

# Специальный обзор долговых рынков

## В «фокусе»:

### «Объединенные кондитеры»

25 ноября 2010 года

Доходность облигаций потребительского сектора

Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Дата размещения	Оферта	Дата погашения	Купон	YTM/ YTP	Дюрация, дней	Рейтинг
ВБД ПП	БО-1	3	15.10.10	17.10.12	11.10.13	7.35%	7.64%	656	BB-/Ст. (S&P) Ba3/Ст. (Moody's)
	БО-2	3					7.44%	655	
	БО-3	3					7.44%	655	
	БО-8	5					7.54%	655	
Группа Черкизово	БО-1	3	12.11.10	-	08.11.13	8.25%	8.42%	986	B2/Ст. (Moody's)
Синергия	БО-1	3	07.10.10	08.10.12	03.10.13	9.75%	9.88%	637	B/Ст. (Fitch)
Объединенные кондитеры-Финанс	01	3	23.05.07	-	16.05.12	10.75%	11.04%	517	B/Ст. (Fitch)

Источник: Cbonds

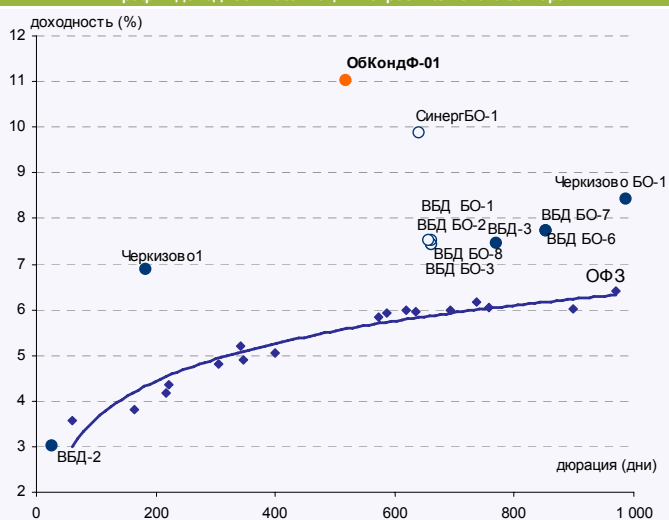
«Объединенные кондитеры» в преддверии оферты (19 ноября 2010 года) по выпуску облигаций серии 01 объемом 3 млрд руб. установили новую ставку купона на уровне 10,75% годовых к погашению через 1,5 года, что формирует доходность в размере 11,04% годовых. При этом предыдущая ставка купона была определена на уровне 3% годовых, после чего в оферту Эмитентом было выкуплено около 80% выпуска. Новая ставка, на наш взгляд, выглядит весьма интересной на фоне бумаг эмитентов потребительского сектора (ВБД, Черкизово, Синергия и др.), если учесть, что эти бумаги находятся в Ломбардном списке ЦБ, правда, предлагая дисконт по сделкам прямого РЕПО в размере 50%.

Для сравнения, выпуски ВБД серий БО–1,2,3 и 8 при более длинной дюрации (655 дн.) предлагают меньшую доходность – 7,44–7,64% годовых, но при более понятном кредитном профиле заемщика и высоком рейтинге от S&P – на уровне «BB–». Доходность недавно размещенного выпуска Группы Черкизово («B2» от Moody's, что соответствует уровню «B» от Fitch) также уступает «Объединенным кондитерам» по доходности, причем на существенно большем отрезке дюрации – YTM 8,42%/986 дн. Еще одним альтернативным выпуском могут выступить биржевые облигации Синергии серии БО–1 (YTP 9,88%/637 дн.), которые при аналогичном уровне рейтинга («B»/Стабильный от Fitch) и больших рисках водочного бизнеса несут меньшую доходность. Кроме того, препятствием для вхождения в ее бумаги может стать ограниченная ликвидность займа.

В свою очередь, кредитный профиль «Объединенных кондитеров» в последнее время довольно слабо освещался в СМИ, а также в обзорах, ориентированных на участников рынка рублевых облигаций. Вместе с тем, в конце прошлой недели Fitch подтвердил международный кредитный рейтинг Холдинга на уровне «B», изменив прогноз по нему с «Негативного» на «Стабильный». Данные рейтинговые действия сопровождалось отчетом текущего кредитного качества Компании, что не могло не привлечь внимание к Эмитенту из потребительского сектора, на сегодняшний день слабо представленному на долговом рынке облигаций.

