

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

С облигациями ЗАО «Карат» – как «сыр в масле»

- Впервые на публичный долговой рынок ЗАО «Карат» вышел в октябре 2003 года, выпустив трехлетний облигационный займ объемом 60 млн. руб. На тот момент ЗАО «Карат» представлял собой одно предприятие с выручкой менее 600 млн. руб., специализирующееся на производстве плавленых сыров. С того момента в компании произошли существенные изменения, что явилось результатом новой стратегии – создание крупнейшего агропромышленного сырного холдинга в России.
- В целях реализации бизнес-стратегии в течение последних полутора лет ЗАО «Карат» приобрел 3 предприятия по производству молочной продукции, расположенные преимущественно в выгодных с точки зрения сырьевого обеспечения регионах. Данные приобретения позволили компании не только обеспечить ЗАО «Карат» собственной сырьевой базой для производства плавленых сыров и творожков, но и выйти в новый перспективный сегмент молочной промышленности – производство твердых сыров. По оценкам AC Nielsen, данный сегмент далек от насыщения и в течение ряда лет здесь прогнозируется существенный рост спроса. Кроме того, дополнительные, но не менее важные возможности для ГК «Карат» открывает т.н. «несформированность» рынка, которая проявляется в практически полном отсутствии брендированной продукции.
- Учитывая сложившуюся на рынке ситуацию, холдинг планирует существенный рост производства твердых сыров, в т.ч. и под собственными новыми марками. Для этих целей, на двух предприятиях ГК «Карат», ОАО «Сызраньмолоко» и ООО «Сыродельный завод «Калачеевский», планируется установка новых линий по производству твердых сыров, что позволит существенно увеличить объемы выпуска. Кроме того, компания не исключает возможности приобретения новых предприятий в будущем.
- Помимо развития сегмента твердых сыров, холдинг планирует расширение ассортимента молочной продукции, а также выход в другие перспективные сегменты (сливочные сыры). В целом, реализация стратегии позволит, по оценкам компании, сохранить в течение ближайших лет текущие темпы роста объемов производства и оборотов, а также существенно усилить рыночные позиции. Так, к 2009 году ГК «Карат» планирует увеличить выпуск продукции с 21.3 тыс. т (за 2005 год) до 57.9 тыс. т., выручку – с 1.8 млрд. руб. до 6.2 млрд. руб.
- Реализация стратегических планов холдинга сопровождалась ростом финансовых обязательств и усилением долгового бремени. По состоянию на 1.11.2006 г. объем финансовых обязательств без учета займов от связанных сторон составил 896 млн. руб., debt/EBITDA – 7.4. Более 30% обязательств компании сформированы за счет льготных кредитов, что значительно облегчает обслуживание долга.
- В результате размещения облигаций, большая часть которого будет направлена на рефинансирование существующих кредитов, долговая нагрузка сохранится примерно на текущем уровне. При этом в уже в 2007 г. мы будем наблюдать снижение долгового бремени, в т.ч. в результате эффекта от реализации инвестиционной программы.
- Ориентируясь на доходность других быстрорастущих компаний с сопоставимым кредитным качеством, мы оцениваем справедливую доходность второго выпуска ЗАО «Карат» на уровне 11.6%-11.9% к годовой оферте. Вместе с тем, принимая во внимание шквал первичных размещений, запланированных до конца декабря текущего года, а также небольшой объем второго выпуска ЗАО «Карат», доходность облигационного займа на аукционе может сложиться, по нашим оценкам, на уровне 12.2%-12.5% к годовой оферте.

Эмитент: ЗАО Московский завод плавленых сыров «Карат»

Поручитель: ООО «Сыродельный завод «Калачеевский»

Объем выпуска: 500 млн. руб.

Срок до погашения: 3 года

Оферта: 1 год

Купон: полугодовой

Группа Компаний «Карат» является одним из крупнейших производителей плавленых сыров в России. В составе Группы объединены ЗАО «Московский завод плавленых сыров «Карат», ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» (Воронежская область), ОАО «Сызраньмолоко» (Самарская область) и ЗАО «Сыркомбинат «Калининский» (Краснодарский край). Генеральным директором и собственником ЗАО «Карат», владеющим 76% УК компании, является Корсун Владимир Архипович.

