

Рейтинговый отчет

(версия для публикации)
(по договору № №63/РА от «20» мая 2011 года)



Кредитный рейтинг облигаций по украинской национальной шкале:

uaA-

Интерпретация рейтинга:

Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaA- характеризуется высокой кредитоспособностью в сравнении с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности зависит от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий (Оценка определена в соответствии со шкалой, утвержденной Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 г. № 665)

Дата присвоения рейтинга:

29 июня 2011 года



ЭМИТЕНТ: Публичное акционерное общество «СТОМА» (полное название эмитента)

61105 Украина, город Харьков, улица Ньютона, 3
(юридический адрес эмитента)

61105 Украина, город Харьков, улица Ньютона, 3
(фактический адрес эмитента)

Организационно правовая форма собственности:	Публичное акционерное общество
Код ЕГРПОУ:	00481318
Ф.И.О. руководителя, должность:	Черняев Святослав Владимирович, Председатель Правления
Дата перерегистрации компании:	29 декабря 1993 года
Дата фактического начала работы компании:	14 ноября 1929 года
Аудиторская компания, услуги которой использовались последний год:	ФЛП Петрович Валентина Викторовна
Название банка, в котором находится основной счет:	АО «БАНК ЗОЛОТЫЕ ВОРОТА», г. Харьков
Телефон:	+38 057-766-28-24
Факс:	+38 057-766-28-99
Ф.И.О. и должность сотрудника, ответственного за коммуникации с инвесторами:	Бут Оксана Владимировна, главный бухгалтер, 057-766-28-85
Адрес электронной почты:	lawyers@stoma.kharkov.ua
Адрес WEB-сайта компании в Интернет:	www.stoma.kharkov.ua

Поручитель по выпуску облигаций: **ОТСУТСТВУЕТ**

Лицензии: Лицензия на производство лекарственных средств (в форме аэрозолей, спреев, таблеток), лицензия на оптовую торговлю лекарственными средствами, лицензия на приобретение, хранение, перевозку прекурсоров (списка 2 таблицы IV), лицензия на предоставление услуг по перевозке пассажиров и грузов автомобильным транспортом общего пользования (кроме предоставления услуг по перевозке пассажиров и их багажа на такси)

Настоящий отчет является рейтинговым исследованием, которое должно восприниматься исключительно как мнение аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг». Рейтинговый отчет является исследованием, обосновывающим рейтинговую оценку, которая также является мнением аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг» о кредитоспособности эмитента и уровне кредитного риска по его долговым ценным бумагам.

Ограничения на использование рейтингового отчета изложены на последней странице отчета.

Эмитент ознакомлен с отчетом и соглашается, что информация, содержащаяся в отчете, является правдивой и полной.

Дополнительная информация для инвесторов

1. Общая информация о выпуске облигаций

№	Параметры	Пояснения
1	Поручитель (название, код ЕГРПОУ, место нахождения)	Отсутствует
2	Номинальная стоимость облигации	1,000.00 грн.
3	Объем выпуска, грн.	50,000,000.00 грн.
4	Количество облигаций в выпуске	50,000 шт.
5	Андеррайтер (название, код ЕГРПОУ)	ООО «Миллениум Капитал»
6	Период размещения	С 29.08.11 по 28.08.12
7	Дата погашения	23 августа 2016 года
8	Длительность процентного периода	91 день
9	Количество процентных периодов	20
10	Международный идентификационный номер	-
11	Процентная ставка	18%
12	Даты досрочного выкупа эмитентом своих обязательств	29.08.2012, 28.08.2013, 27.08.2014, 26.08.2015
13	Способ подписки	Открытый
14	Форма выпуска	Бездокументарная
15	Депозитарий	ВДЦБ

2. Общая информация о поручителе

Выпуск не предполагает наличие поручителя

№	Параметры	Пояснения
1	Полное наименование поручителя на русском языке	-
2	Организационно-правовая форма собственности	-
3	Ф.И.О. руководителя, должность	-
4	Дата регистрации компании	-
5	Дата фактического начала работы	-
6	Название банка, в котором находится основной счет	-
7	Название аудиторской компании, услугами которой пользовались в последние 3 года	-
8	Юридический адрес компании	-
9	Почтовый адрес для переписки	-
10	Телефон	-
11	Факс	-
12	Адрес электронной почты	-
13	WEB-сайт в Интернет	-
14	WEB-сайт в Интернет для Investor Relations	-
15	Должность сотрудника, заполнившего анкету	-
16	Ф.И.О. и телефон сотрудника, заполнившего анкету	-
17	Виды лицензий и разрешений, которыми обладает поручитель	-
18	Код ЕГРПОУ	-

Раздел 1. Общая характеристика компании

Акционерное общество «Стома» было основано в 1993 году на базе Харьковского завода медицинских пластмасс и стоматологических материалов, который начал функционировать в 1929 году. Первыми клиентами компании Стома были государственные стоматологические поликлиники, а также частные клиники.

- 1994 год — освоение выпуска лекарственных препаратов аэрозольной форме.
- 1998 год — Стома становится крупнейшим в Украине производителем высококачественных и эффективных лекарственных препаратов аэрозольной формы выпуска.
- 2006 год — внедрены системы качества с учетом международных стандартов ДСТУ ISO-9001-2001 (ISO 9001:2000).
- 2008 год — внедрены три новых наименования продукции.