Принимая это все во внимание, вполне вероятно попытка Компании вернуть «в рынок» данный выпуск, чему также будут способствовать «свежая» порция информации о кредитном профиле Холдинга, предоставленная Fitch, и положительная кредитная история Эмитента на долговом рынке рублевых облигаций.

График доходности облигаций потребительского сектора



Финансовые результаты сравниваемых компаний за 1 пол.2010 года

млн руб.	Объединенные кондитеры*	Группа Черкизово	ВБД ПП	Синергия
	РСБУ	US GAAP	US GAAP	МСФО
<b>Основные финансовые показатели</b>				
Выручка	9 079	17 430	37 720	8 879
ЕВИТДА	1 370	3 274	4 800	1 572
Чистая прибыль	733	2 205	2 089	797
% расходы	-148	-275	-499	-263
Денежные средства и их эквиваленты	80	1 857	4 873	495
Финансовый долг	3 602	13 920	14 837	6 263
краткосрочный	2 034	2 965	13 857	3 719
долгосрочный	1 568	10 955	980	2 545
Чистый долг	3 523	12 063	9 964	5 768
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>				
Рентабельность ЕВИТДА	15.1%	18.8%	12.7%	17.7%
Рентабельность по чистой прибыли	8.1%	12.6%	5.5%	9.0%
Фин. долг/ЕВИТДА	1.31	2.13	1.55	1.99
Чист. долг/ЕВИТДА	1.29	1.84	1.04	1.83
ЕВИТДА/% расходы	9.28	11.89	9.62	5.97

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

\*консолидированные данные «Красный Октябрь», «Рот Фронт» и «КК Бабаевский» без вычета внутренних оборотов

# Специальный обзор долговых рынков

## В «фокусе»:

### «Объединенные кондитеры»

25 ноября 2010 года

#### Вкратце о Холдинге «Объединенные кондитеры».

«Объединенные кондитеры» – один из крупнейших пищевых холдингов в Европе, входящий в Группу «ГУТА», который объединяет 15 предприятий по всей России, специализирующихся на выпуске кондитерских изделий. Среди фабрик Холдинга московские предприятия «Рот Фронт», «Красный Октябрь», «Кондитерский концерн Бабаевский». Компания осуществляет реализацию своей продукции посредством 8 региональных дистрибьюторских центров, более чем 100 тыс. торговых точек, охватывающих территорию всей страны. «Объединенные кондитеры» является лидером кондитерского рынка России, занимая долю порядка 14% по итогам 2009 года. Что касается «материнской» Группы «ГУТА», то наряду с пищевым бизнесом она владеет активами в финансовой сфере (Гута-Банк, Гута-Капитал, ГУТА-Страхование), девелопменте (Гута-Девелопмент, проект «Красный Октябрь», Курорт Пирогово), гостиничном бизнесе (отель «Савой»), медицине (Гута-Клиник), индустрии красоты и здоровья (Фитнес-центр «Марина Клуб») и пр.

#### Основные моменты кредитного профиля Холдинга.

«Объединенные кондитеры» не раскрывают в свободном доступе консолидированную отчетность, очищенную от внутренних оборотов компаний. Вместе с тем, для проведения анализа финансового состояния Холдинга, мы считаем приемлемым рассмотреть отчетность (РСБУ) ключевых производственных активов, формирующих основные денежные потоки «Объединенных кондитеров», которыми являются ОАО «Красный Октябрь», ОАО «КК Бабаевский», ОАО «Рот Фронт». Их финансовые результаты за 1 полугодие 2010 года по РСБУ приведены ниже как по отдельности, так и консолидировано, но без вычета внутренних оборотов.

