

сентябрь 2012 г.
Грицкевич Дмитрий
 аналитик
 +7(495) 777-10-20 доб. 77-47-14
 gritskevich@psbank.ru

Параметры облигационного займа ОАО «Полипласт» серии 02

Эмитент	ОАО «Полипласт»
Поручители	ООО «Полипласт-УралСиб», ООО «Полипласт Северо-запад», ООО «Полипласт Новомосковск»
Объем	800 млн руб.
Номер и дата регистрации	4-02-06757-А от 27.01.2011 г.
Дата размещения	15 марта 2011 г.
Дата оферты	14 сентября 2012 г.
Дата погашения	11 марта 2014 г. (через 1,5 года)
Ставка 4-6 купона	12,75% (YTM 13,16%)
Купонный период	6 месяцев
Агент по оферте	Промсвязьбанк

Эмитентом облигационного займа 02 серии выступает ОАО «Полипласт», являющееся материнской компанией Группы «Полипласт».

Поручителями по облигационному займу 02 серии являются заводы Группы, консолидирующие производственные активы, а также большую часть выручки Группы (92% по РСБУ отчетности за 2011 г.).

Основные показатели Группы «Полипласт», млн руб.

	2010	2011	6м12	Δ, q/q
Выручка	3 133	4 011	2 332	43.8%
ЕБИТДА	532	651	374	41.8%
Чистая прибыль	98	176	130	121.6%
	2010	2011	6м12	Δ, y/y
Активы	3 283	3 982	4 256	6.9%
Чистый долг	1 919	2 256	2 458	8.9%
Капитал	735	884	1 049	18.7%
Маржа ЕБИТДА	17.0 %	16.2%	16.0%	—
Чистый долг/Капитал	2.6	2.6	2.3	—
Чистый долг/ЕБИТДА	3.6	3.5	3.2*	—

* — показатель ЕБИТДА рассчитан как сумма ЕБИТДА за II п/г 2011 и I п/г 2012

Источник: консолидированная МСФО отчетность

Идея.
Качество.
Материя.

ОАО «Полипласт» предстоит 14 сентября 2012 г. пройти оферту по облигационному займу 02 серии. В преддверии оферты мы публикуем анализ МСФО-отчетности Группы за 2011 г. и консолидированной РСБУ-отчетности за первое полугодие 2012 г.

Ключевые характеристики кредитного профиля Группы «Полипласт»

- **Рыночные позиции.** Группа компаний «Полипласт» — один из крупнейших химических холдингов в России, лидер российского рынка химических добавок, широко применяемых в строительной индустрии при производстве бетонов, строительных растворов, цементов, огнеупоров, керамики, а также в других областях нестроительной химии, занимает от 50% до 70% российского рынка.

- **Уникальный производственный потенциал.** В Группу «Полипласт» входят 3 из 5 заводов России по производству добавок, улучшающих свойства бетона. Производственные мощности Группы в 2012 г. загружены на 80-93% в зависимости от региона. Часть продукции (около 30%) экспортируется в страны СНГ, Финляндию, Польшу, Голландию, Турцию, Израиль, ОАЭ и пр.

- **Группа «Полипласт» обладает развитой сбытовой сетью,** включающей офисы и склады в 42 крупнейших городах России, Украины, Белоруссии и Казахстана. Широкая сеть дистрибуции, локальный сервис и выигрышное соотношение цена/качество обеспечивают лидерство Группы «Полипласт» по сравнению с зарубежными и российскими аналогами.

- **Вертикальная интеграция,** развитая сбытовая сеть и хорошая обеспеченность сырьем (Полипласт самостоятельно производит до 30% основного сырья — нафталина), обеспечивают высокий уровень операционной эффективности Группы. Показатель рентабельности ЕБИТДА за 2011г. и I полугодие 2012 г. составил 16%, в 2013-2014 гг. Полипласт ожидает рентабельность ЕБИТДА на уровне 15%.

- **Устойчивое финансовое положение.** Финансовые показатели Группы «Полипласт» демонстрируют позитивную динамику. Выручка за I п/г 2012 г. выросла на 44% к I п/г 2011 г. — до 2,3 млрд. руб.; показатель ЕБИТДА увеличился на 42% — до 374,1 млн. руб.; чистая прибыль выросла в 2,2 раза — до 130 млн. руб.

