

Кредитный профиль эмитента

ВТК: все только начинается

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Основные события

- ВТК – молодой текстильный холдинг, который существует чуть больше года. В 2007 г. ВТК сделала значительный шаг в сторону укрепления позиций на рынке текстильной продукции.
- Запуск в эксплуатацию фабрики по отделке широких тканей (до 240 мм) позволит ВТК начать выпуск бесшовного белья, соответствующего европейским стандартам качества.
- На базе приобретенных в 2007 г. году фабрик Jitka, Тейковской, Людиновской и «Рассвет» было завершено формирование дивизиона «Спецодежда».
- На основе приобретенных активов ОАО «Кузнецкобувь» ВТК был создан пилотный проект «Обувь», который займется выпуском обуви сегмента «масс-маркет», а также производством специальной обуви в рамках поддержки маркетинговой программы дивизиона «Спецодежда».
- В прошлом году ВТК начала развивать собственную мультиформатную розничную сеть.
- В целях повышения комфорта держателей бондов ВТК, компания приняла решение выставить дополнительную оферту, содержащую ковенанты по вырубке, прибыли и соотношению СК/Долг.

Финансовые показатели: результаты за 9 месяцев и оценка на 2007 год

- Выручка компании ВТК по итогам 9 месяцев 2007 г. составила \$ 74.7 млн. Рост по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. составил 22 %. По итогам 2007 г. выручка ожидается на уровне \$ 125 млн.
- Показатель EBITDA год к году увеличился на 174 % и составил \$ 16 млн. Совокупный размер EBITDA в 2007 г. составит \$ 23 млн.
- Рентабельность EBITDA за 9 месяцев достигла 15 %, по итогам 2007 г. ВТК ждет рентабельности на уровне 18.3 %.
- Совокупный долг ВТК вырос на 46 %, достигнув \$ 75.7 млн на конец 3-го квартала.
- Показатель Долг/EBITDA существенно сократился по сравнению с 2006 г. – 3.3X по итогам 9 месяцев 2007 г. и 4.1X в 2007 г.

Профиль эмитента

ОАО «ВТК» было образовано в прошлом году в результате слияния текстильных активов группы «Савва»: Чебоксарского хлопчатобумажного комбината и Чебоксарской трикотажной фабрики. На сегодняшний день ВТК представляют уже 7 предприятий легкой промышленности, расположенных в Чувашской республике, Ивановской, Калужской и Пензенской областях. Можно выделить три основных сегмента бизнеса компании:

- Сегмент «Домашний текстиль» занимается производством комплектов постельного белья, а также пряжи и тканей. Торговая марка «Хлопковый рай» хорошо известна на рынке постельного белья. В 2007 г. компания произвела 2.5 млн постельных комплектов. В следующем году ВТК планирует производить более 2 тыс. погонных метров набивных тканей, или 290 тыс. комплектов ежемесячно, годовой план на 2008 год составляет более 4 млн комплектов постельного белья. Выручка дивизиона «Домашний текстиль» ожидается на уровне \$ 75 млн.
- Сегмент «Одежда» производит чулочно-носочные и трикотажные изделия. По оценкам компании, ВТК занимает 3 % на рынке хлопчатобумажного трикотажа в России. В результате проходящей в настоящий момент модернизации ключевого предприятия дивизиона – Чебоксарского трикотажа – производственные мощности фабрики будут обновлены на 70 %. К 2010 г. ВТК планирует выйти на объем производства в 70 млн изделий в год.
- Сегмент «Спецодежда». Компания давно была представлена в сегменте спецодежды, однако до начала 2007 г. ВТК выступала лишь трейдером. В прошлом году большую часть выручки сегмента компания получила в виде комиссий – ВТК работала по давальческой схеме, занимаясь пошивом спецодежды из давальческого сырья заказчиков. В прошлом году компания завершила консолидацию предприятий дивизиона на базе ООО «ВТК-Работекс». Приобретение чешской фабрики Jitka позволит компании наладить собственное производство, которое будет включать не только пошив одежды, но и выпуск спецтканей. По итогам 2007 г. выручка дивизиона «Спецодежда» составит около \$ 24 млн.

