

ВОЗВРАЩЕНИЕ НА ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ПОСЛЕ НЕДОЛГОГО ПЕРЕРЫВА

Компания размещает биржевые облигации на 14 млрд руб.

Попытка успеть занять под низкие ставки? На прошлой неделе Вимм-Билль-Данн (ВБД) открыл книгу заявок на размещение четырех выпусков биржевых облигаций общим объемом 14 млрд руб. (около 452 млн долл.). Сбор заявок продлится до 13 октября, а техническое размещение на ММВБ запланировано на 15 октября. Последний раз эмитент выходил на первичный рынок облигаций в июле и благодаря высокому спросу привлек с рынка 10 млрд руб. (около 330 млн долл.) против изначально планировавшихся 5 млрд руб. После этого у компании оставались зарегистрированы выпуски на 20 млрд руб., большую часть из которых эмитент в настоящее время и предлагает рынку. Как пояснила нам компания, размещение рублевых облигаций является для нее одним из приоритетных инструментов рефинансирования текущей задолженности. По нашим сведениям, крупные погашения долга ожидают ВБД только в марте будущего года, когда компании предстоит рассчитаться по синдицированному кредиту на 250 млн долл. Таким образом, мы не исключаем, что ВБД решил привлечь средства для рефинансирования кредита заранее, пока у него есть возможность осуществлять необеспеченные заимствования по относительно невысоким ставкам. Нарастающее инфляционное давление в экономике все чаще наводит участников рынка на мысль о неизбежности повышения ключевых ставок в конце этого – начале следующего года, а растущий навес первичного предложения на рынке облигаций подталкивает инвесторов к тому, чтобы требовать премию при размещении.

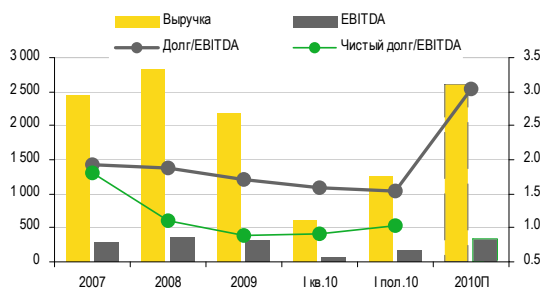
События после последней отчетной даты. Наш обзор последних объявленных компанией результатов по МСФО (за I полугодие) был представлен в специальном комментарии от 2 сентября. Что касается акционерной структуры компании, то на 24 августа в руках менеджмента было сосредоточено 48,9% акций ВБД: 42,8% принадлежат менеджменту напрямую, а еще 6,1% – в виде опционной программы. В свободном обращении находятся 32,7% акций компании, а оставшиеся 18,4% принадлежат Danone. В середине августа ВБД достиг с последним соглашением о выкупе принадлежащих ему акций за 470 млн долл., заявив, что покупка будет профинансирована за счет собственных средств. Предварительно компания заняла на долгом рынке около 330 млн долл., что в совокупности с имеющимися у нее на конец I полугодия денежными средствами являлось достаточным для покупки. Кроме того, в сентябре ВБД исполнил offerту по выпуску облигаций ВБД-3, выкупив с рынка бумаги на сумму около 70 млн долл. (из находящихся в обращении 100 млн долл.). Информации о прочих произведенных компанией заимствованиях либо планирующихся крупных приобретениях в открытых источниках мы не встречали.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты Питания"
Кредитный рейтинг	ВВ-/ВаЗ/NR
Серия облигаций	ВВ-01, 02, 03, 08
Общий объем	14 млрд руб.
Дата размещения	15 октября 2010 г.
Срок обращения	три года
Купон	полугодовой
Оферта	два года
Закрытие книги заявок	13 октября 2010 г.
Листинг на ММВБ	A1 (ожидается)
Ориентир по ставке купона	7,50-7,75% (УТР7,64-7,90%)

Ожидается рост долговой нагрузки по итогам текущего года

Динамика показателей выручки, EBITDA и долговой нагрузки ВБД



Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает биржевые облигации на 14 млрд руб.

Долговая нагрузка удвоится к концу года, но в среднесрочной перспективе, по нашим оценкам, останется умеренной.

На 30 июня 2010 г. объем краткосрочного долга ВБД составлял 444 млн долл., из которых 250 млн долл. приходилось на синдицированный кредит с погашением в марте 2011 г., а остальное, по нашим оценкам, составляла задолженность по выпускам рублевых облигаций ВБД-2 и ВБД-3. Таким образом, до конца года компании предстоит погасить только выпуск ВБД-2 на 3 млрд руб. (около 98 млн долл.). В связи с этим для нас остается загадкой, зачем компания занимает столь большую сумму, поскольку, по нашим прогнозам, во II полугодии она сумеет заработать порядка 180 млн долл. на уровне EBITDA при сопоставимых либо несколько меньших капитальных затратах. Объяснением может служить желание ВБД заблаговременно решить вопрос с рефинансированием синдицированного кредита за счет необеспеченного долга, пока в экономике не началось повышение ставок. Из-за того что во II полугодии компания займет на рынке облигаций около 782 млн долл., объем ее совокупного долга на конец 2010 г., по нашим оценкам, достигнет 1,03 млрд долл., что при прогнозируемом нами уровне EBITDA во II полугодии увеличит ее долговую нагрузку в терминах Долг/EBITDA до 3,0 против 1,5 на середину года. Однако после погашения синдицированного кредита этот показатель снизится до умеренного уровня 2,3, а срочная структура долга станет исключительно благоприятной при доле долгосрочной задолженности близкой к 100% (на 30 июня 2010 г. – 7%).