Текущая (операционная) деятельность

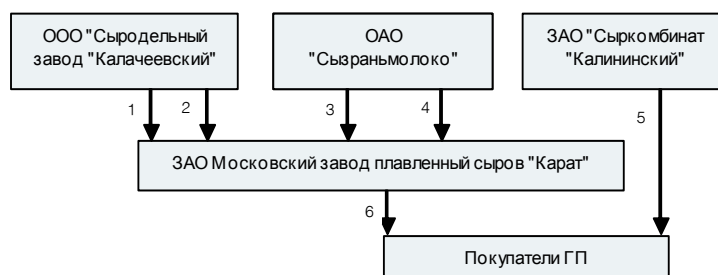
До 2005 года ЗАО «Карат» представлял собой одно предприятие, расположенное в Москве и специализирующееся на производстве плавленых сыров. История Карата как агропромышленного сырного холдинга началась только в прошлом году, когда ЗАО «Карат» приобрел ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» и ОАО «Сызраньмолоко». Кроме того, в октябре 2006 года в состав ГК «Карат» вошел ЗАО «Сыркомбинат «Калининский». Основными целями приобретения трех предприятий является выход эмитента в новые перспективные сегменты молочной промышленности и обеспечение бизнеса ЗАО «Карат» собственной сырьевой базой. Затраты на приобретения трех предприятий составили порядка 430 млн. руб. и были профинансированы преимущественно (75%) за счет заемных средств.

Структура Группы «Карат».



Источник: Данные компании

Операционная структура Группы «Карат».



1 – реализация готовой продукции (75% от ее объема): твердый, плавленый сыр, масло;
2 – поставки сырья (25%) на ЗАО «Карат»: быстросозревающий твердый сыр, масло;
3 – ГП (67%): цельномолочная продукция, масло, творог, творожно-сырковые изделия, домашний сыр;
4 – поставки сырья (33%): быстросозревающий твердый сыр, творог;
5 – ГП (100%): твердые сыры, масло, творог, сухая сыворотка, цельномолочная продукция;
6 – реализация готовой продукции.

Источник: Данные компании

Основным направлением деятельности ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» является производство твердых сыров, составляющее 85% от общего объема выпуска. Кроме того, Калачеевский выпускает плавленые сыры и масло. В целом, по итогам 9 мес. 2006 г. Калачеевский произвел 2.5 тыс. т молочной продукции. Порядка 75% готовой продукции ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» реализуется через ЗАО «Карат», остальные 25% являются сырьем для производства плавленых сыров.

ОАО «Сызраньмолоко» производит различные виды молочной продукции: молоко, кисломолочная продукция, масло, творог, сметана, творожно-сырковые изделия, домашний и быстросозревающий твердый сыр. Мощность ОАО «Сызраньмолоко» составляет в настоящее время порядка 8.4 тыс. т продукции в год. Реализация всего объема молочной продукции ОАО «Сызраньмолоко» осуществляется через ЗАО «Карат».

ЗАО «Сыркомбинат «Калининский» расположен в Краснодаре и является одним из крупнейших производителей сыров и молочной продукции в Краснодарском Крае. Сыркомбинат производит более 70 наименований молочной продукции, среди которых твердые, мягкие и плавленые сыры, сливочное масло, молоко, кисломолочные продукты, сметана, творог и творожные изделия. В настоящее время ЗАО «Сыркомбинат «Калининский» самостоятельно реализует всю произведенную молочную продукцию, при этом уже в следующем году продажи твердых сыров будут осуществляться через ЗАО «Карат».

В свою очередь, головное предприятие Группы ЗАО «Карат» специализируется преимущественно на производстве плавленых сыров. В ассортиментном портфеле предприятия такие бренды, как «Янтарь» и «Дружба». Кроме того, ЗАО «Карат» выпускает домашние и колбасные сыры, творожки, сметану, масло и другие виды молочной продукции. Продукция ЗАО «Карат» представлена преимущественно в среднем ценовом сегменте.

В настоящее время ЗАО «Карат» занимает порядка 17% российского рынка плавленых сыров, а также 37% столичного рынка творога зерненного.

