

### КОМПАНИЯ РАЗМЕЩАЕТ БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

#### Объем выпуска – 5 млрд руб.

**Возвращение на первичный рынок облигаций.** В настоящее время формируется книга заявок на приобретение биржевых облигаций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания» (ВБД) серии БО-06 объемом 5 млрд руб. Книга будет закрыта 25 июня, а техническое размещение облигаций на ММВБ состоится 1 июля. По выпуску, который будет торговаться к погашению через три года, предусмотрен полугодовой купон. Сейчас в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций ВБД общим объемом 8 млрд руб. Выпуск ВБД-2 (3 млрд руб.) погашается в декабре, а по выпуску ВБД-3 (5 млрд руб.) в сентябре наступает оферта. Таким образом, средства, привлеченные в результате размещения нового выпуска, частично будут использованы для погашения находящихся в обращении облигаций. Кроме того, принимая во внимание, что практически весь долг ВБД подлежит погашению в течение 2010–2011 гг., компания может не ограничиться одним займом и, если условия на рынке облигаций будут благоприятны, предложить инвесторам оставшиеся выпуски из зарегистрированной программы на 30 млрд руб.

**Менеджмент – основной собственник ВБД и пока планирует им оставаться.** На конец I квартала в руках менеджмента было сосредоточено 49% акций ВБД, 43% принадлежат менеджменту напрямую, а еще 6% – в виде опционной программы по обратному выкупу. В свободном обращении находятся 32,6% акций компании, а оставшиеся 18,4% принадлежат одному из лидеров европейского рынка молочных продуктов – Danone, что дает последнему право на присутствие в совете директоров ВБД (один представитель). После объявления в прошедшую пятницу об объединении молочных бизнесов Danone и Юнимила в России и СНГ, появились слухи, что Danone может продать свою долю в ВБД. Пока Danone лишь сделала заявление, что решение о дальнейшей судьбе принадлежащего ей пакета будет принято в течение нескольких недель или месяцев, однако продажа акций выглядит логичной, поскольку Danone и ВБД, по сути, конкуренты. Тем не менее акционеры ВБД уже заявили о готовности выкупить этот пакет у Danone в случае, если Danone примет решение о его продаже. Таким образом, появление нового крупного акционера у ВБД маловероятно, возможен вариант, что просто увеличится количество акций в свободном обращении.

**ВБД – лидер рынка в молочном сегменте, но в перспективе может быть потеснен объединенным бизнесом Danone и Юнимилк.** ВБД – один из крупнейших производителей продуктов питания в России, осуществляет деятельность в трех сегментах: «Молоко», «Детское питание» и «Напитки». При этом в первых двух сегментах компания, по ее собственным оценкам, является безусловным лидером, занимая 28,3% рынка молочных продуктов

#### Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»
Кредитный рейтинг	ВВ-/ВаЗNR
Серия облигаций	БО-06
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	1 июля 2010 г.
Дата погашения	27 июня 2013 г.
Купон	полугодовой
Оферта	нет
Закрытие книги заявок	25 июня 2010 г.
Ориентир по ставке купона	8,0-8,5% (УТМ8,16-8,68%)

#### Компания поддерживает умеренную долговую нагрузку

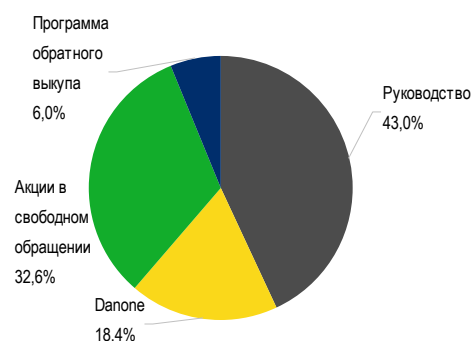
Основные финансовые показатели ВБД по МСФО, млн долл.