На конец 2010 г. долговая нагрузка удвоится по сравнению с уровнем I полугодия 2010 г.

Основные финансовые показатели ВБД по МСФО, млн долл.						
	2008	2009	3М10	6М10	Изм. за год, %	2010П
Выручка	2 824	2 181	615	1 255	17,1	2 610
ЕБИТДА	361	307	74	160	0,9	340
Чистая прибыль	102	117	34	70	7,1	
					Изм. за квартал, %	
Совокупный долг	650	499	485	476	(1,9)	1 032
Краткосрочный долг	234	213	201	444	121,4	250
Денежные средства	277	249	206	156	(24,0)	
Чистый долг	401	246	279	319	14,4	
Собственный капитал	644	703	736	686	(6,8)	
Активы	1 577	1 489	1 546	1 476	(4,5)	
Коэффициенты						
Норма EBITDA, %	12,8	14,1	11,9	12,7		13,0
EBITDA/Проц. расходы	3,6	7,1	37,1	13,2		
Долг/EBITDA	1,8	1,6	1,6	1,5		3,0
Чистый долг/EBITDA	1,1	0,8	0,9	1,0		
Долг/Собств. капитал	1,0	0,7	0,7	0,7		

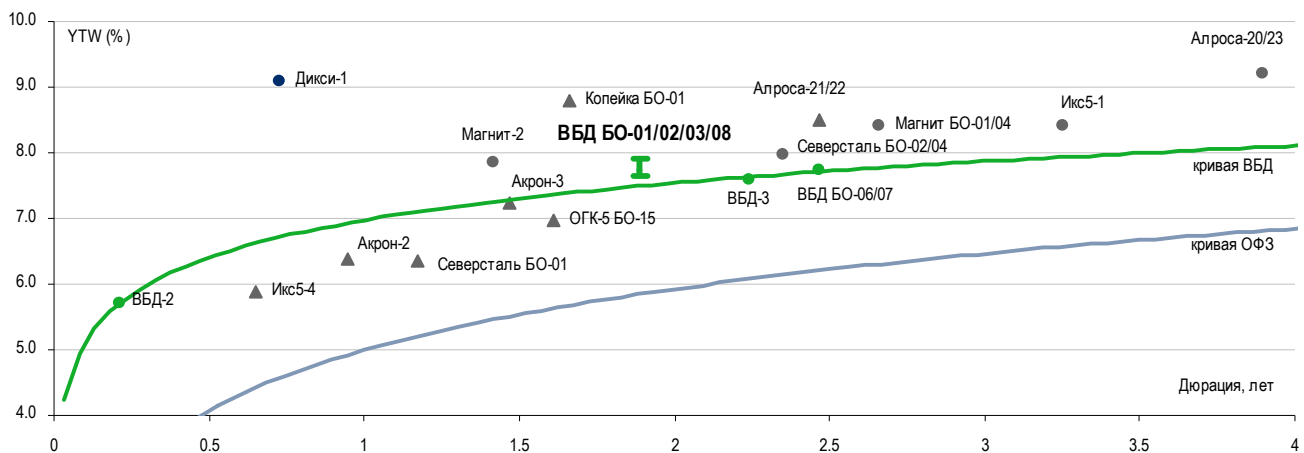
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуск привлекателен ближе к середине ориентира по доходности, премия ко вторичному рынку оправдана.

Компания выставила по размещаемым облигациям двухлетние оферты (дюрация – 1,9 года), чтобы, на наш взгляд, иметь возможность занять не дороже (по ставкам купонов), чем по остальным выпускам. Наличие премии ко вторичному рынку мы считаем оправданным, поскольку ВБД постепенно наращивает долговую нагрузку, а с размещением новых выпусков объем ее облигаций в обращении увеличится вдвое. Размер данной премии мы оцениваем в 25–35 б.п. Предложенный эмитентом ориентир по доходности (7,64–7,90%) по нижней границе предполагает премию порядка 14 б.п. к кривой ВБД. Таким образом, размещение выглядит интересным ближе к середине объявленного диапазона по доходности.

Выпуск привлекателен ближе к середине

Рублевые облигации близких по рейтингу к ВБД компаний (котировки действительны на 4 октября 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, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovav@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

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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