В Украине наиболее значимыми клиентами компании являются КП «Луганская областная «Фармация», СП «Оптим – Фарм», ЗАО «Альба Украина», ООО «БАДМ», ЧТПМП «Эдельвейс», ООО «ФРА-М», ООО «Мегифарм». Также Стома активно сотрудничает с компаниями из ближнего зарубежья: УЧПКФ «Титан» (Беларусь) и ФФ «Фармина» (Молдова).

На фармацевтическом рынке Украины продукция АО «Стома» представлена 20-ю наименованиями, 3 из которых были внедрены в 2008 году. Специалистам известны высокоэффективные лекарственные препараты в форме аэрозолей. Стоматологическая продукция на протяжении всей истории завода пользуется безотказным спросом, и сегодня завод производит 44 вида стоматологических материалов. Продукция завода экспортируется в Страны СНГ, Прибалтики, Ближнего и Дальнего зарубежья.

Общая площадь производственных помещений 25 тыс. кв. м. Производство продукции осуществляется в трех цехах:

- Цех №1: производство акриловых пластмасс, медицинских препаратов и стоматологических материалов;

- Цех №2: производство изделий из пластмасс горячим способом;

- Цех №3: производство готовых лекарственных форм в аэрозольной упаковке и таблетках.

На предприятии функционирует 3 лаборатории: Химико-аналитическая, Микробиологическая и Испытательная лаборатория стоматологических материалов и изделий АО «Стома».

За последние несколько лет Компания показывала хорошие темпы прироста бизнеса. Так, выручка в первом квартале 2011 года выросла на 10,96% в сравнении с аналогичным периодом 2010 года. По итогам 2010 года выручка выросла на 42,37%, а за последние пять лет — в 2,83 раза. За последние 5 лет и первый квартал 2011 года деятельность Компании оставалась прибыльной (табл. 1).

Таблица 1

Основные показатели деятельности ПАО «Стома», (млн. грн., %)

Показатели	01.04.2011	01.04.2010	Темп прироста	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Балансовые показатели:										
Активы	187,391	145,499	28,79%	180,655	141,141	112,517	82,142	74,844	28,00%	141,38%
Основные средства по остаточной стоимости	28,906	25,209	14,67%	30,109	23,812	24,576	25,919	26,618	26,44%	13,12%
Основные средства по первичной стоимости	65,715	57,349	14,59%	65,926	55,078	52,265	50,394	46,994	19,70%	40,29%
Дебиторская задолженность всего	48,902	28,736	70,18%	47,287	27,234	19,217	14,549	15,835	73,63%	198,62%
Обязательства	44,962	27,364	64,31%	44,017	25,956	9,262	2,301	1,521	69,58%	2793,95%
Краткосрочные и долгосрочные кредиты банков	0	0	-	0	0	0	0	0	-	-
Текущие обязательства всего (за исключением банковских кредитов)	24,307	5,832	316,79%	23,362	4,424	4,030	1,386	569	428,07%	-95,89%
Собственный капитал	142,429	117,923	20,78%	136,638	115,069	103,214	79,734	72,948	18,74%	87,31%
Уставный фонд	3,500	3,500	0,00%	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	0,00%	0,00%
Финансовые результаты:										
Выручка	37,551	33,842	10,96%	162,282	113,985	92,367	70,570	57,312	42,37%	183,16%
Чистый доход	28,205	21,270	32,60%	114,863	88,912	83,873	62,975	57,040	29,19%	101,37%
Валовая прибыль	15,236	11,100	37,26%	61,116	49,231	43,332	24,563	23,380	24,14%	161,40%
Операционная прибыль	9,969	5,103	95,36%	34,008	29,026	25,496	10,214	15,040	17,16%	126,12%
Чистая прибыль	5,791	2,868	101,92%	21,569	11,847	16,406	6,805	11,336	82,06%	90,27%
Расчетные показатели и коэффициенты:										
ЕВИТ	9,969	5,103	95,36%	34,272	16,811	25,326	9,321	14,534	103,87%	135,81%
ЕВИТДА	11,066	6,091	81,68%	39,325	33,266	29,572	14,473	17,482	18,21%	124,95%
Рентабельность продаж (ROS)	20,5%	13,5%	-	18,8%	13,3%	19,6%	10,8%	19,9%	-	-
Рентабельность активов (ROA)	3,1%	2,0%	-	11,9%	8,4%	14,6%	8,3%	15,1%	-	-
Рентабельность собственного капитала (ROE)	4,1%	2,4%	-	15,8%	10,3%	15,9%	8,5%	15,5%	-	-

Источник: Данные Компании, Расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

На протяжении всего периода анализа ПАО «Стома» придерживалась консервативной финансовой политики, обязательства Компании полностью покрывались собственным капиталом с большим запасом. По итогам 2010 года Компания генерировала ЕВИТДА в размере, сопоставимом с объемом обязательств. ПАО «Стома» не использовала кредиты банков для финансирования оборотных средств.

На сегодняшний день ПАО «Стома» является одним из лидеров своей отрасли, Компания хорошо капитализирована, не обременена банковскими кредитами. На протяжении последних 5 лет не раз доказывала на практике, что в состоянии генерировать денежный поток для обслуживания долгов.