- **Долговая нагрузка** сохраняется в консервативных границах, Чистый долг/ЕБИТДА по итогам I п/г 2012 г. составил 3,2х. Кредитный портфель Группы хорошо диверсифицирован, срочная структура долга комфортная, в портфеле преобладают долгосрочные обязательства.

- **Рост финансовых показателей** поддерживается увеличением производственных мощностей и активной сбытовой политикой. В 2012-2014 г.г. Группой будет реализована масштабная инвестиционная программа общим объемом до 3 млрд. руб., существенная часть которой для сохранения комфортного уровня долговой нагрузки будет профинансирована за счет привлечения инвестиций в капитал.

- **Повышение прозрачности бизнеса.** Группа готовит ежегодную аудированную отчетность по МСФО, промежуточную управленческую консолидированную отчетность. В августе 2012 г. НРА присвоило кредитный рейтинг ОАО «Полипласт» на уровне «А+» по национальной шкале, что позволяет снизить уровень обязательного резервирования по облигациям эмитента институциональным инвесторам.

Уровень ставки купона по выпуску облигаций Полипласт, 02 после оферты в размере 12,75% (YTM 13,16%) годовых выглядит интересно и дает порядка 135-150 б.п. премии к сопоставимым выпускам.

Анализ кредитного портфеля Группы «Полипласт»

Размер чистого долга Группы «Полипласт» по итогам I п/г 2012 г. увеличился на 8,9% — до 2,46 млрд. руб. при росте показателя EBITDA за полугодие на 41,8% — 374,1 млн. руб. (к I п/г 2011 г.). При этом Группа проводит взвешенную финансовую политику, поддерживая показатель чистый долг/EBITDA в консервативных границах. По итогам полугодия показатель снизился до 3,2х по сравнению с 3,5х по итогам 2011 г.

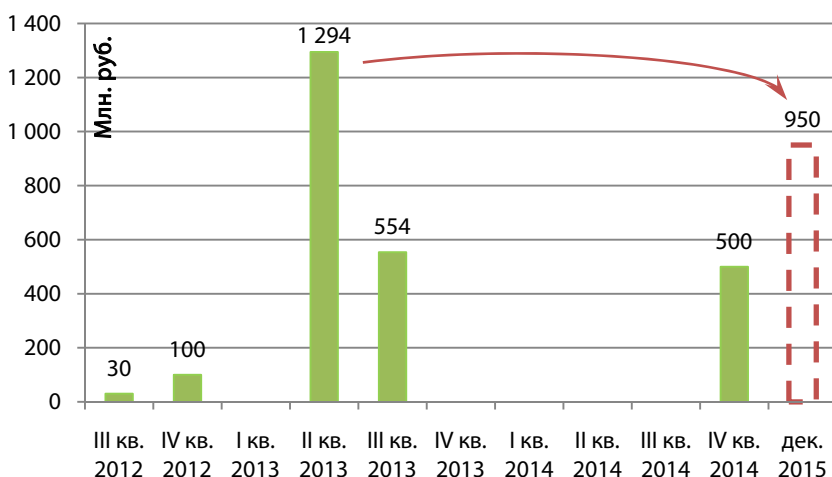
На 01.08.2012 г. основным кредитором Группы остается Сбербанк (1,02 трлн. руб., 41% от портфеля); 27% от кредитного портфеля (675 млн. руб.) приходится на ресурсы МКБ и 23% — на средства от текущего облигационного займа (554 млн. руб. при номинальном выпуске 800 млн. руб.). Отметим, что при общем объеме полученных кредитов от банков в размере 1,94 млрд. руб. объем открытых лимитов на Группу составляет порядка 2,78 трлн. руб.

