в результате консолидации этих небольших активов) и отъесть у «ПОЛИПЛАСТа» часть рынка, на которую он рассчитывает, а также риски со стороны поставщиков сырья. Существует риск колебания спроса на отдельных секторах строительного рынка, которые потенциально могут привести к волатильности спроса на добавки. Однако эти колебания будут подавлены общими темпами роста емкости строительного рынка в целом.

Анализ финансовой отчетности группы компаний «ПОЛИПЛАСТ» за 2006 год и три квартала 2007 года свидетельствует об умеренной финансовой устойчивости и планомерном росте. Предполагаемый объем заимствования, в принципе, сбалансирован с валовыми финансовыми показателями. В 2006 году — третьем квартале 2007 года наблюдается значительное увеличение валюты баланса (рост составил примерно 450%). Это объясняется двумя факторами.

1. Развитием бизнеса на привлеченные кредитные средства (в 2006 году кредитный портфель увеличился почти в пять раз, а в третьем квартале 2007 года — еще на три четверти). Вероятнее всего, средства были направлены на модернизацию оборудования.

2. Переоценкой основных средств в третьем квартале 2007 года (как следствие, увеличением собственного капитала кампании).

Уровень долговой нагрузки можно оценить как достаточно высокий по причине значительных финансовых заимствований. Но в целом у нас позитивное мнение об этом эмитенте.

Мы считаем, что для определения будущей доходности необходимо сопоставление «ПОЛИПЛАСТа» с небольшими нефтехимическими компаниями, а также предприятиями, производящими промышленно-строительные материалы («Искитимцемент», «ПЕНОПЛЭКС»). На наш взгляд, справедливая доходность по бумагам «ПОЛИПЛАСТа» может составить 13.25–14% годовых при годовой оферте.

Мнение

Ян Крусткалн,
главный аналитик отдела анализа предприятий и отраслей аналитического управления инвестиционного департамента, ОАО «Промсвязьбанк»

Как вы оцениваете место эмитента в отрасли, в которой он оперирует? Каковы перспективы компании в этой отрасли? Какие риски присутствуют в бизнесе данного эмитента? Какие факторы нивелируют данные риски?

Сектор комплексных пластифицирующих добавок для бетонной и цементной промышленности в настоящий момент является одним из наиболее быстрорастущих в отрасли строительных материалов. Увеличение объемов строительства бетонных конструкций и сооружений различной сложности, проведение строительных работ в зимних условиях требует обязательного использования пластифицирующих добавок. При относительно малом удельном весе в общей массе используемого цементобетона использование специализированных добавок позволяет достигать экономии раствора, значительно повышать прочность и долговечность бетонных конструкций при монолитном строительстве зданий и сооружений, транспортных магистралей.

В настоящий момент конкурентная среда сектора производителей специальных добавок для бетонов по своей структуре близка к олигополистической. На долю трех крупнейших игроков приходится чуть менее 70% рынка: это компании «ПОЛИПЛАСТ», «Владимирский Завод ЖБК» и «Биотех». Порядка 25% рынка приходится на долю мелких региональных и отраслевых производителей с долями до 3%. Около 5% составляет импортная продукция.

Конкурентные преимущества группы, позволяющие ей опережать иностранных конкурентов на внутреннем рынке, параллельно экспортируя до 27% продукции, объясняются значительно более низкими издержками производства при не уступающем европейским аналогам качестве. Высокая себестоимость европейских аналогов объясняется значительными законодательными требованиями к размещению и экологической безопасности химических производств такого рода.

Среди рисков, которые могут оказать негативное воздействие на деятельность эмитента, следует назвать спад в строительной отрасли и усиление конкуренции. Однако по нашим оценкам, вероятность возникновения таких событий очень мала ввиду значительного роста объемов монолитного строительства, а также существенных конкурентных преимуществ отечественной продукции по сравнению с зарубежными аналогами.

Значительные конкурентные преимущества группы «ПОЛИПЛАСТ» достигнуты за счет успешного развития собственных сбытовых дилерских сетей, сетей филиалов и представительств. Это позволяет компании успешно преодолевать фактор идентичности номенклатуры продукции основных игроков по большинству технических и потребительских свойств. Нововведением на российском рынке пластифицирующих добавок стала используемая группой схема создания так называемых модифицирующих центров (МЦ), организованных на базе сети региональных представительств. МЦ получает сырье с заводов и завершает производственный цикл на месте, приводя продукцию в соответствие со спецификой спроса на локальном рынке, кастомизируя, таким образом, продукт.