Раздел 2. Положение компании на рынке. Доля рынка и конкуренты

ПАО «Стома» является известным украинским производителем фармацевтической отрасли, которое специализируется на производстве стоматологических материалов и лекарственных препаратов. Рынок стоматологических материалов в Украине динамично растет в среднем на 15–20% в год на протяжении последних пяти лет. Объем рынка оценить затруднительно в силу значительных объемов «серого импорта», величина которого, по оценкам экспертов, составляет около 35% от потребляемых материалов. Внутреннее производство покрывает 16% рынка стоматологического оборудования, инструментов и материалов, остальная часть занята продукцией импортного производства. При этом, в денежном выражении общий объем импорта на рынке в 2010 году составил более 60 млн. евро. Непосредственно импорт стоматологических материалов составил 36 млн. евро (60%), а импорт оборудования и инструментов — 24 млн. евро (40%).

В соответствии с данными Ассоциации стоматологов Украины, в стране работает более 19 тысяч врачей стоматологов различной специализации, а также функционирует около 4600 государственных и 5000 частных стоматологических клиник и кабинетов. По оценкам МОЗ Украины, потенциальный объем украинского рынка стоматологических услуг составляет 200–300 млн. евро, а при достижении европейских показателей может достичь 500 млн. евро. Эта статистика указывает на существенный уровень конкуренции среди стоматологических клиник, конкурентным преимуществом для которых является использование в своей практике качественных препаратов как импортного, так и отечественного производства. Интенсивное развитие частного сегмента в стоматологических услугах существенно влияет на рост спроса на оборудование, инструменты и расходные материалы, что ведет к увеличению объема рынка.

В Украине зарегистрировано более 150 представительств иностранных фирм, которые занимаются производством и дистрибуцией стоматологического оборудования и материалов — это в основном европейские компании. В высоком ценовом диапазоне также представлены американские и европейские производители. Среди наиболее известных производителей выделяют Vivadent/Ivoclar, Bisco, Kerr, Heraeus и Dentsply. Отечественных производителей насчитывается около 20 компаний, из которых несколько также занимаются дистрибуцией своей и импортной продукции. Географически центры стоматологического производства сконцентрированы в Харькове (компания «Стома», завод рентгеновского оборудования «Квант») и Киеве («Оксамат-АН», «Кромлайт», «Эста», «Дельта»), а также частично в Одессе и Львове. Несмотря на то что, большая часть рынка контролируется импортерами, Украина развивает свое собственное производство продукции, которая широко популярна как на внутреннем рынке, так и за границей. За последние 10 лет доля украинской продукции на рынке выросла с 5 до 15%.

Оценивая рыночные позиции Компании, следует учитывать, что ПАО «Стома» является единственным в Украине и наибольшим в СНГ производителем широкого ассортимента стоматологических материалов, лекарственных препаратов и изделий из технических пластмасс. Исторически Компания является лидером в сегменте производства стоматологических изделий. Существенное присутствие Компании в сегменте объясняется тем, что около 80% отечественного производства стоматологических материалов приходится на мощности ПАО «Стома». Это такие стоматологические изделия как искусственные пластмассовые зубы, пластмассы для ортопедической стоматологии, оттисковые материалы, пломбировочные материалы, зуботехнические воски, вспомогательные и профилактические материалы. Кроме того, стоматологическая продукция Компании широко известна на рынке СНГ и в странах Восточной Европы, составляя высокую конкуренцию локальным, главным образом российским, производителям. ПАО «Стома» также занимает сильную позицию в сегменте лекарственных и профилактических препаратов, производя аэрозоли, спреи и таблетки.

При восстановлении экономики Украины в 2011–2012 гг. ожидается рост благосостояния населения, что позитивно отразится на спросе на стоматологические услуги. Это, в свою очередь, увеличит потребность в стоматологической продукции, в частности в изделиях эмитента. Вместе со своими партнерами Компания активно развивает и применяет новые формы дистрибуции своей продукции на рынке. ПАО «Стома» также активно развивает стратегию по усилению своих позиций в регионах Украины. Известно, что в крупных городах (Киеве, Харькове, Одессе, Львове) на каждые 10 тыс. населения приходится 80–100 стоматологов, что в два раза превышает средний показатель по Украине. Специалисты также отмечают тенденцию к увеличению «стоматологического туризма», когда пациенты из Европы приезжают в Украину с целью лечения зубов в силу существенной разницы в цене услуг. Очевидно, данная тенденция будет усиливаться с повышением качества стоматологических услуг в Украине. Поэтому общее увеличение рынка стоматологических услуг за счет этих факторов будет способствовать росту реализации стоматологической продукции Компании. Кроме того, ПАО «Стома» изучает возможности усиления своих позиций на иностранных рынках в среднесрочной перспективе.

По мнению Агентства, доля ПАО «Стома» на Украинском рынке по отдельным видам ассортимента стоматологической продукции колеблется от 35 до 80%. Серьезную конкуренцию для продукции ПАО «Стома» составляет лишь импорт, доля которого постепенно снижается, но все еще остается существенной. По мере роста качественных характеристик продукции ПАО «Стома» в сравнении с импортными аналогами доля Компании на украинском рынке будет расти. Повышению качественных характеристик продукции ПАО «Стома» должны способствовать дополнительные инвестиции, которые Компания планирует привлечь, в т.ч. за счет эмиссии облигаций.