Пик выплат по кредитному портфелю Полипласта наступает во II кв. 2013 г., когда Группе необходимо будет рефинансировать 1,29 млрд. руб. долга. На текущий момент в МКБ в июле т.г. открыты новые кредитные линии с лимитом 950 млн.руб. и сроком погашения в декабре 2015 г. для замещения действующих, что позволяет Группе существенно удлинить дюрацию всего кредитного портфеля. Также существуют договоренности со Сбербанком о рефинансировании существующих кредитов до конца 2012 г. (порядка 520 млн. руб. с погашением во II кв. 2013 г.).

Структура кредитного портфеля (01.08.12 г.)



График погашения долга

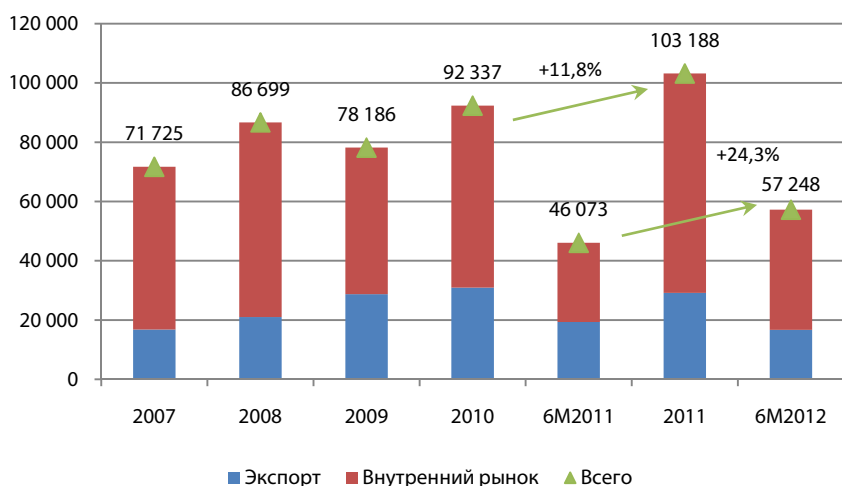
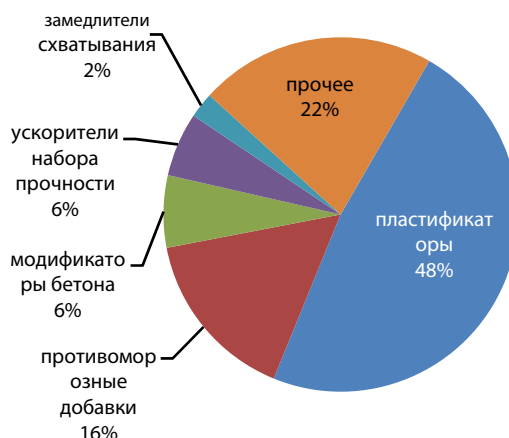


Операционные показатели Группы

Объем продаж продукции Полипласта в натуральном выражении по итогам 2011 г. вырос на 11,8% — 103,2 тыс. т, за I п/г 2012 г. рост продаж увеличился до 24,3% (57,2 тыс. т.) к соответствующему периоду прошлого года. Доля экспорта продукции по итогам полугодия составила около 30% продаж. На текущий момент Полипласт не стремится существенно наращивать объемы экспорта в связи с более высокой валовой рентабельностью внутренних продаж (34% и 55% за I п/г. 2012 г. соответственно), несмотря на явное конкурентное ценовое преимущество своей продукции по сравнению с европейскими производителями и высокое качество по сравнению с китайским производством.

Отметим, что объемы реализуемой продукции Группы в силу своей специфики зависят от темпов строительства в РФ и СНГ, а также объемов производства цемента. В частности, по данным Росстата, рост производства цемента в 2011 г. составил 14,4% (4,03 млн.т), по итогам I п/г 2012 г. было произведено 1,51 млн. т цемента (-13,7% к I п/г 2011 г.). Несмотря на некоторое снижение производства цемента, за счет уникального производственного потенциала Полипласта подтвержденный спрос на продукцию Группы в 2012 г. существенно превышает производственные мощности Группы, загрузка которых составляет 80-93% в зависимости от региона.

Среди крупнейших строительных объектов, на которых используется продукция Полипласта — Олимпийский стадион города Сочи, Загорская ГАЭС-2, Мультимодальный комплекс «Усть-Луга».