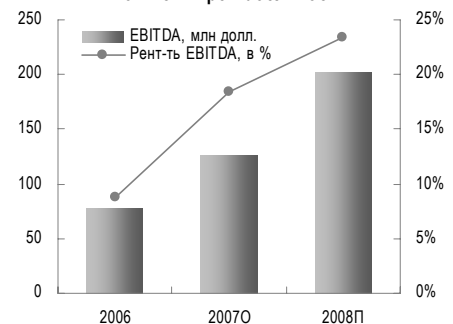
Плюсы

- Высокая рентабельность по сравнению с конкурентами
- Запуск фабрики по отделке широких тканей позволит компании занять нишу в сегменте качественного постельного белья
- Модернизация оборудования даст компании возможность повысить рентабельность
- Хорошая узнаваемость и высокие объемы продаж продукции под ключевым брэндом ВТК – «Хлопковый рай»

Минусы

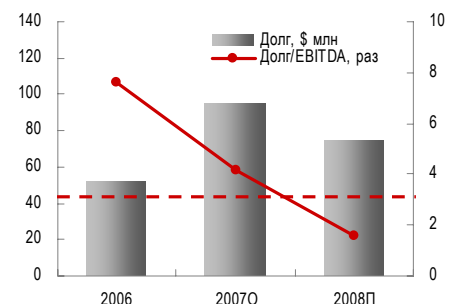
- Негативный имидж текстильной отрасли
- Высокая долговая нагрузка
- Отсутствие аудированной отчетности по МСФО
- Большое число реализуемых капиталоемких проектов в условиях растущего спроса на деньги

Модернизация позволит ВТК повысить рентабельность



Источник: данные компании

Предельное значение показателя Долг/EBITDA находится на уровне 3.5X



Источник: данные компании

Планы и инвестиции

Совокупная инвестиционная программа ВТК на 2006-2010 гг. составляет 5 млрд руб. (~\$ 200 млн). Эта сумма включает средства, необходимые ВТК для масштабной модернизации своих и вновь приобретенных производственных мощностей, а также дальнейшей реализации сделок на рынке M&A. Несмотря на довольно объемную инвестпрограмму, ВТК поставила перед собой планку – показатель Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2008 г. не должен превысить 3.3X, что примерно соответствует значению Долг/ЕБИТДА не выше 3.5X.

Мы также представляем вашему вниманию основные прогнозы и ожидания ВТК в разрезе по отраслям.

Домашний текстиль

Со следующего года ВТК начинает производство махровых полотенец, которые будут выпускаться во всех трех ценовых сегментах и, соответственно, под тремя марками ВТК.

Запуск в эксплуатацию фабрики по отделке широких тканей (до 240 мм) позволит ВТК начать выпуск бесшовного белья, соответствующего европейским стандартам качества. Пока осуществлен запуск лишь одного швейного комплекса, запуск второго планируется осуществить к концу 2009 г.

С помощью запуска новой торговой марки постельного белья **Cotton blue** ВТК планирует в следующем году попробовать себя в ценовом сегменте «комфорт». Компанией уже разработан модельный ряд, дизайн и упаковка нового класса постельного белья, которое будет производиться преимущественно из высококачественного сатина и жаккарда.

Запуск торговой марки **«Ассоль»** призван заменить марку «Хлопковый рай» в нижнем ценовом сегменте, поскольку репутация **«Хлопкового рая»** соответствует более высокому среднеценовому сегменту.

Таким образом, помимо среднеценового сегмента, в котором присутствует бренд ВТК «Хлопковый рай», ВТК планирует занять ниши нижнего ценового, а также заявить о себе в сегменте «комфорт». В целом к 2010 г. компания планирует выйти на производственную мощность 10 млн комплектов в год.