Раздел 3. Анализ показателей деятельности эмитента

3.1. Анализ финансовой устойчивости эмитента

По состоянию на 01.04.2011 года, собственный капитал ПАО «Стома» покрывал более чем в три раза обязательства Компании. За 2010 год EBITDA покрывала 89,34% обязательств Компании (табл. 2).

Таблица 2

Анализ показателей финансовой устойчивости ПАО «Стома» (млн. грн., %)

Показатели	01.04.2011	01.04.2010	Темп прироста	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Обязательства	44,962	27,364	64,31%	44,017	25,956	9,262	2,301	1,521	69,58%	2793,95%
Собственный капитал	142,429	117,923	20,78%	136,638	115,069	103,214	79,734	72,948	18,74%	87,31%
EBITDA	11,066	6,091	81,68%	39,325	33,266	29,572	14,473	17,482	18,21%	124,95%
Заемные средства	40,000	20,000	-	20,000	20,000	0	0	0	0	-
Доля заемных средств в структуре обязательств	88,96%	73,09%	-	45,44%	77,05%	0,00%	0,00%	0,00%	-	-
Выплаченные проценты и комиссии кредиторам или андеррайтерам за организацию займов	2,110	0	-	4,575	1,247	0	0	0	266,88%	-
Соотношение собственного капитала и обязательств	316,78%	430,94%	-	310,42%	443,32%	1113,91%	3465,19%	4796,06%	-	-
Соотношение EBITDA и обязательств компании	24,61%*	22,26%*	-	89,34%	128,16%	319,28%	628,99%	1149,38%	-	-

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Примечание: * — воспринимая данные этой таблицы, следует учитывать, что при расчете соотношения использовался квартальный размер EBITDA.

Даже для своей специфической отрасли Компания была слишком перекапитализирована. Однако давая оценку такому уровню перекапитализации, инвесторам следует обратить внимание на то, что в структуре активов баланса на 01.04.2011 статья «другие финансовые инвестиции» занимает примерно 62 млн. грн. или треть валюты баланса. Из крупных пакетов акций отечественных компаний ПАО «Стома» принадлежит, примерно, 25% акций АО «Харьковских завод приборостроения «Система». Агентство считает, что на балансе ПАО «Стома» учтены непрофильные инвестиции, частично они поддерживают структуру неформальной финансово-промышленной группы, которая образована акционерами ПАО «Стома».

Потенциально наполнение баланса финансовыми инвестициями не несет в себе угрозы платежеспособности, поскольку Компания из года в год на практике показывала свои возможности по генерированию выручки и EBITDA.

В тоже самое время, в проекте проспекта эмиссии, который подан в Агентство, указано, что сразу после завершения размещения Компания планирует вложить 20 млн. грн. в организацию производства новых лекарственных средств, а 30 млн. грн. будет вложено в государственные и корпоративные ценные бумаги и будет постепенно использоваться на инвестиционные нужды ПАО «Стома». К негативным факторам Агентство относит отсутствие детализированных инвестиционных планов Компании в проекте проспекта эмиссии и в информации, поданной в Агентство. С другой стороны, в проекте проспекта речь идет об организации производства новых лекарственных препаратов и преждевременная публикация подобной информации может негативно повлиять на конкурентные позиции ПАО «Стома».

3.2. Анализ деловой активности и эффективности эмитента

На протяжении периода анализа ПАО «Стома» демонстрировала высокий уровень доходности, на что указывают показатели рентабельности собственного капитала, рентабельности продаж и рентабельности активов (табл. 3).

Таблица 3

Анализ показателей эффективности и деловой активности ПАО «Стома» (млн. грн., %)

Показатели	01.04.2011	01.04.2010	Темп прироста	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Доход от реализации продукции (выручка)	37,551	33,842	10,96%	162,282	113,985	92,367	70,570	57,312	42,37%	183,16%
Чистый доход	28,205	21,270	32,60%	114,863	88,912	83,873	62,975	57,040	29,19%	101,37%
Чистая прибыль	5,791	2,868	101,92%	21,569	11,847	16,406	6,805	11,336	82,06%	90,27%
EBIT	9,969	5,103	95,36%	34,272	16,811	25,326	9,321	14,534	103,87%	135,81%
EBITDA	11,066	6,091	81,68%	39,325	33,266	29,572	14,473	17,482	18,21%	124,95%
Рентабельность продаж (ROS)	20,5%	13,5%	-	18,8%	13,3%	19,6%	10,8%	19,9%	-	-
Рентабельность активов (ROA)	3,1%	2,0%	-	11,9%	8,4%	14,6%	8,3%	15,1%	-	-
Рентабельность собственного капитала (ROE)	4,1%*	2,4%*	-	15,8%	10,3%	15,9%	8,5%	15,5%	-	-

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Примечание: * — воспринимая данные этой таблицы, следует учитывать, что при расчете соотношения использовался квартальный размер чистой прибыли.

Рентабельность собственного капитала за последние 5 лет поступательно росла. Ее годовой уровень через год достигал 15%, что немного выше среднего показателя по фармацевтической отрасли. На определенный прогресс в ожидаемых доходах указывает уровень рентабельности продаж в первом квартале 2011 года в размере 20%, который является своего рода историческим рекордом Компании, начиная с 2007 года.