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика по сравнению с другими игроками отрасли? Чем вы объясняете достаточно высокий уровень долговой нагрузки эмитента на настоящий момент? Не опасен ли этот уровень?

Промсвязьбанк оценивает финансовое положение группы «ПОЛИПЛАСТ» как устойчивое. Компания ежегодно демонстрирует существенный рост показателей рентабельности. По итогам 9 месяцев 2007 года в соответствии с консолидированной отчетностью валовая рентабельность группы превысила 30%, при этом показатели рентабельности продаж возросли с 9% до 11%, прибыли по EBITDA увеличились с 10% до 11.5%, маржа по чистой прибыли составила 4%. Главной причиной этого стало расширение географии продаж и клиентской базы, а также ограничение роста коммерческих и управленческих расходов.

Долговая нагрузка группы находится в рамках допустимых отраслевых значений. По итогам 9 месяцев 2007 года чистый долг группы составил 1.044 млрд руб. Показатель чистый долг/EBITDA по консолидированной отчетности в течение нескольких лет стабильно составляет 4.5x и находится на среднеотраслевом уровне. Компания демонстрирует высокую рентабельность акционерного капитала в 16%. По нашим оценкам, величина финансового долга компании по итогам 2007 года составит не более 1.2 млрд руб. После размещения займа долговая нагрузка по консолидированной отчетности составит порядка 1.8–1.85 млрд руб. с учетом погашения задолженности по краткосрочным кредитам и займам.

Учитывая лидирующие позиции в отраслевом секторе, а также ежегодное увеличение объемов производства, привлечение заемных средств в виде облигационного займа станет крайне выгодным шагом, обеспечивающим хороший финансовый рычаг с точки зрения дальнейшего развития бизнеса и увеличения финансового потока и прибыли.

Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций данного заемщика? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?

Бенчмарками для определения справедливого уровня доходности по данному выпуску мы видим бумаги крупных игроков отрасли строительных материалов. Это выпуски компаний цементной отрасли, комплементарной к отрасли эмитента: «Искитимцемент», 1, «Востокцемент», 1, «Сибирский Цемент», 1, — а также облигационные займы крупных компаний — «ТехноНИКОЛЬ-Финанс», 1,2, «ПЕНОПЛЭКС-Финанс», 1. Первая группа определяет ожидания и степень риска эмитентов цементной отрасли, являющихся потребителями продукции «ПОЛИПЛАСТа». Волатильность бумаг второй группы определяет общий интерес инвесторов к бумагам эмитентов рынка строительных материалов.

Лидирующие позиции эмитента в отрасли за счет широкой географии продаж в России, а также экспорт в страны СНГ и на зарубежные рынки, современные технологии производства и значительные планы по дальнейшему наращиванию мощностей позволяют оптимистично смотреть на рост бизнеса эмитента. Группа компаний «ПОЛИПЛАСТ» планирует к 2009 году завершить создание в Новомосковске крупнейшего в мире завода по производству пластификаторов мощностью 145 тыс. тонн в год, завоевав таким образом место абсолютного лидера во всех сегментах.

Исходя из вышеуказанных факторов, а также с учетом текущей рыночной конъюнктуры на долговом рынке, справедливый диапазон доходности к годовой оферте по облигационному займу объемом 1 млрд руб. находится в диапазоне 12.0–12.5% годовых.

В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность данного эмитента? Сформулируйте инвестиционную идею или идеи, которые потенциальные инвесторы могут увидеть в эмитенте.

Производственные мощности расположены в разных регионах страны, имеется развитая инфраструктура сбыта.

Использование продукции «ПОЛИПЛАСТа» производителями бетонов, ЖБИ, компаниями строительной, металлургической, химической и легкой промышленности делает бизнес эмитента высокоустойчивым к возможным изменениям конъюнктуры спроса.

Благоприятным образом на деятельность компании влияет текущий рост объемов строительства, обусловленный неудовлетворенным спросом на жилье и офисные помещения, принятием целевых федеральных программ развития, внедрением механизма ипотеки для обеспечения платежеспособного спроса.

Расширение применения бетона с добавками по мере развития современных технологий монолитного строительства и стремление к повышению эффективности строительства/производства ЖБИ в целях обеспечения заданных темпов развития отрасли напрямую влияют на объем реализации группы «ПОЛИПЛАСТ».

Высокая конкурентоспособность российской продукции за счет более низких издержек показывает значительный экспортный потенциал за счет роста потребления в странах СНГ и дальнего зарубежья.

