



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

ЭФКО – КАК ПО МАСЛУ

Компания ЭФКО выходит на рынок со вторым облигационным займом объемом 1,5 млрд руб. Привлеченные в результате размещения средства будут направлены на рефинансирование значительной части краткосрочного долга

Несмотря на усиление конкуренции, ЭФКО сохраняет лидирующие позиции на рынке растительного масла и майонезов. По оценке Компании, её доля на рынке фасованного растительного масла в 2005г. составила около 7%, а на рынке майонезов – 17%

Высокое качество продукции и устойчивая рыночная позиция ЭФКО привлекли внимание иностранного инвестора. Недавно Компания достигла договоренности с мировым лидером по продаже растительного масла Bunge (BBV/BBV) о приобретении 25% пакета акций ОАО «ЭФКО» и 25 % доли в уставном капитале ООО «ЭФКО-Слобода». Мы ожидаем, что присутствие стратегического инвестора в составе акционеров компаний окажет положительный эффект на операционное и финансовое состояние Группы

Сравнивая Эфко с группой компаний агропромышленного сектора и пищевой промышленности, мы считаем, что справедливый уровень доходности ЭФКО-2 к годовой оферте должен установиться на уровне 10,75-11,0%. На этом уровне бумага будет привлекательна относительно облигаций Балтимор-3, но разместится с оправданным дисконтом к бумагам эмитентов агропромышленного сектора

Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Устойчивая рыночная позиция, как на рынке растительного масла, так и на рынке майонезов и масла
- Хорошо узнаваемые торговые бренды – «Слобода», «Altero» и «Нежка»
- Появление в составе акционеров Эмитента стратегического инвестора (предполагая, что сделка успешно закроется), обладающего большим опытом в производстве и продаже масложировых продуктов по всему миру.

Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Высокая долговая нагрузка эмитента
- Волатильность сырьевого рынка

Профиль Эмитента

ОАО «ЭФКО» (далее «Эфко», «Эмитент» или «Компания») входит в группу компаний «ЭФКО» (далее «Группа»), состоящую из шести функциональных комплексов: аграрно-инвестиционный комплекс, комплекс по заготовке и хранению сельскохозяйственной продукции, производственный комплекс по переработке сельскохозяйственной продукции, комплекс по маркетингу и сбыту, строительный комплекс и комплекс логистики.

ЭФКО-2 '10

Дата размещения	конец января 2006г.
Эмитент	ОАО «ЭФКО»
Поручители	ООО «ЭФКО-Слобода»*, ЗАО «АПИК ЭФКО»
Объем выпуска	1,5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	4 года
Оферта	через 1 год по цене 100% от номинала
Организаторы	ФК «УРАЛСИБ»

* - с 19.12.05 ООО «ЭФКО-Слобода» изменила название на ООО «ЭФКО-Пищевые ингредиенты»

Основные финансовые показатели ЭФКО

млн руб.	2003	2004	6М 2005	9М 2005
Выручка	4 427	4 628	2 841	4 227
EBITDA	502	325	252	368
Норма EBITDA	11,3%	7,0%	8,9%	8,7%
Суммарные активы	3 952	4 805	4 556	5 765
Собств капитал	1 141	1 144	1 168	1 173
Общий долг	2 178	2 746	3 076	3 919
Долг/Капитал	65,6%	70,6%	72,5%	77,0%
Долг/Активы	55,1%	57,2%	67,5%	68,0%
Долг/EBITDA	4,3	8,5	6,1	8,0
EBITDA/Проценты	2,1	1,3	1,3	1,3

Источник: ЭФКО, оценки УРАЛСИБ Эксперт



Стержнем Группы является производственный комплекс, включающий в себя два основных производственных актива: ОАО «ЭФКО» и ООО «ЭФКО-Слобода». ОАО «ЭФКО», расположенное в г. Алексеевка, Белгородской обл., занимается производством подсолнечного рафинированного и нерафинированного масла, майонезов и соусов. ООО «ЭФКО-Слобода» специализируется на производстве специальных жиров и маргаринов. Остальные компании Группы, на наш взгляд, имеют вспомогательную функцию, поддерживая деятельность Эмитента и компании «ЭФКО-Слобода».