Определенные позитивные настроения создает и рост выручки в первом квартале 2011 года на 11%, а также рост выручки по итогам 2010 года на 42,37%. Агентство констатирует факт оживления сбытовых процессов в ПАО «Стома», что неминуемо отразится на размере EBITDA в 2011 году.

3.3. Анализ ликвидности и источников ликвидных активов

Как показал анализ Агентства, уровень ликвидности ПАО «Стома» остается избыточным, даже несмотря на непрерывное снижение на протяжении последних нескольких лет. Компания также идентифицировала как «ликвидные активы» средства в статье баланса «текущие финансовые инвестиции», указав значительные суммы. Однако Агентство в расчет показателей ликвидности данную статью баланса во внимание не принимало и оценку портфеля «текущих финансовых инвестиций» не проводило (табл. 4).

Таблица 4

Анализ ликвидности ПАО «Стома» (млн. грн., %)

Показатели	01.04.2011	01.04.2010	Темп прироста	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Денежные средства и их эквиваленты	14,399	22,171	-35,05%	11,248	20,087	6,817	0,577	15,044	-44,00%	-25,23%
Ликвидные активы в разделе «Текущие финансовые инвестиции»	22,299	24,757	-9,93%	17,528	23,478	6,817	0,577	15,044	-25,34%	16,51%
Текущие обязательства	24,307	5,832	316,79%	23,362	4,424	4,030	1,386	569	428,07%	-95,89%
Обязательства всего	44,962	27,364	64,31%	44,017	25,956	9,262	2,301	1,521	69,58%	2793,95%
Денежные средства и их эквиваленты / Текущие обязательства	59,24%	380,16%	-	48,15%	454,05%	169,16%	43,76%	2,64%	-	-
Денежные средства и их эквиваленты / Обязательства	32,02%	81,02%	-	25,55%	77,39%	73,60%	25,08%	989,09%	-	-

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

По состоянию на 01.04.2011 года, на счетах Компании и в форме ликвидных активов на балансе находилось 14,399 млн. грн. Это значительный объем ресурсов, которого с избытком должно хватать на обслуживание производственных процессов в ПАО «Стома». Учитывая планы Компании по размещению 30 млн. грн. (от привлеченных по итогам размещения эмиссии облигаций средств) в ликвидные активы, уровень ликвидности ПАО «Стома» после размещения облигаций должен возрасти, что выступит дополнительным инструментом, повышающим гарантии своевременного обслуживания обязательств эмитента.

3.4. Анализ диверсификации деятельности

На данный момент сегмент стоматологического оборудования, инструментов и материалов имеет высокую степень интеграции и является достаточно сбалансированным. Изменение структуры сегмента — это очень сложная задача, поскольку очень часто решающим фактором является привычка стоматологов работать с определенным набором инструментов и материалов. Также определенную роль играют устоявшиеся традиции стоматологических школ. Поэтому усиления диверсификации своего бизнеса в стоматологическом сегменте Компания на данном этапе не рассматривает. В сегменте производства лекарственных препаратов и таблеток Компания разрабатывает планы по выпуску новых или уже известных медикаментов с диверсификацией по целевым группам пациентов (возраст, пол и т.д.). Также есть наработки для выведения на рынок известных лекарств с более эффективным действием, например, инкапсулированных таблеток.

Как показал анализ, проведенный Агентством, по объемам производства ассортимента продукции ПАО «Стома» в натуральных величинах продуктовый ряд ПАО «Стома» остается достаточно диверсифицированным без ярко выраженной зависимости от какого-то одного сегмента. В то же время Агентство отмечает снижение объемов производства в натуральных величинах в 2010 году в сравнении с 2006 годом и рост объемов производства практически по всем позициям в 2010 году в сравнении с базой 2009 года (табл. 5).

Таблица 5

Анализ диверсификации деятельности ПАО «Стома» (в натуральных величинах)

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2006-2010	Темп прироста 2009-2010
Стоматологические материалы							
Зубы пластмассовые, гарнитуры	2,262,140	1,685,940	3,408,120	3,126,800	3,381,960	-33,11%	34,18%
Пломбирочные материалы, усл. упаковка	37,460	37,480	76,000	93,478	95,797	-96,09%	-0,05%
Слепочные материалы, усл. упаковка	2,195	1,528	4,923	3,882	5,006	-56,15%	43,65%
Зуботехнические воска, усл. упаковка / кг	167,758 / 95,745	142,928 / 72,080	278,000 / 140,000	253,000 / 126,000	255,000 / 116,600	-34,21%	17,37%
Пластмасса для ортопедии, усл. упаковка	544,325	352,154	598,434	524,440	536,500	1,46%	54,57%
Вспомогательные материалы, усл. упаковка	139,045	122,573	230,202	256,000	274,000	-49,25%	13,44%
Фармация							
Аэрозоли, усл. упаковка	3,195,482	2,375,346	2,521,153	2,665,919	3,780,425	-15,47%	34,53%
Спреи, усл. упаковка	318,261	292,494	155,045	147,721	77,906	308,52%	8,81%
Таблетки, усл. упаковка	16,545,573	12,563,712	13,613,952	14,750,126	17,950,345	-7,83%	31,69%
Другое							
Технические пластмассы, усл. упаковка / кг	1,287 / 252	283 / 3,138	2,250 / 1,540	2,064 / 12,220	1,564 / 5,090	-17,71%	-99,55%

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Хорошие показатели финансовой устойчивости и ликвидности вселяют уверенность в росте объемов бизнеса Компании, а показатели деловой активности указывают на возможность присвоения высокой рейтинговой оценки инвестиционного уровня.