Ценовая сегментация продукции ЗАО «Карат»:

	Ценовой сегмент
Плавленые сыры:	
Янтарь, Коралл, Шоколадный	выше среднего
Волна, Дружба	ниже среднего
Твердые сыры	средний
Домашние сыры	средний
Творожки	низкий
Сметана	средний
Масло	средний

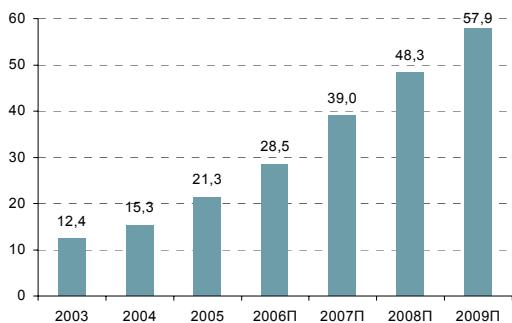
Источник: данные компании

Доля рынка ЗАО «Карат» на российском и московском рынке молочной продукции.

	Доля рынка	
	России	Москвы
Плавленые сыры	17%	
Творог зерненный		37%
Мягкие/белые сыры		1.5%
Твердые сыры	2%	
Творожные продукты	2.3%	1.5%

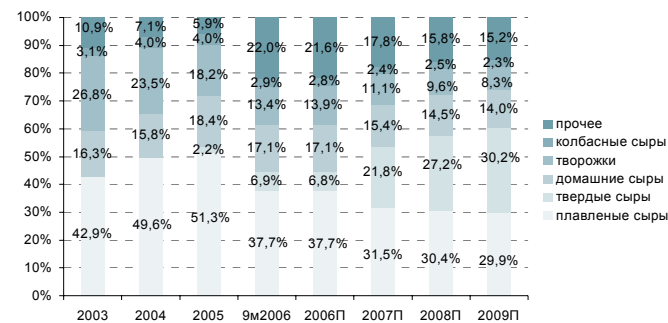
Источник: Данные компании

Динамика объемов производства ЗАО «Карат» в 2003-2009 гг. с учетом реализуемой через ЗАО «Карат» молочной продукции, тыс. т



Источник: Данные компании

Структура производства ЗАО «Карат» в натуральном выражении в 2003-2009 гг.



Источник: Данные компании

На протяжении последних лет ЗАО «Карат» демонстрирует быстрые темпы роста объемов производства: в 2003-9мес2006 гг. средние темпы роста составили 38.5%. За 9 мес. 2006 г. ЗАО «Карат» выпустил 21.1 тыс. т молочной продукции. При этом, текущая загрузка производственных мощностей позволяет и в дальнейшем наращивать объемы выпуска.

В структуре производства и реализации в настоящее время наибольшую долю обеспечивают плавленые сыры, а также домашние сыры и творожки. В завершившемся отчетном периоде в структуре реализации произошли значительные изменения: увеличилась доля прочей продукции и твердых сыров при сокращении доли плавленых сыров и творожков. Данные изменения обусловлены приобретением в 2005 году двух предприятий (ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» и ОАО «Сызраньмолоко») и, соответственно, существенным увеличением в структуре реализации цельномолочной продукции и твердых сыров.

Основными поставщиками сырья для ЗАО «Карат», обеспечивающими порядка 36% закупок по итогам 9 мес. 2006 г., являются ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» и ОАО «Сызраньмолоко». Данные компании поставляют быстросозревающий твердый сыр, масло и творог для производства плавленых, колбасных сыров и творожков ЗАО «Карат».

ЗАО «Карат», ЗАО «Сыркомбинат «Калининский» и ОАО «Сызраньмолоко» расположены в районах, выгодных с точки зрения обеспечения сырьем (молоко). Вместе с тем, Калачеевский район Воронежской области, в котором находится ООО «Сыродельный завод «Калачеевский», характеризуется некоторым дефицитом молока. В целях решения проблемы сырьевой обеспеченности, Сыродельный завод периодически организует поддержку молочных хозяйств в виде приобретения оборудования и племенного поголовья в обмен на натуральную продукцию. В настоящее время на территории Калачеевского района Воронежской области при участии ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» разрабатывается проект по созданию и финансированию сырьевой базы объемом до 300 т сырого цельного молока для последующей его переработки в твердый сыр.