Спецодежда

В 2007 г. ОАО «ВТК» приобрело производственные мощности и технологии чешской компании **Jitka**. По состоянию на текущий момент оборудование уже смонтировано на производственной площадке ОАО «ЧХБК». Запуск оборудования намечен на февраль 2008 г., проектная мощность – 1 млн погонных метров спецтканей в месяц. Помимо производства спецодежды на основе собственных спецтканей ВТК планирует продолжить сотрудничество на давальческой основе с крупными заказчиками рынка спецодежды – компаниями «ТРАКТ» и «Восток-сервис».

В начале этого года станут известны результаты тендеров по поставке спецодежды для ФСБ, МЧС, МВД, РЖД. Общий объем заказов, который ВТК планирует получить от данных ведомств на 1-е полугодие 2008 г., составляет 470 млн руб.

По прогнозам компании, к 2010 г. выпуск сегмента «Спецодежда» будет составлять 1800 тыс. костюмов в год. К 2012 г. ВТК рассчитывает занять не менее 15 % российского рынка спецодежды.

В 2008 г. компания планирует обеспечить \$ 48 млн выручки в данном сегменте.

Обувь

На базе приобретенных активов ОАО «Кузнецкобувь» ВТК был создан пилотный проект «Обувь», который займется выпуском обуви сегмента «масс-маркет», а также производством специальной обуви в рамках поддержки маркетинговой программы дивизиона «Спецодежда». Планируемый объем продаж подразделения в 2008 г. прогнозируется на уровне 1 млрд руб. Поскольку компания пока не включена в контур консолидации ОАО «ВТК», показатели дивизиона не входят в консолидированные прогнозы ВТК на 2007-2008 гг.

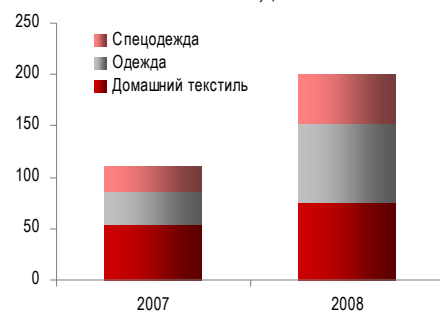
Собственная розничная сеть

В 2007 г. ВТК начала развивать собственную мультиформатную розничную сеть – к концу года число магазинов ВТК достигло 20. В этом году компания планирует открыть 150 магазинов, которые будут торговать продукцией ВТК.

Нанотехнологии

Помимо производства существующей номенклатуры тканей ВТК в настоящий момент занимается разработкой новых видов бельевых и одежных тканей. Использование таких тканей позволит компании выпускать ткани с высокими гигиеническими и эстетическими свойствами, как для спецодежды, так и для домашнего текстиля.

Разбивка выручки по направлениям в 2007-2008гг., \$ млн



Источник: данные компании

Разбивка ЕБИТДА по направлениям в 2007-2008гг., \$ млн



Источник: данные компании

Основные финансовые показатели ВТК, \$ млн.

Показатель	2006	9М 2007	2007О	2008П
Выручка	78.0	74.7	118.6	201.1
ЕБИТДА	6.8	16.0	23.0	46.9
ЕБИТ	3.8	13.0	19.1	40.8
Активы	162.3	261.1	306.7	307.4
Долг	51.8	75.7	94.9	74.6
СК	99.9	167.5	239.4	181.5
Рент-ть ЕБИТДА	8.7%	21.5%	18.3%	23.3%
Рент-ть ЕБИТ	4.8%	17.4%	15.2%	20.3%
Долг/Выручка*	66.3%	60.4%	80.0%	37.1%
Долг/ЕБИТДА*	7.6	3.3	4.1	1.6
Долг/ЕБИТ*	13.8	4.0	5.0	1.8
ЕБИТДА/Проценты	2.7	4.0	3.0	4.9
ЕБИТ/Проценты	1.5	3.2	2.5	4.3
Долг/Активы	31.9%	29.0%	30.9%	24.3%
Долг/СК	0.5	0.5	0.4	0.4

* в годовом выражении

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели

Выручка компании ВТК по итогам 9 месяцев 2007 г. составила \$ 74.7 млн. Рост по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. составил 22 %. Всего в 2007 г. по оценке ВТК выручка холдинга составит \$ 119 млн.