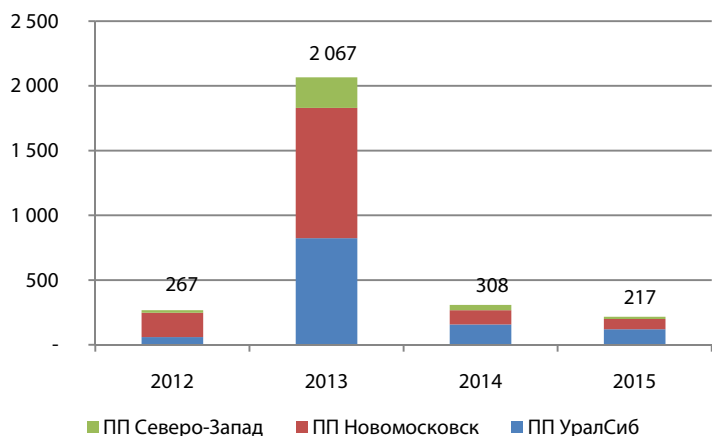
Динамика продаж продукции Группы, т.

Структура выручки за 2011 г., руб.


Инвестпрограмма и прогноз финансовых показателей

Учитывая практически полную загрузку производственных мощностей Полипласта при сохранении высокого спроса на продукцию Группы, для дальнейшего увеличения доли на рынке РФ в бетонном и небетонном секторах компанией в 2012-2014 г.г. будет реализовываться масштабная инвестиционная программа общим объемом до 3 млрд. руб., в результате которой производственные мощности Полипласта должны будут вырасти вдвое (с текущих 120 тыс. т/год до 240 тыс. т/год в 2014 г.).

Так в 2013 г. запланирован запуск завода по производству строительной химии в городе Краснодаре, что позволит максимально полно обеспечить южные регионы продукцией компании. Также в 2012-2013 гг. планируется осуществить запуск сети мини-заводов по производству продуктов строительной химии. Кроме этого, на 2012-2013 гг. согласован масштабный план модернизации основных производственных мощностей Группы в городах Новомосковск, Первоуральск и Кингисепп, в ходе которой будет существенно повышен уровень автоматизации и экологичности производства.

Пик инвестиций придется на 2013 г. (порядка 2,1 млрд. руб.). Для сохранения комфортного уровня долговой нагрузки Группа «Полипласт» планирует профинансировать существенную часть данной программы за счет привлечения инвестиций в капитал. В этом ключе Группа ведет целенаправленную работу по повышению прозрачности бизнеса — по итогам 2011 г. подготовлена аудированная отчетность по МСФО (аудитором компании по МСФО и РСБУ является ООО «Бейкер Тилли Русаудит»), на регулярной основе готовится квартальная консолидированная управленческая отчетность, в августе 2012 г. Национальное Рейтинговое Агентство присвоило ОАО «Полипласт» рейтинг кредитоспособности на уровне «А+» по национальной шкале.

Инвестпрограмма на 2012-2015 гг., млн. руб.

Прогноз финансовых результатов Группы на 2012-2014 гг.

тыс. руб.	2012	2013	2014
Выручка	5 759	7 980	9 910
Валовая прибыль	2 761	3 596	4 482
Валовая рентабельность	48%	45%	45%
ЕБИТДА	860	1 202	1 509
Рентабельность по ЕБИТДА	15%	15%	15%
Прибыль до налогов	445	725	968
Чистая прибыль	356	580	774
Рентабельность по чистой прибыли	6%	7%	8%

Позиционирование облигационного займа Полипласт

В настоящее время на рынке нет облигаций эмитентов, которые могли бы быть прямыми аналогами Группы «Полипласт». В качестве ориентиров для определения справедливого уровня доходности выпуска облигаций Полипласт, 02 после оферты мы рассматриваем 3 группы эмитентов — облигации производителей химической продукции (Акрон (B1/—/B+), ЕвроХим (—/BB/BB), Куйбышевазот (—/—/—)); компаний строительного сектора (ЛенСпецСМУ (—/B/—), ЛСР(B2/—/B)), а также высокотехнологического сектора (Ситроникс (B3/—/B-)).