Основными видами продукции ЭФКО являются:

Фасованные продукты:

- рафинированное и нерафинированное подсолнечное масло под торговыми марками «Слобода» и «Altero»
- майонезы под торговыми марками «Слобода», «Altero» и «Нежка»
- сливочное масло под торговой маркой «Слобода» и мягкое масло под марками «Altero» и «Нежка»
- соусы под маркой «Altero»

Нефасованные продукты:

Заменители масла какао, кондитерские жиры, заменители молочных жиров и маргарины

Краткое описание Группы

Группа состоит из *шести* функциональных комплексов:

Аграрно-инвестиционный комплекс включает в себя 22 сельскохозяйственных предприятия. Главной целью данного комплекса является обеспечение компаний Группы собственным сырьем.

Комплекс по заготовке и хранению сельскохозяйственной продукции включает в себя 5 элеваторов общей емкостью 383 тыс тонн (в расчете по зерну), расположенных в Белгородской, Воронежской и Ростовской и Саратовской областях. Компании комплекса осуществляют хранение и обработку семян подсолнечника и других сельскохозяйственных культур. Кроме собственных, используются мощности еще 39 элеваторов, также расположенных в этих областях.

Производственный комплекс по переработке сельскохозяйственной продукции включает в себя ОАО «ЭФКО», ООО «ЭФКО-Слобода», а также два молочных завода – ОАО «Содружество» и ОАО «Красногвардейский молочный завод», производящих сухое обезжиренное молоко, сливочное масло и сыры. Как мы отмечали выше, Эмитент входит в данный комплекс и является основным производственным активом Группы.

Следует отдельно отметить рост производственных показателей ЭФКО по основным видам продукции и смещение фокуса компании по предварительным итогам 2005г. Так например, производство фасованного масла выросло на 56,4% до 76,2 млн бутылок, нефасованного – на 9,5% до 11,4 тыс тонн, производство промышленных жиров – на 81,8% до 53,0 тыс тонн, потребительских маргаринов – на 11,0% до 2,8 тыс тонн, производственных маргаринов – на 153% до 9,9 тыс тонн. В то же время производство майонезов сократилось на 7,7% до 45,4 тыс тонн.

Комплекс по маркетингу и сбыту. На сегодняшний день 99 процентов продукции «ЭФКО» реализуется через собственную торговую сеть. Все торговые дома координируются управлением

Стержнем Группы является производственный комплекс, включающий в себя два основных производственных актива – ОАО «ЭФКО» и ООО «ЭФКО-Слобода»

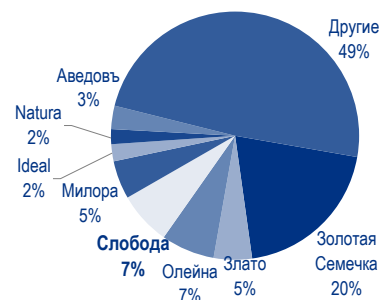
Продукция ЭФКО реализуется под хорошо узнаваемыми торговыми марками – Слобода, Altero и Нежка

Структура выручки группы ЭФКО и ЭФКО-Слобода за 9 мес. 2005г.



Источник: ЭФКО

Структура рынка растительного масла по торговым маркам в России в 2005г.



Источник: ЭФКО



маркетинга и сбыта, расположенным в Москве. Торговая сеть «ЭФКО» состоит из 13 торговых домов и распределительного центра ООО КРЦ «Каскад» и охватывает всю территорию России – от Хабаровска до Санкт-Петербурга, а также Украины.

Комплекс логистики – это собственная транспортная служба, координирующая деятельность автомобильного и железнодорожного транспорта (собственного и привлеченного). Созданная структура комплекса логистики позволяет полностью обеспечивать управление грузопотоками Группы компаний «ЭФКО».

Строительный комплекс позволяет в кратчайшие сроки осуществлять подготовку к пуску новых производственных линий.

Структура собственности Эмитента

В настоящее время мажоритарным акционером ОАО «ЭФКО» является ЗАО «АПИК ЭФКО», которая в свою очередь контролируется группой физических лиц, в том числе представленных в менеджменте Группы.

Сделка с Bunge

Начиная с 2004г., ЭФКО поддерживает партнерские отношения с мировым лидером в сельскохозяйственном секторе и производстве пищевых продуктов компанией Bunge (годовой оборот в 2004г. – 25 млрд долл.) Начавшись как сотрудничество, отношения между компаниями постепенно перерастают в полноценное стратегическое партнерство. В настоящий момент Эфко осуществляет бутилирование всего подсолнечного масла «Олейна», продаваемого Bunge в России (11,6 млн. бут. за 9 месяцев 2005г.), благодаря Bunge Эфко имеет доступ к передовому опыту по производству масложировых продуктов и расширению рынков сбыта.