Существенный прирост показателя в последнем квартале в основном обусловлен сезонностью, запуском производства бесшовных комплектов постельного белья и отказом от давальческой схемы в сегменте «Спецодежды».

Показатель ЕБИТДА год к году увеличился на 174 % и достиг \$ 16 млн по итогам 9 месяцев. Рост показателя был обусловлен плановым органическим ростом в результате запуска в эксплуатацию модернизированного оборудования, а также благодаря приобретению и запуску новых мощностей. Рентабельность ЕБИТДА по итогам 9 месяцев 2007 г. составила 21.5 %, в 2007 г. ВТК ждет рентабельности на уровне 18.3 %.

За год объем активов ВТК увеличится на 88 % благодаря покупке новых предприятий и переоценке модернизированных мощностей. Объем основных средств, находящихся в залоге, на сегодняшний день не превышает 51 % от совокупных активов компании. При этом в залоге находится лишь 61 % основных производственных активов – ЧТФ и ХБК.

Совокупный долг ВТК вырос на 46 %, достигнув \$ 75.7 млн на конец 3-го квартала. К концу года долг увеличится и составит \$ 94.9 млн. Показатель Долг/ЕБИТДА существенно сократился, правда, все еще находится выше обещаний эмитента (Чистый долг/ЕБИТДА не более 3.3X) – 3.3X по итогам 9 месяцев 2007 г. и 4.1X в 2007 г.

По состоянию на конец сентября объем денежных средств на балансе ВТК составлял 250 млн руб. (около \$ 10 млн). Столь большой объем денежных средств обусловлен использованием аккредитивной схемы для модернизации трикотажного оборудования. Как только оборудование будет поставлено, данная сумма будет списана и перейдет в графу необоротных средств.

Кредитный портфель по состоянию на 21 декабря 2007 г.

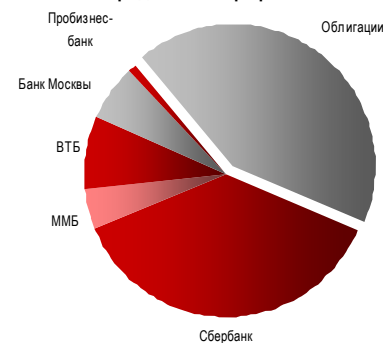
Наибольшую долю в структуре обязательств ВТК занимает облигационный заем, на который приходится 42.3 % общего долга компании. Помимо займа источником финансирования выступают банковские кредиты, где основным кредитором является Сбербанк, доля которого составляет 38 %. Среди прочих кредиторов компании – ВТБ, ММБ, Банк Москвы и Промбизнесбанк.

Сравнительный анализ

Основными конкурентами ВТК на рынках присутствия являются компании Нордтекс (бывший Яковлевский текстиль) и Альянс Русский Текстиль (АРТ).

Нордтекс специализируется на производстве спецкнаей, пошива спецодежды, постельного белья и домашнего трикотажа. Равно как и ВТК, компания активно инвестирует в модернизацию производственных мощностей. По собственной оценке Нордтекс занимает 7 % рынка постельного белья РФ. Мы считаем, что в действительности эта цифра может быть выше, поскольку по числу проданных комплектов белья Нордтекс опережает ВТК.

Альянс Русский Текстиль, который изначально занимался производством тканей, сейчас постепенно смещает фокус на дистрибуцию одежды, производство которой по заказу АРТ

Кредитный портфель ВТК

Источник: данные компании

будет осуществляться на сторонних предприятиях. Тем не менее, Русский Текстиль по-прежнему занимает около 4 % рынка постельного белья.

В нашем распоряжении есть управленческая отчетность трех компаний по итогам 9 месяцев 2007 г. Как видно из таблицы, при объеме продаж почти в 2 раза выше, чем у ВТК, Нордтекс обладает более высокой долговой нагрузкой и меньшей рентабельностью. При этом обе компании заявили о намерении снизить долговую нагрузку, как только пик инвестиционной программы будет ими пройден. По объему активов и собственного капитала ВТК также превосходит Нордтекс. В целом по кредитному качеству Нордтекс выглядит хуже ВТК.