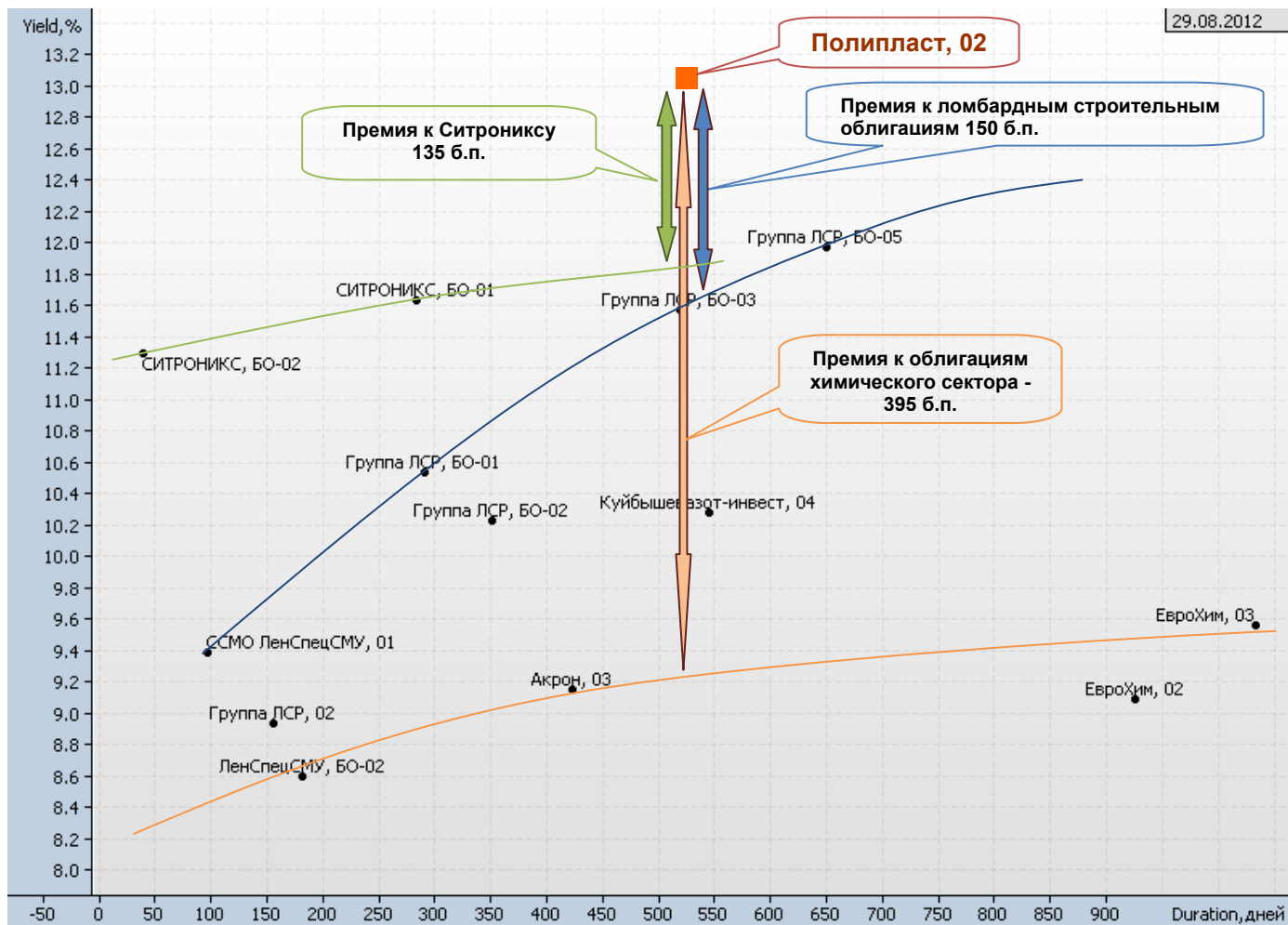
Компании химической отрасли, представленные на долговом рынке, значительно превосходят Полипласт по масштабу бизнеса. Вместе с тем наличие уникальных производственных технологий, контроль более 50% рынка химических добавок в бетоны и растворы, устойчивый кредитный профиль делают Полипласт привлекательным заемщиком. На наш взгляд, премия порядка 400 б.п. к кривой доходности облигаций крупных химических компаний в достаточной степени компенсирует кредитный риск и потенциально меньшую ликвидность облигаций Группы «Полипласт».