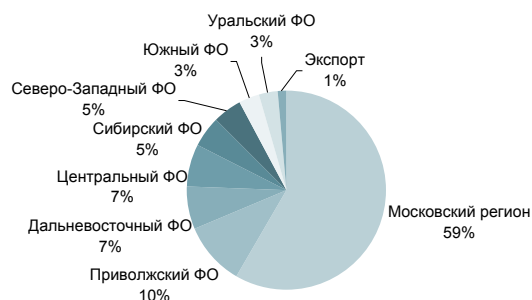
Расположение ключевого предприятия Группы ЗАО «Московский завод плавленых сыров «Карат» в столице определяет структуру реализации: порядка 59% продаж приходится на Москву и Московскую область. При этом, в настоящее время открыты 7 торговых домов в Санкт-Петербурге, Самаре, Новосибирске, Владивостоке, Хабаровске, Ростове и Новороссийске, что во многом обуславливает широкую географию сбыта ЗАО «Карат».

Текущая загрузка производственных мощностей ЗАО «Карат».

	Загрузка
Плавленые сыры	60.8%
Колбасные сыры	44.4%
Домашние сыры	83.0%
Творожки	44.8%
Масло	20.7%

Источник: данные компании

Региональная структура реализации ЗАО «Карат»



Источник: Данные компании

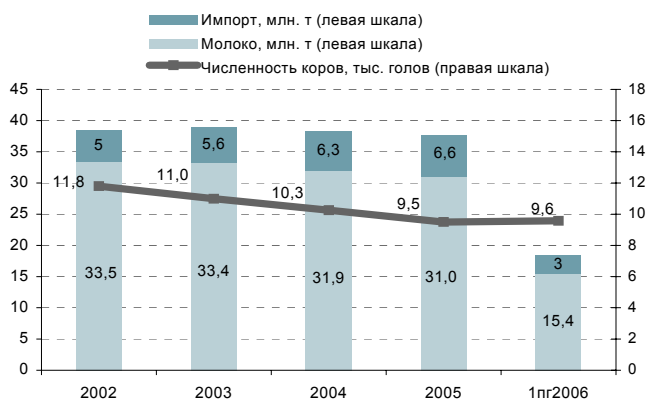
Незначительная часть продукции компании (чуть более 1%) экспортируется. Основными экспортными партнерами компании являются страны СНГ (Казахстан, Армения, Белоруссия, Азербайджан), а также США.

Реализация продукции ЗАО «Карат» осуществляется через прямые, оптовые, региональные продажи, а также отделы по работе с общественным питанием: школы, гостиницы, кафе, железные дороги, аэропорты. Продукция эмитента также присутствует в рационе питания силовых ведомств РФ: Министерства обороны, Пограничной службы ФСБ, МЧС и МВД. Кроме того, в прошлом году ЗАО «Карат» получил от Правительства РФ право поставлять свои плавленые сыры для питания космонавтов. В целом, наибольшие объемы реализации обеспечивают следующие магазины – Пятерочка, АШАН, Перекресток, Дешево, Квартал, Метро Кэш энд Керри, Седьмой континент, Копейка.

В 2002-2005 гг. производство молока в России имело тенденцию к снижению, что обусловлено сокращением поголовья крупного рогатого скота. В свою очередь, уменьшение поголовья связано с длинным производственным циклом крупного рогатого скота (1.5-3 года) и, соответственно, длительным сроком окупаемости проектов по выращиванию коров. В 2002-2005 гг. постепенно повышались цены на молоко и молочную продукцию, вместе с тем их темпы роста не превышали уровень инфляции.

Параллельно с сокращением внутреннего производства, в 2002-2005 гг. росли импортные поставки (на 32% до 6.6 млн. т), что в некоторой степени позволило сохранить уровень потребления молока российским населением.

Производство молока в России и поголовье крупного рогатого скота в 2002-1пг2006 гг.



Источник: Госкомстат, www.mcx.ru, www.mosprod.ru

С начала 2006 года ситуация начала меняться. В 1 полугодии 2006 года производство молока сохранилось на уровне сопоставимого периода прошлого года: 15.4 млн. т. (-0.25% от уровня 2005 г.). При этом, за 9 месяцев 2006 года производство молока выросло на 0.1% до 25.1 млн. т. Рост молочного производства обусловлен реализацией национального проекта «Развитие агропромышленного комплекса России», одной из целей которого является ускоренное развитие животноводства. В результате намеченной стабилизации поголовья и увеличения надоев, производство молока в России к 2007 планируется увеличить на 4.5% от уровня 2005 г.