Финансовые результаты ключевых компаний Холдинга "Объединенные кондитеры" (РСБУ)												
млн руб.	Красный Октябрь			Рот Фронт			КК Бабаевский			Консолидированные данные*		
	6м2010	6м2009	6м2010/6м2009	6м2010	6м2009	6м2010/6м2009	6м2010	6м2009	6м2010/6м2009	6м2010	6м2009	6м2010/6м2009
<b>Основные финансовые показатели</b>												
Выручка	3 236.5	2 328.4	39.0%	2 811.0	2 557.6	9.9%	3 031.5	2 724.1	11.3%	9 079.0	7 610.0	19.3%
ЕБИТДА	542.7	380.8	42.5%	370.3	362.9	2.1%	457.4	485.3	-5.7%	1 370.5	1 228.9	11.5%
Чистая прибыль	168.2	-194.0	-	269.4	188.2	43.1%	295.4	273.5	8.0%	733.0	267.7	173.8%
% расходы	-143.1	-174.7	-18.1%	-4.6	-30.0	-84.8%	0.0	-8.3	-	-147.6	-213.1	-30.7%
	6м2010	2009	6м2010/2009	6м2010	2009	6м2010/2009	6м2010	2009	6м2010/2009	6м2010	2009	6м2010/2009
Активы	9 007.4	9 786.5	-8.0%	5 153.7	5 091.5	1.2%	5 478.8	5 453.8	0.5%	19 640.0	20 331.8	-3.4%
Дебиторская задолж-ть	720.4	935.5	-23.0%	1 671.6	1 878.7	-11.0%	1 887.6	2 183.9	-13.6%	4 279.6	4 998.1	-14.4%
Денежные средства и их эквиваленты	43.7	23.3	87.6%	2.7	25.3	-89.2%	33.4	23.2	44.0%	79.9	71.8	11.3%
Финансовый долг	3 305.9	4 439.7	-25.5%	296.6	439.4	-32.5%	0.0	0.0	-	3 602.5	4 879.1	-26.2%
краткосрочный	1 958.6	2 189.3	-10.5%	75.8	60.0	26.3%	0.0	0.0	-	2 034.4	2 249.3	-9.6%
долгосрочный	1 347.2	2 250.4	-40.1%	220.9	379.4	-41.8%	0.0	0.0	-	1 568.1	2 629.8	-40.4%
Чистый долг	3 262.1	4 416.3	-26.1%	293.9	414.1	-29.0%	-33.4	-23.2	-	3 522.6	4 807.3	-26.7%
Кредиторская задолж-ть	1 107.7	953.3	16.2%	743.7	804.0	-7.5%	633.8	907.0	-30.1%	2 485.2	2 664.3	-6.7%
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>												
Рентабельность ЕБИТДА	16.8%	16.4%	0.4 п.п.	13.2%	14.2%	-1.0 п.п.	15.1%	17.8%	-2.7 п.п.	15.1%	16.1%	-1.0 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	5.2%	-8.3%	-	9.6%	7.4%	2.2 п.п.	9.7%	10.0%	-0.3 п.п.	8.1%	3.5%	4.6 п.п.
Фин. долг/ЕБИТДА	3.05	-	-	0.40	-	-	-	-	-	1.31	-	-
Чист. долг/ЕБИТДА	3.01	-	-	0.40	-	-	-	-	-	1.29	-	-
ЕБИТДА/% расходы	3.79	2.18	-	81.03	12.09	-	-	58.43	-	9.28	5.77	-

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа

\*без вычета внутренних оборотов

**Рост ключевых финансовых показателей.** В целом, можно отметить, что кредитный профиль Холдинга продемонстрировал неплохую устойчивость в период экономической нестабильности, получив по итогам 2009 года, согласно отчету Fitch, весомый свободный денежный поток в размере 3,2 млрд руб. В январе-июне 2010 года ключевые финансовые показатели основных предприятий «Объединенных кондитеров» также демонстрируют положительную динамику к аналогичному периоду 2009 года: выручка возросла на 19,3% до 9,079 млрд руб., показатель ЕБИТДА – на 11,5% до 1,371 млрд руб., чистая прибыль – в 2,7 раза до 733 млн руб. Причем, на конечный финансовый результат компаний в отчетном периоде повлияло укрепление рубля относительно евро и доллара, что привело к формированию положительных курсовых и суммовых разниц, в частности, у «Красного Октября» на сумму 40,3 млн руб. при переоценке кредитов в иностранной валюте.

**Эффективности бизнеса под давлением.** Несмотря на рост основных финансовых показателей в 1 полугодии 2010 года, у крупнейших компаний Холдинга наблюдалось снижение эффективности бизнеса (рентабельность

ЕБИТДА уменьшилась на 1 п.п. до 15,1%), что, по данным Fitch, было вызвано давлением со стороны волатильной стоимости факторов производства (какао и сахар) при сохранении реализационных цен для официальных дистрибьюторов на уровне ноября 2008 года из-за высокой конкуренции на рынке. В то же время рейтинговое агентство ожидает, что рентабельность ЕБИТ «Объединенных кондитеров» будет находиться в начале или середине второго десятилетия: 13,6% в 2009 году и 11% – сентябрь 2010 года. Причем, отраслевые риски могут быть компенсированы за счет постепенного увеличения цен на продукцию по мере повышения потребительского спроса, а также проведения дополнительных мер по экономии расходов. Например, фабрике «Красный Октябрь» в 1 полугодии 2010 года удалось добиться снижения коммерческих и управленческих расходов на 23,4% и 14,7% соответственно относительно аналогичного периода 2009 года.