В октябре 2005г. компаниями было достигнуто соглашение о покупке Bunge 25%-ного пакета акций ОАО «ЭФКО» и 25 % доли в уставном капитале ООО «ЭФКО-Слобода». В декабре ФАС разрешил проведение сделки и ее закрытие ожидается в самое ближайшее время.

Краткие финансовый обзор ОАО «ЭФКО»

В данный момент консолидированная финансовая отчетность группы ограничена отчетом за 2004г., поэтому наш анализ основывался на финансовой отчетности Эмитента – компании ОАО «ЭФКО». Мы отмечаем наличие операций с аффилированными структурами, что снижает качество финансовой отчетности. Однако мы полагаем, что ОАО «ЭФКО» является основным центром консолидации прибыли Группы.

2004: В 2004г. выручка Компании выросла на 4,5% до 4,6 млрд руб. в сравнении с 4,4 млрд руб. в 2003г. Валовая прибыль сократилась с 748 млн руб. до 588 млн руб., а валовая маржа уменьшилась до 12,7% с 16,9% в предыдущем году. Главной причиной падения рентабельности в 2004г. стал рост цен на основное сырье Компании – подсолнечник. В результате, показатель Ebitda (с коррекцией на внереализационные доходы и расходы) в 2004г., упал до 325 млн руб. с 502 млн руб. в 2003г., норма Ebitda также, в свою очередь, составила около 7,0% по сравнению с 11,3% в 2003г.

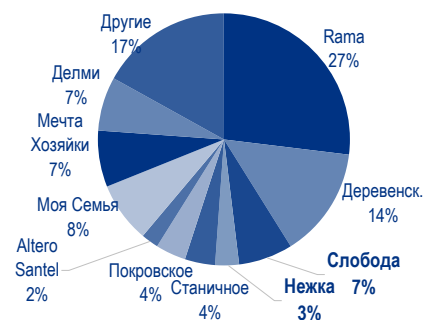
9 месяцев 2005г: Выручка за первые девять месяцев 2005г. выросла почти в 1,5 раза до 4,2 млрд руб. по сравнению с 2,9 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. Тем не менее, высокие цены на сырьё, закупленное осенью 2004г., оказали давление на рентабельность. Показатель Ebitda составил 368 млн руб., а норма Ebitda составила 8,7% – ниже, чем за аналогичный период прошлого года, но демонстрируя улучшение по сравнению с этим показателем

Доли производственных групп по выпуску майонеза в России в 2005г.



Источник: ЭФКО

Доли основных торговых марок на рынке мягкого масла в России в 2005г.



Источник: ЭФКО

После некоторого снижения рентабельности в 2004г., норма Ebitda укрепилась до 8,7% за первые 9 месяцев 2005г.



за полный 2004г. Нас обнадеживает укрепление нормы Ebitda, и мы не исключаем дальнейшего улучшения в IV квартале 2005г. Мы полагаем, что сконцентрированная закупочная политика в этом году и улучшение конъюнктуры рынка сырья создадут предпосылки для улучшения рентабельности Компании во второй половине 2005г. и первой половине 2006г.

Долговая нагрузка

В 2005г. долговая нагрузка Компании увеличилась в результате опережающего роста абсолютного объема долга в сравнении с денежными потоками, и находится на высоком уровне. Так, на конец 2004г. соотношение Долг/Ebitda составило 8,46х по сравнению с 4,3х – в 2003г, хотя более показательным, на наш взгляд, является соотношение Чистый долг/Ebitda, которое составило 7,52х против 4,16х в 2003г. Покрытие процентных расходов заметно ослабло: соотношение Ebitda/процентные расходы составило 1,33х против 2,12х в 2003г.

9 месяцев 2005г: Несмотря на увеличение долга, составившего на конец рассматриваемого периода 3,9 млрд руб., основные кредитные показатели претерпели незначительное изменение благодаря росту денежных потоков: Долг/Ebitda составил 8,0х, Чистый долг/Ebitda – 7,8х, а Ebitda/процентные расходы установился на уровне 1,3х. Высокая долговая нагрузка ЭФКО указывает на необходимость снижения уровня заемных средств, особенно учитывая волатильный характер предложения и цен на сырье.