Раздел 4. Кредитная история эмитента

В проекте проспекта эмиссии, который был подан в РА «Эксперт-Рейтинг», указывается, что Компания фактически публичной кредитной истории не имела. В то же время аналитическая служба РА «Эксперт-Рейтинг» обращает внимание, что по состоянию на 01.04.2011 статья баланса «Другие долгосрочные обязательства» содержала обязательства Компании на 20 млн. гривен, а также статья баланса «Текущая задолженность по долгосрочным обязательствам» тоже составляла 20 млн. гривен. Во второй квартал 2011 года ПАО «Стома» вошла с общей суммой заемных обязательств в размере 40 млн. грн. Долгосрочные и текущие обязательства в Пассиве баланса в объеме 40 млн. грн. компенсируются строкой 45 Актива баланса («Другие финансовые инвестиции»).

На протяжении всего периода анализа ПАО «Стома» не использовала ни краткосрочные, ни долгосрочные кредиты банков и не выпускала облигации. Текущий заем для Компании можно считать дебетным, с которого начнется публичная кредитная история Компании.

Раздел 5. Анализ вероятного уровня внешней поддержки акционеров

Как указано в проекте проспекта эмиссии ПАО «Стома», который был подан в Агентство:

- 85,77% акций ПАО «Стома» принадлежит главе Наблюдательного совета Компании **Кузнецову Якову Михайловичу**;
 - 4% акций ПАО «Стома» принадлежит председателю Правления ПАО «Стома» **Черняеву Вячеславу Владимировичу**;
 - 2% акций принадлежит заместителю главы Наблюдательного совета ПАО «Стома» **Кириченко Андрею Витальевичу**;
 - 2% акций принадлежит члену Наблюдательного совета ПАО «Стома» **Древаль Ирине Викторовне**.
- Остальные акционеры Компании имеют пакеты менее 1% голосов.

По мнению Агентства, ПАО «Стома» полностью находится под контролем Кузнецова Якова Михайловича. Исследование бизнес активности ключевого акционера ПАО «Стома» показало, что Кузнецов Яков Михайлович также является ключевым акционером в следующих Компаниях:

1. ПАО «БАНК Золотые Ворота» (Код ЕГРПОУ 20015529). Кузнецов Яков Михайлович контролирует 25,0335% акций.
2. ПАО «Монфарм» — 51% акций. Монфарм является наибольшим производителем суппозиторий в Украине.
3. ОАО «Харьковхолодмаш» — 67,92% акций. Компания специализируется на производстве холодильных агрегатов, средне- и низкотемпературных шкафов и камер, холодильных витрин различных типоразмеров, а также теплового оборудования.
4. А также в ряде других компаний с неакционерной формой собственности.

Из проведенного анализа Агентство делает вывод, что вокруг ПАО «Стома» образована неформальная финансово-промышленная группа с ярко выраженными интересами в производстве медикаментов, стоматологической продукции и вспомогательного медицинского оборудования. ПАО «Стома» не имеет кредитных отношений с банком «Золотые Ворота».

В рэнкинге НБУ по чистым активам ПАО «БАНК Золотые Ворота» находился на 89-ой позиции. По данным НБУ, активы банка составляли 1,1 млрд. грн., оплаченный уставный капитал — 129 млн. грн., собственный капитал — порядка 100,853 млн. грн. Кредитный портфель банка на начало второго квартала 2011 года составлял 986,102 млн. грн. Первый квартал 2011 года Банк окончил с чистой прибылью 272 тыс. грн. По мнению Агентства, ПАО «БАНК Золотые Ворота» обладает ограниченным уровнем капитализации.

С одной стороны, наличие вокруг ПАО «Стома» группы компаний с общим акционером дает потенциальную возможность доступа эмитента к рынкам капиталов, дополнительно усиливает вероятность внешней поддержки от акционеров. С другой стороны, у контролирующего акционера появляются мотивы для использования финансового потенциала ПАО «Стома» для решения финансовых вопросов в других компаниях группы, а поскольку группа носит неформальный характер и не имеет консолидированной отчетности, то выявление таких мотивов с помощью традиционных методов анализа и сбора информации значительно осложнено. Поэтому на текущем этапе развития внешнюю поддержку акционеров ПАО «Стома» РА «Эксперт-Рейтинг» идентифицирует как слабопрогнозируемую.

Раздел 6. Обобщение рисков в деятельности компании и прочие факторы, которые учитываются при оценке

Риски эмитента. На данном этапе украинский рынок стоматологической продукции является достаточно стабильным. В силу своих особенностей, рынок относительно легко переносит экономические спады. ПАО «Стома» занимает устойчивую позицию и является конкурентным производителем с широкой клиентской базой и растущим спросом на продукцию Компании. Главным образом риски Компании связаны с возможной реализацией агрессивной стратегии развития иностранными компаниями, и как следствие, с увеличением их доли на украинском рынке.