Строительные холдинги ЛСР и ЛенСпецСМУ превосходят Полипласт и по величине активов, и по размеру выручки. В то же время Полипласт имеет меньший операционный цикл, более ликвидную продукцию, сбыт которой осуществляется на всей территории России. Дополнительную устойчивость бизнесу Группы «Полипласт» придает возможность экспорта продукции. Премия порядка 150 б.п. выглядит адекватной платой за меньшие масштабы бизнеса Полипласта.

В дополнение премия около 135 б.п. к облигациям Ситроникса выглядит интересной, полностью компенсируя ломбардность бумаг и наличие сильного акционера в капитале Ситроникса в лица АФК «Система».

Резюмируя вышесказанное, мы отмечаем, что выпуск облигаций Полипласт, 02 со ставкой купона на уровне 12,75% (УТР 13,16%) годовых к погашению через 1,5 года выглядит привлекательно, поскольку предлагает существенную премию к бенчмаркам.

Карта доходности облигаций



Инвестиционный департамент

т.: 8 (800) 700-9-777 (звонок из регионов РФ бесплатный);
+7 (495) 733-96-29
факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-37
e-mail: ib@psbank.ru

ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22

Руководство

Зибарев Денис Александрович zibarev@psbank.ru	Вице-президент— Директор департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-77
Тулинов Денис Валентинович tulinov@psbank.ru	Руководитель департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-38
Миленин Сергей Владимирович milenin@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-94
Субботина Мария Александровна subbotina@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-33

Аналитическое управление

Грицкевич Дмитрий Александрович gritskevich@psbank.ru	Рынок облигаций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-14
Монастыршин Дмитрий Владимирович monastyrshin@psbank.ru	Рынок облигаций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-10
Семеновых Денис Дмитриевич semenovkhd@psbank.ru	Рынок облигаций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-01
Шагов Олег Борисович shagov@psbank.ru	Рынки акций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-34
Гусев Владимир Павлович gusevvp@psbank.ru	Рынки акций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-83
Захаров Антон Александрович zakharov@psbank.ru	Валютные и товарные рынки	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-75

Управление торговли и продаж

Круть Богдан Владимирович krutbv@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 311-833-662	Прямой: +7 (495) 228-39-22 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-13
Хмелевский Иван Александрович khmelevsky@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 595-431-942	Прямой: +7 (495) 411-5137 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-18
Федосенко Петр Николаевич fedosenkopn@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 639-229-349	Моб.: +7 (916) 622-13-70 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-92
Павленко Анатолий Юрьевич apavlenko@psbank.ru	Старший трейдер	ICQ 329-060-072	Прямой: +7 (495) 705-90-69 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-23
Рыбакова Юлия Викторовна rybakova@psbank.ru	Старший трейдер	ICQ 119-770-099	Прямой: +7 (495) 705-90-68 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-41
Воложев Андрей Анатольевич volozhev@psbank.ru	Начальник отдела торговых операций	ICQ 479-915-342	Прямой: +7 (495) 705-90-96 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-58
Жариков Евгений Юрьевич zharikov@psbank.ru	Трейдер		Прямой: +7 (495) 705-90-96 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-35
Урумов Тамерлан Таймуразович urumov@psbank.ru	Трейдер		Моб.: +7 (910) 417-97-73 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-06
Целинина Ольга Игоревна tselinianoi@psbank.ru	Трейдер		Моб.: +7 (917) 525-88-43 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-49-55

Управление по работе с неэмиссионными долговыми обязательствами

Бараночников Александр Сергеевич baranoch@psbank.ru	Операции с векселями	Прямой: +7 (495) 228-39-21 или +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-96
---	----------------------	--

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: www.psbank.ru
Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20 (доб. 77-47-33), e-mail: ib@psbank.ru