Совокупный долг в размере 3,9 млрд руб., из которых 63% составили банковские кредиты, 21% – облигационный заем с офертой в марте 2006г., 15% – кредит от Бунге СНГ и оставшаяся незначительная часть – прочие кредиты.

Банковские кредиты предоставлены Внешторгбанком, Сбербанком, Уралсибом, Международным Московским Банком и Номос-Банком, доли которых составили около 40%, 34%, 10%, 9% и 7% от общей суммы банковского долга на конец III квартала 2005г.

График погашения долга имеет концентрацию в 2006г. – на IV квартал 2005г. приходилось около 16% планируемых выплат, 2006г. – 80% (включая погашение облигационного займа), оставшаяся часть – на период после 2006г.

Со слов акционеров, долг, или его часть, от Бунге СНГ может быть перекапитализирован в долю акционерного капитала в рамках текущей транзакции о приобретении доли в ОАО «ЭФКО», в результате чего долговая нагрузка ЭФКО должна снизиться. Мы предостерегаем инвесторов от ошибочного использования данного предположения с целью попытки оценить стоимость ОАО «ЭФКО».

Прайсинг выпуска

На наш взгляд, выпуск ЭФКО-2 можно сравнивать с облигациями компаний пищевой промышленности, например холдинга Балтимор, а также с бумагами агропромышленных компаний, таких как Разгуляй, Русагро и ПАВА, постепенно увеличивающих долю переработанной продукции, нацеленной на конечных потребителей.

Наиболее сопоставимой с Эмитентом компанией, на наш взгляд, является Балтимор, чьи бумаги торгуются на уровне 10,3% к оферте через 10 месяцев. Компании сопоставимы по ряду составляющих кредитного качества. ЭФКО уступает Балтимору по уровню долговой нагрузки и основным кредитным показателям, но по нашему мнению имеет более низкие бизнес-риски благодаря менее интенсивной конкуренции и более высоким барьерам для входа на рынок подсолнечного масла в сравнении с рынком кетчупов. Кроме того, существенным положительным фактором для кредитного качества Эфко является стратегическое партнерство с Bunge и вход

По результатам 9 месяцев 2005г. Долг/Ebitda и Ebitda/процентные расходы составили 8,0х и 1,3 соответственно.

ЭФКО в сравнении с компаниями отрасли

млн руб. (РСБУ)	ЭФКО (9М 2005)	Балтимор (9М 2005)	Разгуляй* (2004)	Русагро (2004)	ПАВА (9М 2005)
Выручка	4 227	2 402	20 198	22 253	1 192
EBITDA	368,1	205,6	1 691,0	н.д.	н.д.
EBIT	322,7	132,0	1 357,0	3 535,0	33,0
Норма EBITDA	8,7%	8,6%	8,4%	н.д.	н.д.
Норма EBIT	7,6%	5,5%	6,7%	15,9%	2,8%
Суммарные активы	5 765	2 746	11 111	15 805	984
Собств капитал	1 173	486	7 251	8 220	464
Общий долг	3 919	1 568	2 511	5 857	461
Долг/Капитал	0,8	0,8	0,3	0,4	0,5
Долг/Активы	68,0%	57,1%	22,6%	37,1%	46,8%
Долг/EBITDA	8,0	5,7	1,5	н.д.	н.д.
Долг/EBIT	9,1	8,9	1,9	1,7	14,0
EBITDA/Проценты	1,3	2,7	2,8	н.д.	н.д.
EBIT/Проценты	1,2	1,8	2,2	6,0	1,1