Кредитные риски. В 2010 году все условия по кредитным обязательствам и документарным операциям Компанией были выполнены своевременно и в полном объеме. Для Компании кредитные риски минимизируются стабильностью денежных потоков и качеством управления. Менеджмент осуществляет гибкую кредитную политику с наименьшими кредитными рисками для предприятия.

Валютные риски. Колебания курсов валют приводят к нестабильному положению гривны на рынке, что повышает валютный риск. Внешнеторговая деятельность Компании подвержена таким рискам, поскольку ПАО «Стома» активно занимается закупкой нового импортного сырья и оборудования.

Риски ликвидности. Компания минимизирует риски ликвидности за счет прогнозирования движения денежных средств, детального планирования финансово-производственной деятельности и составления бюджета, что позволяет вовремя выявить недостаток ликвидности и своевременно привлечь необходимые финансовые ресурсы.

Операционные риски. Компания имеет минимальные операционные риски, что объясняется более чем двадцатилетней историей успешного присутствия на фармацевтическом рынке. Менеджмент Компании — это высокопрофессиональные специалисты, большинство из которых проработало на предприятии уже более 10 лет.

Прочие факторы. В судах Украины рассматриваются два направления претензий:

1. Суды с таможенными органами по определению таможенной стоимости ввозимого Компанией на территорию Украины товара.

2. Суды с налоговыми органами по результатам проведенных в Компании проверок на предмет соблюдения налогового законодательства.

Во всех судах Компания участвует как Истец.

Судебных тяжб за рубежом Компания не ведет.

Последняя налоговая проверка проходила с декабря 2010 года по январь 2011 года. Основные результаты:

- доначислен налог на прибыль по взаимоотношениям с контрагентами в сумме 587 135 грн., штраф — 146 784 грн., всего — 733 919 грн.;
- доначислен налог на прибыль по невыплате дивидендов по результатам 2009 года в сумме 891 450 грн., штраф — 222 863 грн., всего — 1 114 313 грн.
- доначислен налог на добавленную стоимость в сумме 138 666 грн., штраф — 24 667 грн., всего — 173 333 грн.
- уменьшен НДС, который подлежит бюджетному возмещению, на 319 767 грн., штраф — 79 941 грн., всего — 399 709 грн.

Результаты проведенной проверки являются несогласованными в связи с проведением процедуры судебного обжалования. Однако налоговая проверка принесла Компании общий убыток в размере 2,4 млн. грн. Учитывая, что объем чистой прибыли эмитента за 2010 год составил более 21 млн. грн., даже если Компании не удастся оспорить в суде решение налоговых органов, то существенной угрозы для платежеспособности итоги споров с налоговыми властями не несут.

Со стороны ГКЦБФР за несвоевременную подачу уведомления о смене регистратора собственников ценных бумаг в сентябре 2007 года был наложен штраф в размере 1000 грн., который был своевременно перечислен. Информация по претензиям со стороны остальных регуляторов и силовых структур отсутствует. Во всех претензионных разбирательствах Компания участвует как Истец.

7. Выводы

В период с 10 по 29 июня 2011 года аналитическая служба РА «Эксперт-Рейтинг» проводила рейтинговое исследование по Публичному акционерному обществу «Стома» (код ЕГРПОУ 00481318). 29 июня 2011 года рейтинговый комитет РА «Эксперт-Рейтинг» принял решение о присвоении планируемому выпуску облигаций ПАО «Стома» на общую сумму 50 млн. грн. кредитного рейтинга по национальной шкале на уровне **uaA-**.

Принимая решение о присвоении кредитного рейтинга на инвестиционном уровне, РА «Эксперт-Рейтинг» руководствовалось следующими выводами:

1. Эмитент является крупнейшим производителем лекарственных средств и ассортимента средств, используемых стоматологами в Украине, история которого берет свое начало с 1929 года. По оценкам Агентства, от 35 до 80% потребляемой в Украине продукции украинского производства в сегменте рынка, где работает ПАО «Стома», по разным ассортиментным группам приходится именно на продукцию эмитента. Эффект от значительной доли рынка в Украине усиливается наличием экспортных поставок в страны БЛИЖНЕГО и дальнего зарубежья.

2. По состоянию на 01.04.2011 года, собственный капитал ПАО «Стома» более чем в три раза покрывал обязательства Компании. За 2010 год ЕБИТДА покрывала 89,34% обязательств эмитента. При этом размер ЕБИТДА в первом квартале 2011 года вырос на 82% в сравнении с аналогичным периодом 2010 года. Весь период анализа с 2006 по 2010 годы для ПАО «Стома» был прибыльным. Уровень рентабельности собственного капитала поступательно колебался около отметки 15%, а в первом квартале 2011 года рентабельность продаж превысила отметку 20%, что для Компании является историческим рекордом с 2007 года.

3. На начало второго квартал 2011 года, денежные средства на счетах Компании и их эквиваленты составляли 14,4 млн. грн. Такой остаток средств обеспечивал значительный уровень ликвидности ПАО «Стома». Также позитивно должна отразиться на ликвидности особенность эмиссии Компании, при которой эмитент планирует одномоментные затраты в сумме 20 млн. грн. из привлеченных 50-ти млн. грн. для запуска производства нового лекарственного препарата. Оставшиеся 30 млн. грн. планируется разместить в государственные и корпоративные ценные бумаги и расходовать постепенно.