	2008	2009	3М10
Выручка	2 824	2 181	615
ЕБИТДА	361	307	74
Чистая прибыль	102	117	34
Совокупный долг	650	499	485
Краткосрочный долг	234	213	201
Денежные средства	277	249	206
Чистый долг	401	246	279
Собственный капитал	644	703	736
Активы	1 577	1 489	1 546
<i>Коэффициенты</i>			
Норма ЕБИТДА, %	12,8	14,1	11,9
ЕБИТДА/Проц. расходы	3,6	7,1	37,1
Долг/ЕБИТДА	1,8	1,6	1,6
Чистый долг/ЕБИТДА	1,1	0,8	0,9
Долг/Собств. капитал	1,0	0,7	0,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

#### Крупный акционер в лице Danone

Структура собственности ВБД



Источники: ВБД

и 26,3% рынка детского питания. С долей рынка 21,3% в сегменте соков ВБД уступает PepsiCo (31,9%) и немного опережает Coca-Cola (19,3%). При этом молочный сегмент является для компании ключевым, на протяжении последних лет его вклад в общую выручку ВБД составляет порядка 70%. По оценкам Danone, после объединения с Юнимилк новая компания сможет потеснить ВБД с позиции лидера по стоимости продаваемых молочных продуктов (объединенные продажи сливающихся бизнесов составили в 2009 г. около 1,85 млрд долл. против продаж в размере 1,53 млрд долл. у ВБД) и вплотную приблизиться к ВБД по объему в натуральном выражении (в 2009 г. молочные бизнесы Danone и Юнимилк занимали по объему 21,3% рынка против 22,1% у ВБД). Таким образом, новость об объединении является для ВБД негативной: компания получит сильного конкурента на рынке молочных продуктов, что ограничит ее способность влиять на ценообразование в этом ключевом для нее бизнес-сегменте.

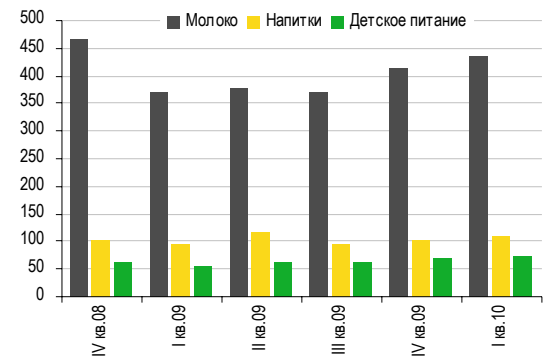
В то же время ВБД постепенно повышает диверсификацию своего бизнеса, стараясь развивать остальные направления. Так, доля сегмента детского питания (сегмент с самой высокой валовой рентабельностью – 47,6% по итогам I квартала против 42,5% в сегменте напитков и 21,1% в сегменте молока) в выручке ВБД возросла с 9% в 2008 г. до 11,2% в 2009 г. и продолжает увеличиваться, составив 11,7% в I квартале 2010 г. Важно отметить, что со стороны Danone в объединенную с Юнимилк компанию войдет только молочный бизнес, а бизнес по производству детского питания Danone полностью оставит за собой, таким образом, лидирующие позиции ВБД в этом сегменте останутся неизменными.

**Долговая нагрузка умеренная, размещаемый выпуск окажет незначительное влияние на ее уровень.** Исторически ВБД отличался взвешенной финансовой политикой. В течение последних лет компания удерживала коэффициент Долг/ЕБИТДА ниже 2, сохраняя объем денежных средств на балансе достаточным для покрытия краткосрочного долга. На конец I квартала размер краткосрочного долга ВБД составлял 201 млн долл., из которых 185 млн долл. пришлось на два выпуска рублевых облигаций ВБД-2 и ВБД-3, первый из которых погашается в декабре, а по второму предстоит исполнить оферту в сентябре нынешнего года. Фактически, размещаемый выпуск пойдет на замену тому, что будет погашен в этом году, что окажет незначительное влияние на уровень долговой нагрузки ВБД. Имеющиеся у компании денежные средства превышают размер краткосрочного долга, а для финансирования инвестиционной программы (в 2010 г. она не превысит 200 млн долл.) ВБД традиционно хватает получаемой ЕБИТДА (74 млн долл. за I квартал). Таким образом, на первый взгляд у компании нет необходимости размещать новые облигации. Однако в связи с возможной продажей Danone своего пакета акций ВБД, на наш взгляд, компания будет аккумулировать средства для его покупки.