В то же время следует отметить, что у Нордтекса более выигрышные позиции с точки зрения тайминга или более раннего выхода на ключевые рынки и за счет этого – больших объемов продаж в натуральном и стоимостном выражении.

По кредитным характеристикам АРТ существенно слабее ВТК и Нордтекса. При больших объемах продаж компания демонстрирует традиционно низкую маржу трейдера в 4-5 %. По признанию самой компании, текущий уровень долговой нагрузки АРТ считает для себя приемлемым и не собирается снижать объем долга.

Текстильные бонды в обращении

Несмотря на исторически сложившуюся негативную репутацию текстильной отрасли на финансовом рынке, до сих пор текстильные эмитенты своевременно и в полном объеме отвечали по своим обязательствам. Так, несмотря на кризис ликвидности в начале ноября, Альянс Русский Текстиль провел досрочное погашение по выпуску облигаций 3-й серии, а в конце октября успешно прошел оферту Нордтекс.

Напомним, что ставка купона, объявленная ВТК на следующий год обращения, составляет 14 %, что соответствует доходности к годовой оферте в размере 14.5 %. На наш взгляд, данный уровень мог быть привлекателен в условиях большей лояльности инвесторов к эмитентам третьего эшелона. В условиях возросшей конкуренции за кредитные ресурсы и оферты в качестве единственной возможности выхода из бумаги мы ожидаем, что эмитенту будет предъявлен значительный объем выпуска.

ВТК утверждает, что готова к выкупу займа с рынка. В случае если большая часть займа будет предъявлена к оферте, в качестве одного из вариантов действий рассматривается возможность последующего размещения выкупленного объема на вторичном рынке.

Компания не намерена финансировать свою деятельность исключительно за счет собственных средств или средств акционеров. В следующем году акционеры ВТК планируют провести допэмиссию акций на сумму 800 млн руб. (около \$ 30 млн). Несмотря на это, ВТК также планирует использовать заемные финансовые ресурсы для пополнения оборотных средств и финансирования капиталовложений.

Дополнительная оферта с наличием ковенант

В конце декабря ОАО «ВТК» приняло решение выставить дополнительную оферту по своему выпуску облигаций. Согласно условиям оферты инвестор имеет право требовать от эмитента досрочного погашения облигаций в одном из трех следующих случаев:

1. Выручка эмитента за истекший отчетный период уменьшилась более чем на 10 % по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.
2. Соотношение собственного капитала к совокупному долгу за истекший отчетный период составляет менее 1.
3. Наличие убытка на уровне чистой прибыли за истекший отчетный период.

Стоит отметить, что данные условия относятся лишь к показателям ОАО «ВТК» согласно бухгалтерской отчетности и не связаны с консолидированными показателями управленческой отчетности, представленными в данном обзоре.