4. Агентство отмечает восстановление деловой активности в сегменте, в котором работает ПАО «Стома». За 2010 год выручка Компании выросла на 42%, а за первый квартал 2011 года в сравнении с аналогичным периодом прошлого года — на 11%. ЕБИТ Компании за 2010 год вырос на 82%, а за первый квартал 2011 года в сравнении с аналогичным периодом 2010 года — на 95,4%. Анализ динамики выпуска продукции в натуральных величинах показал, что в 2010 году практически по всем товарным позициям ПАО «Стома» наблюдался прирост производства.

5. Группа компаний с общим акционером имеет ярко выраженные интересы в производстве медикаментов, стоматологической продукции и вспомогательного медицинского оборудования. РА «Эксперт-Рейтинг» оценивает вероятность внешней поддержки акционеров как слабопрогнозируемую.

Кредитный рейтинг планируемому выпуску облигаций ПАО «Стома» может быть пересмотрен в сторону повышения после завершения размещения и анализа Агентством инвестиционной программы эмитента.

Полное обоснование рейтинговой оценки находится в рейтинговом отчете эмитента.

Приложение А

Ограничения на использование рейтингового отчета

Этот отчет является интеллектуальной собственностью ООО «РА Эксперт-Рейтинг». Все интеллектуальные права ООО «РА Эксперт-Рейтинг» и связанных с ними лиц охраняются законодательством Украины. Никакая часть этого отчета не может продаваться, воспроизводиться или распространяться третьими лицами без письменного согласия ООО «РА Эксперт-Рейтинг». Вся информация, содержащаяся в этом отчете, получена ООО «РА Эксперт-Рейтинг» из источников, которые в ООО «РА Эксперт-Рейтинг» считают достоверными. В связи с возможностью человеческой или технической ошибки, а также других факторов, ООО «РА Эксперт-Рейтинг» не гарантирует абсолютной надежности представленной информации. Кредитный рейтинг компании или ее долговых инструментов, а также любая часть информации, содержащейся в отчете, должны рассматриваться исключительно как мнение о степени сопротивляемости компании неблагоприятным факторам влияния, а не как рекомендация по покупке или продаже ценных бумаг или рекомендация относительно использования услуг компании. ООО «РА Эксперт-Рейтинг» не несет ответственности за результаты кредитных, инвестиционных или хозяйственных решений третьих лиц, принятых исключительно с учетом информации о рейтингах, присвоенных ООО «РА Эксперт-Рейтинг».

Вкладчики, страхователи, инвесторы, используя данный рейтинговый отчет, автоматически соглашаются с тем, что содержание рейтингового отчета является мнением аналитиков Рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг» о кредитоспособности компании или уровне кредитного риска, который несут в себе ценные бумаги эмитента.

Воспринимая результаты оценки уровня кредитного рейтинга компании или ценной бумаги, следует понимать:

1. При оценке во внимание принимаются факторы, которые могут позитивно или негативно повлиять на устойчивость компании. Таким образом, ООО «РА Эксперт-Рейтинг» оценивает уровень сопротивления компании неблагоприятным факторам воздействия. Для компаний оценка проводится в соответствии с национальной шкалой, определенной в соответствии со шкалой, утвержденной Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 № 665. Соотношение между международной шкалой и национальной шкалой Агентство определяет самостоятельно, рейтинг по международной шкале Агентства присваивается исключительно по запросу клиента.

2. Информация, приведенная в рейтинговом отчете, источником которой является сам клиент или регулятор, может незначительно отличаться от публичной информации в других источниках из-за различий в системе учета или методологии подсчета показателей.

3. Информация, содержащаяся в данном отчете об иностранных акционерах компании, приводится в той валюте, в которой составлен официальный годовой отчет компании-акционера. Сопоставляя такую финансовую информацию с данными компании или аналогичных иностранных компаний нужно обязательно учитывать разницу в системах учета и учетной политики.

Таблица А

Национальная рейтинговая шкала. Долгосрочные кредитные рейтинги (более одного года) *

Рейтинг	Интерпретация рейтинговой оценки
uaAAA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaAAA характеризуется исключительно высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами.
uaAA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaAA характеризуется очень высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами.
uaA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaA характеризуется высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности чувствителен к влиянию неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaBBB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaBBB характеризуется достаточной кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности зависит от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaBB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaBB характеризуется кредитоспособностью ниже достаточной по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Высокая зависимость уровня кредитоспособности от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaB характеризуется низкой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Очень высокая зависимость уровня кредитоспособности от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaCCC	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaCCC характеризуется очень низкой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Существует потенциальная вероятность дефолта.
uaCC	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaCC характеризуется высокой вероятностью дефолта.
uaC	Заемщик ожидает дефолт по долговым обязательствам
uaD	Дефолт. Выплата процентов и основной суммы по долговым обязательствам заемщика прекращена без достижения согласия с кредиторами относительно реструктуризации задолженности до наступления срока платежа

«-» или «+» — это промежуточные категории рейтинга относительно основных категорий.

* — согласно шкале, утвержденной [Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 № 665](#)

Соответствующее приложение является неотъемлемой частью рейтингового отчета