Текущая стоимость 18,4% акций составляет около 630 млн долл. Покупка целого пакета увеличила бы показатель Долг/ЕБИТДА до 3,7 при текущем уровне ЕБИТДА, однако мы сомневаемся, что компания пойдет на более чем двукратное увеличение долговой нагрузки. Часть этого пакета теоретически могли бы выкупить действующие акционеры компании за счет собственных средств. В то же время в 2011 г. компании предстоит погасить синдицированный кредит на 250 млн долл., и, если ликвидность на рублевом долговом рынке будет оставаться избыточной, не исключено, что ВБД рефинансирует его за счет выпуска облигаций. Напомним, что у компании зарегистрирована программа биржевых облигаций общим объемом 30 млрд руб. Такое замещение было бы позитивным с точки зрения приведения в соответствие валют-

### Молочный сегмент является ключевым, но значение сегмента детского питания растет

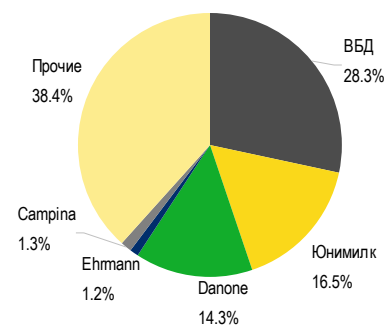
Структура выручки ВБД по сегментам бизнеса



Источники: ВБД

### ВБД – уверенный лидер рынка молочных продуктов, но Danone и Юнимилк его потеснят после объединения бизнесов

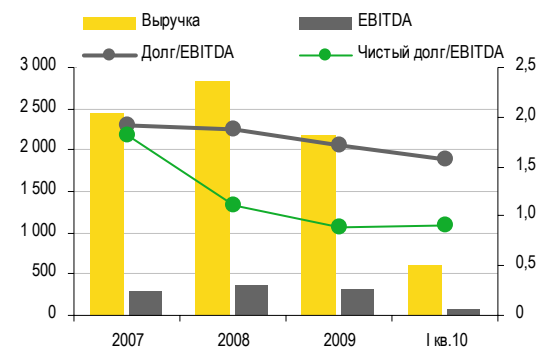
Структура российского рынка молочных продуктов



Источники: ВБД

### Долгая нагрузка умеренная

Динамика выручки, ЕБИТДА и долговой нагрузки ВБД



Источники: ВБД, оценка УРАЛСИБа

ной структуры выручки и обязательств (выручка компании номинирована в рублях), однако оно окажет давление на находящиеся в обращении выпуски облигаций ВБД.

**Выпуск привлекателен ближе к середине объявленного диапазона по доходности.** Пищевой сектор слабо представлен на рынке облигаций. Помимо малоликвидных и коротких выпусков ВБД-2 и ВБД-3 из этого сектора в обращении находится только такой же низколиквидный и короткий выпуск Черкизово-1, большая часть которого была выкуплена компанией по оферте в прошлом году. Таким образом, на рынке сложно найти подходящий ориентир для оценки справедливой доходности по размещаемому выпуску. Для целей оценки мы отобрали ряд компаний с близкими кредитными рейтингами, облигации которых обладают высокой ликвидностью (ММК, Северсталь, Акрон) либо размещаются в настоящее время (ОГК-5, АЛРОСА). Как видно из представленной ниже таблицы, ВБД сопоставим по объему выручки с АЛРОСА, превосходит ОГК-5 и Акрон, но уступает более чем вдвое ММК и Северстали. Принимая во внимание более слабый финансовый профиль Акрона и АЛРОСА, премия последних к ВБД вполне обоснованна. В то же время более высокий коэффициент Долг/ЕБИТДА у ОГК-5 компенсируется большим размером его активов, что приводит нас к мысли, что ВБД и ОГК-5 должны торговаться примерно на одном уровне. Премия ВБД к металлургам сомнения не вызывает, особенно учитывая восстановление операционных и финансовых показателей последних, которое началось ближе к концу 2009 г.