Ввиду отсутствия прямых аналогов эмитента на российском долговом рынке его облигации выглядят достаточно привлекательными с точки зрения диверсификации инвестиционного портфеля.

Когда планируется провести размещение облигаций эмитента?

На сегодня эмитент не испытывает значительной нехватки оборотных средств и имеет определенный временной запас, позволяющий дождаться более благоприятной конъюнктуры рынка. По нашим оценкам, с учетом определенного времени, необходимого для маркетинга выпуска, размещение состоится в 1 квартале 2008 года.

Мнение

Елена Василева-Корзюк,
старший аналитик
по долговому рынку и макроэкономике,
«АК БАРС Финанс»

Основное предложение на рынке добавок для бетона осуществляется небольшим количеством поставщиков. «ПОЛИПЛАСТ» лидирует в этом секторе, и, по оценкам компании, его доля рынка составляет около 38%, то есть компания опережает ближайшего конкурента в два раза. Производство наукоемкое, поэтому вход на рынок для новых компаний затруднителен, и можно ожидать сохранения лидирующей позиции компании в среднесрочном плане. Бурное развитие строительной отрасли как в России, так и в некоторых других странах СНГ способствовало динамичному росту выручки компании. Группа компании «ПОЛИПЛАСТ» является лидером в стремительно растущем секторе. Позиция на рынке и повышение эффективности компании приводят к сохранению рентабельности группы на сравнительно высоком уровне.

Основные риски для компании связаны с динамикой строительного сектора. Темпы роста строительного сектора замедлятся в среднесрочном плане, но останутся двузначными за счет роста коммерческой недвижимости, дорожного строительства, а также жилой недвижимости и строительства олимпийских объектов. Растущие требования к качеству строительства предполагают опережающий рост спроса на добавки для бетона. Мы предполагаем, что внутренний рынок продолжит доминировать, компенсируя негативную динамику в строительном секторе Казахстана (в 2006 году примерно 6% объема продукции группы было экспортировано в Казахстан). Среди сильных сторон заемщика отметим сильно диверсифицированную сеть поставок. В этом году на заводе в Новомосковске произведен запуск нафталиновой колонны, что в некоторой степени снизит зависимость компании от внешних поставщиков. С учетом позиции компании на рынке, возможности перекладывания издержек на потребителей существенные и ограничиваются только ценами на импортные добавки, но пока доля импорта невелика. Риски сезонности строительства частично компенсируются расширением выпуска продукцией противоморозных добавок.

Совокупная выручка группы составила 1.44 млрд руб. за первые девять месяцев этого года, а по итогам года ожидается группой на уровне 2 млрд руб. Рентабельность по чистой прибыли, по данным отчетности за третий квартал, составила 4.3% по сравнению с 4.0% годом ранее (по данным управленческой отчетности, рентабельность существенно выше — 11.6% по ЧП за 2006 год).

Группа компаний «ПОЛИПЛАСТ» запустила амбициозную инвестиционную программу модернизации заводов, в результате чего наблюдается рост долговой нагрузки. По данным сводной неаудированной отчетности, чистый долг ГК «ПОЛИПЛАСТ» по итогам прошлого года составил 521 млн руб., а по итогам сентября превысил 750 млн руб. Таким образом, соотношение чистый долг/EBITDA составит 3.68x по итогам 2007 года без учета облигационного займа, а с учетом займа может превысить 7.5x, а это достаточно высокий показатель. Сравнительно высока доля краткосрочных кредитов (46%), но выпуск облигаций изменит структуру задолженности.

На рынке рублевого долга нет близких аналогов компании в данном сегменте. В известном приближении можно сравнить «ПОЛИПЛАСТ» с выпуском «ПЕНОПЛЭКС-Финанс», хотя компании работают в разных сегментах (стройматериалов и строительной химии). Доходность выпуска облигации «ПЕНОПЛЭКСа» колеблется в диапазоне 12.5–13.5% годовых. «ПОЛИПЛАСТ» уступает «ПЕНОПЛЭКСу» по объему бизнеса, а также имеет более высокую долговую нагрузку. В связи с высокой зависимостью «ПОЛИПЛАСТа» от строительной отрасли, можно использовать как ориентир облигации строительных компаний второго-третьего эшелонов, которые сейчас торгуются с доходностью в районе 13% годовых и выше. Однако производственный процесс очень сильно отличается, поэтому сравнение также не очень корректно. В целом справедливая доходность к погашению с учетом степени раскрытия информации группы составляет не менее 13.5%, и, на мой взгляд, более подходящая форма размещения для эмитента — private placement, когда ограниченному кругу банков раскрывается максимум информации.