Источники: данные компаний, оценки УРАЛСИБ Кэпитал

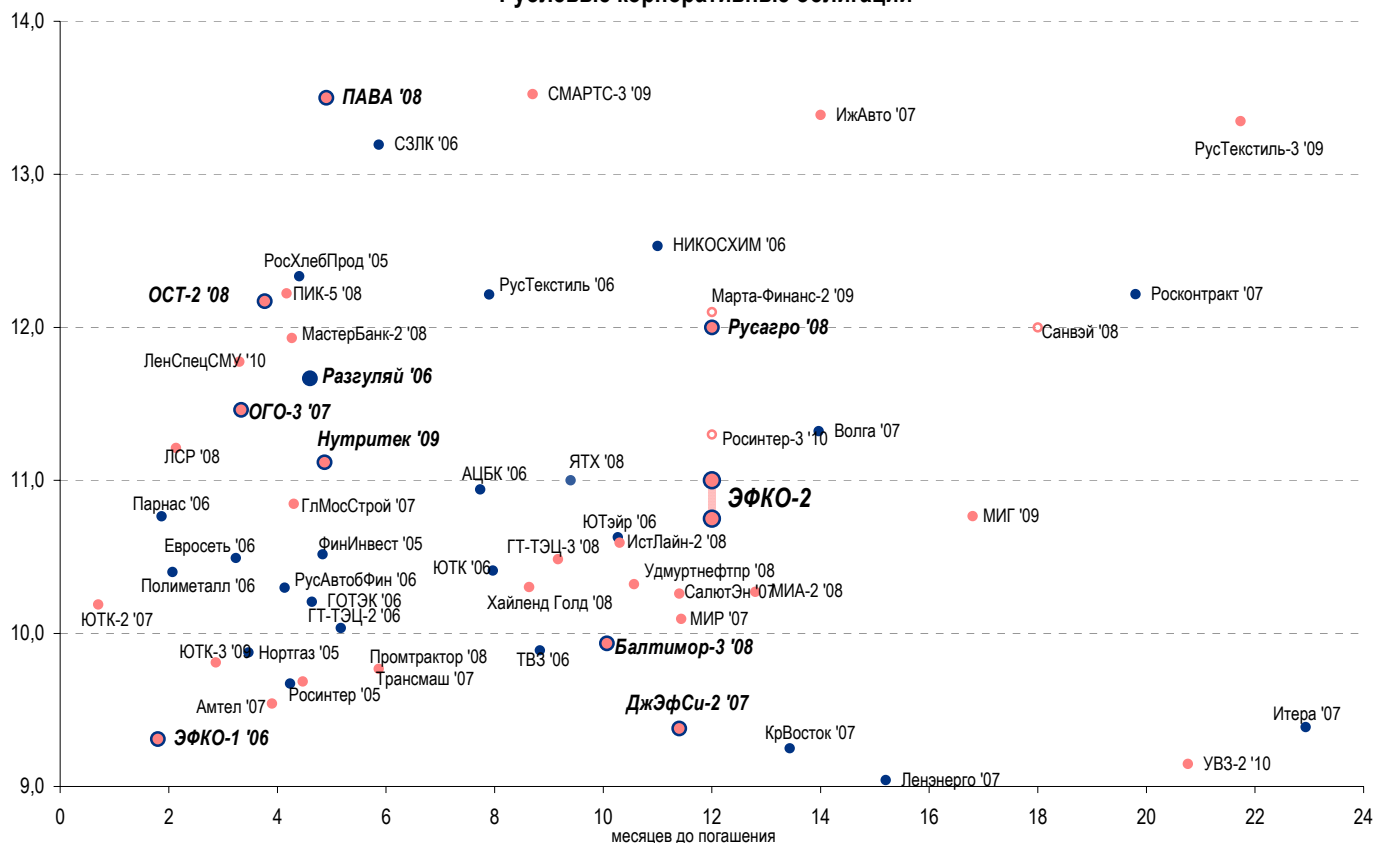
*Финансовая отчетность по МСФО

Мы оцениваем справедливую доходность планируемого облигационного выпуска на уровне 10,75 -11,0% к годовой оферте



последней в капитал Эмитента. Мы считаем, что справедливый уровень доходности ЭФКО-2 к годовой ofercie должен установиться на уровне 10,75%-11,0%, на котором бумага будет привлекательна относительно облигаций Балтимор-3, но разместится с оправданным дисконтом к бумагам вышеупомянутых эмитентов агропромышленного сектора.

Рублевые корпоративные облигации





Бизнес-блок операций с долговыми инструментами

Руководитель бизнес-блока

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@uralsib.ru

Управление рынков долгового капитала

Руководитель управления

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@uralsib.ru

Дарья Солюшкина, ст. специалист, son_da@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Петру Вадува, vad_pe@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормищikov, аналитик, kor_an@uralsib.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk_mr@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@uralsib.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/ПереводМарк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@uralsib.ruКристофер Роуз, редактор (англ. яз.),
ros_ch@uralsib.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@uralsib.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005