### Премия к металлургическим компаниям обусловлена разницей в масштабах деятельности

Основные финансовые показатели компаний за 2009 г., млн долл.

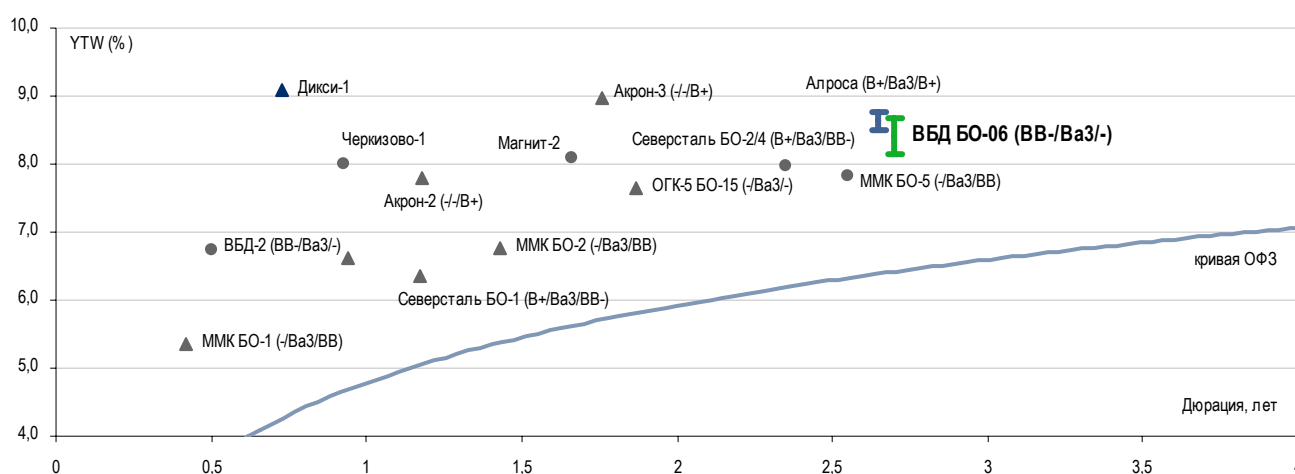
	ВБД (ВВ-/Ва3/-)	ОГК-5 (-/Ва3/-)	Алроса (В+/Ва3/В+)	Акрон (-/В+)	Северсталь (В+/Ва3/ВВ-)	ММК (-/Ва3/ВВ)
Выручка	2 181	1 369	2 454	1 183	13 054	5 081
ЕБИТДА	307	244	564	213	812	1 140
Чистый долг	246	576	3 732	821	4 373	1 909
Активы	1 489	3 034	7 812	2 828	19 644	14 833
Норма ЕБИТДА (%)	14,1	17,8	23,0	18,0	6,2	22,4
Чистый долг/ЕБИТДА	0,9	2,4	6,3	3,9	5,4	1,7
ЕБИТДА/Проц. расходы	7,1	9,7	0,9	18,6	1,4	11,9

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Предложенный ВБД ориентир по доходности (8,16–8,68%) по нижней границе предлагает премию порядка 10 б.п. к кривой ММК, что мы считаем недостаточным. В то же время выпуск ОГК-5 БО-15 был размещен с премией в 35 б.п. к этой же кривой. Если исходить из нашего предположения об отсутствии спреда между выпусками ОГК-5 и ВБД, то справедливым мы считаем уровень ближе к середине указанного диапазона по доходности, то есть выпуск, на наш взгляд, становится привлекательным с купоном 8,2% и выше.

### Выпуск привлекателен ближе к середине объявленного ориентира по доходности

Рублевые облигации близких по рейтингу к ВБД компаний (котировки действительны на 21 июня 2010 г.)



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggjac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикина, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

## Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010