**Долговая нагрузка умеренная.** В части долговой нагрузки, у основных предприятий Холдинга произошли положительные изменения: размер финансового долга в 1 полугодии 2010 года снизился на 26,2% до 3,6 млрд руб. относительно 2009 года. В то же время, как отмечается в отчете Fitch, в 2009 году «Объединенные кондитеры» выплатили около 1,8 млрд руб. долга за счет свободного денежного потока в 3,2 млрд руб., что привело к уменьшению соотношения Долг/ЕБИТДАР с 2,7х в 2008 году до 1,8х в 2009 году. По итогам июня 2010 года у приведенных в таблице предприятий ухудшилась временная структура долга, который на 56,5% (или 2,304 млрд руб.) был представлен кредитами и займами с погашением до 1 года, хотя еще в 2009 году на краткосрочные обязательства приходилось порядка 46,1%. По информации Fitch, в сентябре 2010 года краткосрочная часть долга «Объединенных кондитеров» на 42% была представлена краткосрочными обязательствами (3 млрд руб.), которые покрываются имеющимися у Холдинга денежными средствами в размере 1,2 млрд руб. (по состоянию на 1 ноября 2010 года), безотзывными банковскими кредитными линиями совокупным объемом 2,2 млрд руб. и прогнозируемым свободным денежным потоком. Вследствие этого мы считаем риски рефинансирования Компании умеренными.

Что касается общей долговой нагрузки ключевых компаний Холдинга в 1 полугодии 2010 года, то она остается умеренной, не вызывающей серьезных опасений: соотношение Долг/ЕБИТДА составило 1,3х, ЕБИТДА/% расходы – 9,3х. В свою очередь, Fitch в своем отчете отмечает, что в январе–июне 2010 года долговая нагрузка всех предприятий «Объединенных кондитеров» снизилась, соотношение Долг/ЕБИТДА улучшилось до 1,5х, что соответствует нижней границе общеотраслевого уровня компаний пищевой промышленности (ВБД – 1,5х; Группа Черкизово – 2,1х; Синергия – 2,0х). При этом эксперты агентства, комментируя изменение прогноза по рейтингу на «Стабильный», отметили свои ожидания на будущее относительно положительного свободного денежного потока Холдинга и поддержания им консервативных показателей кредитоспособности. Так, «Объединенные кондитеры» сообщили Fitch, что целевым уровнем коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА к 2013 году является 1х или менее. Поэтому, на наш взгляд, в ближайшей перспективе от Компании следует ждать консервативной финансовой политики и низкой M&A-активности. В этом случае Fitch не исключает повышение рейтинга «Объединенных кондитеров», но при условии, что Долг/ЕБИТДАР стабильно будет ниже 1,7х, а положительный свободный денежный поток не менее 1 млрд руб. в год. Негативное же рейтинговое действие может последовать в случае существенного ухудшения генерирования свободного денежного потока и продолжительного сохранения показателя Долг/ЕБИТДАР более 3,0х (или 2,5х, если доля долга в иностранной валюте достигнет 50%). Причем, среди главных причин наращивания долга Fitch называет перебазирование фабрики «Рот Фронт» из Москвы, что, наверняка, потребует дополнительных финансовых вложений для создания новых мощностей в регионах в 2012–2013 годы.

**Резюме.** На наш взгляд, кредитное качество «Объединенных кондитеров» находится на вполне приемлемом для инвестирования уровне, а установленный по выпуску Эмитента серии 01 купон 10,75% годовых к погашению через 1,5 года, скорее всего, может быть интересен инвесторам. Среди положительных сторон кредитного профиля Холдинга мы отмечаем устойчивость бизнеса к экономическому кризису, умеренный уровень долговой нагрузки и приемлемые риски рефинансирования краткосрочного долга. В то же время, мы считаем, что существует вероятность увеличения долговой нагрузки Компании как из-за необходимости финансирования производственных процессов (создание новой площадки для меняющей место дислокации фабрики «Рот Фронт»), так и возможного отвлечения денежных средств со стороны контролирующего акционера – Группы «ГУТА» для реализации проектов других направлений ее бизнеса (например, строительства).

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

# Контакты

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.