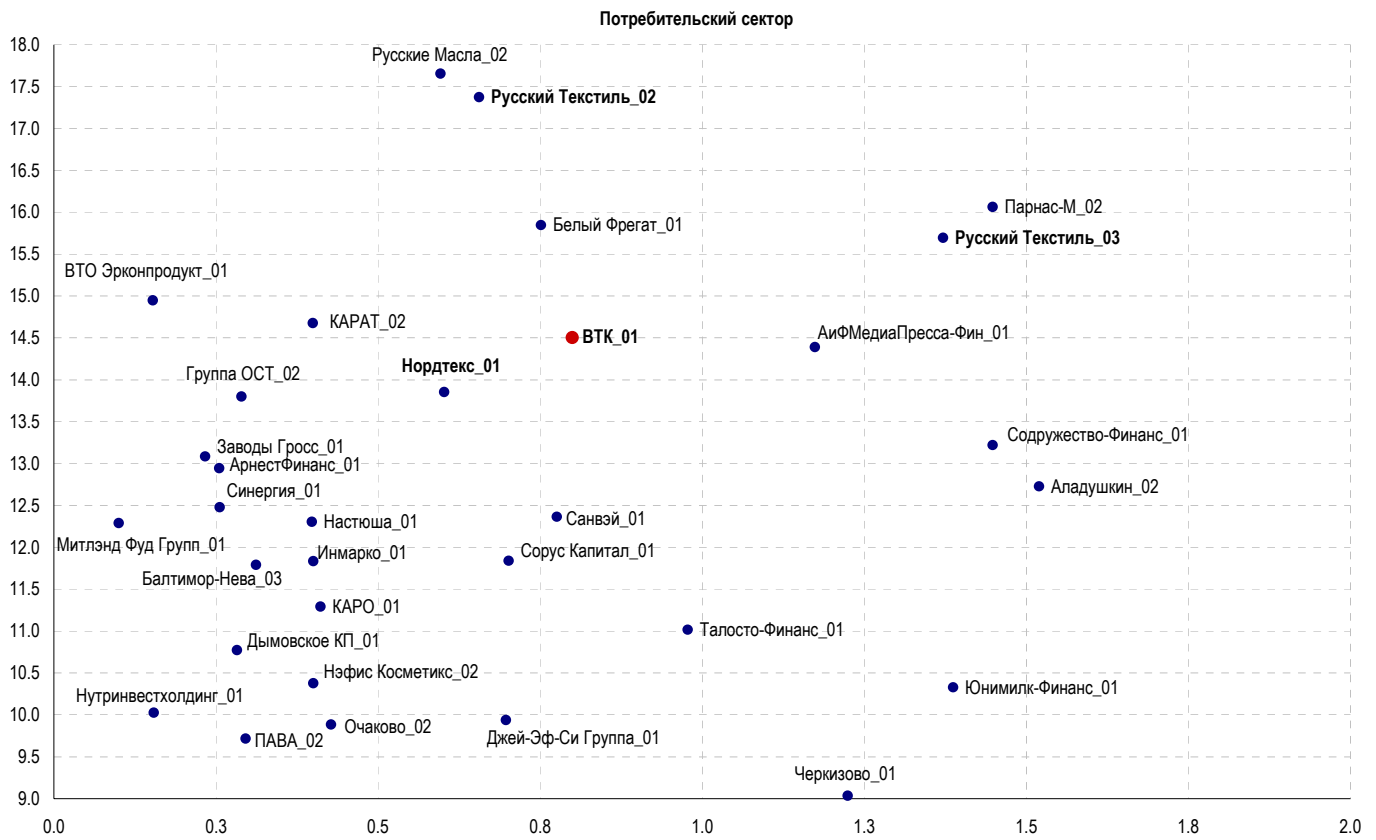
В то же время с учетом того, что на ОАО «ВТК» приходится 80 % совокупной выручки и свыше 70 % активов холдинга по состоянию на 9 месяцев 2007 г., условия по выручке и прибыли выглядят вполне справедливыми. Что касается показателя СК/Долг, то умеренная долговая нагрузка ОАО «ВТК» ни в коей мере не гарантирует, что совокупный долг холдинга находится на приемлемом уровне.

В целом, мы позитивно оцениваем желание компании принять на себя дополнительные обязательства и обеспечить комфорт держателям своих бумаг.

Основные финансовые показатели текстильных компаний по итогам 9 месяцев 2007г., \$ млн.

	Нордтекс	ВТК	АРТ
Выручка	133.6	74.7	299.7
ЕБИТДА	17.3	16.0	13.3
Активы	196.1	261.1	352.5
Долг	127.7	75.7	155.6
СК	56.5	167.5	102.2
Рент-ть ЕБИТДА	13.0%	21.5%	4.4%
Долг/Выручка	72%	60%	39%
Долг/ЕБИТДА	5.5	3.3	8.8
ЕБИТДА/Проценты	2.2	4.0	1.1
Долг/Активы	65%	29%	44%
Долг/СК	2.3	0.5	1.5

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Строительство/Девелопмент**

Попов Андрей

Popov_AY@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия/ Кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.