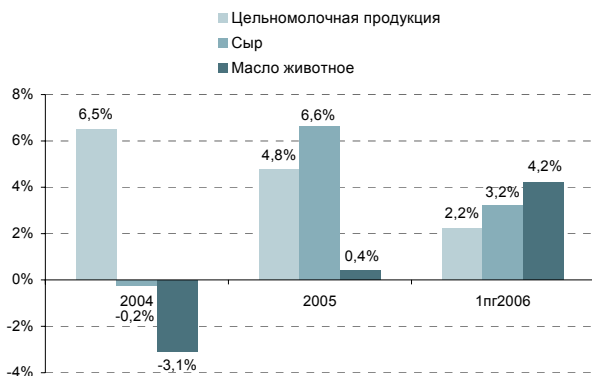
На протяжении последних нескольких лет наблюдается рост российского производства молочной продукции, поддерживаемый стремлением большинства россиян к потреблению здоровой пищи. В условиях сокращения российского рынка молока увеличение выпуска молочной продукции вызвано использованием при ее выработке различных наполнителей

Описание отрасли

Российский рынок молока и молочной продукции

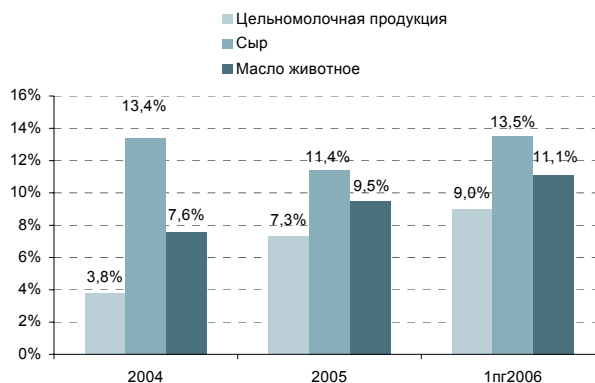
растительного происхождения, а также более эффективным использованием вторичного сырья. Так, в 2003-1пг2006 гг. средние темпы роста наиболее масштабного сегмента цельномолочной продукции, к которой относится молоко, кисломолочная продукция (кефир, простокваша, ряженка), сметана, составили 4.5%. При этом, в 2004-1пг2006 гг. производство сыра российскими предприятиями росло в среднем на 4.9%.

Темпы роста российского производства основных молочных продуктов в 2004-1пг2006 гг. (в % к предыдущему году)



Источник: www.mcx.ru

Темпы роста объема продаж основных молочных продуктов в 2004-1пг2006 гг. (в % к предыдущему году)



Источник: www.mcx.ru

Спрос на молочную продукцию со стороны российских потребителей характеризуется более высокими темпами роста по сравнению с внутренним производством и частично удовлетворяется за счет импорта. В 2003-1пг2006 года средние темпы роста объема продаж цельномолочной продукции составили 6.7%, сыра – 12.8%, масла животного – 11.1%.

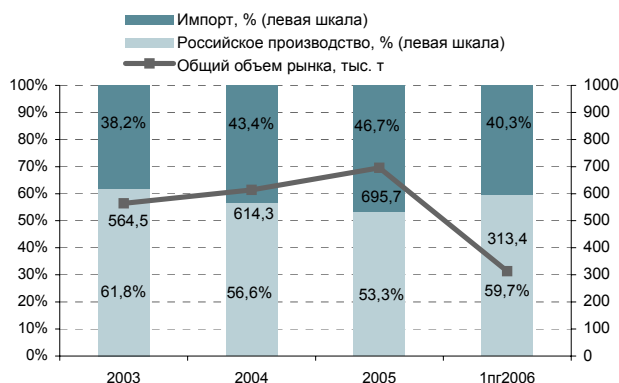
Общий объем российского рынка сыров оценивается на уровне порядка 700 тыс. т. по итогам 2005 года. Более 50% рынка сформировано за счет внутреннего производства, порядка 40%-45% составляет импорт. Практически весь объем произведенного в России сыра потребляется внутри страны: доля экспорта незначительна и составляет порядка 3% по итогам 1 полугодия 2006 г.

Российский рынок сыра

В 2003-2005 гг. средние темпы роста российского рынка сыра составили 11% в натуральном выражении. Вместе с тем, в 1 полугодии 2006 г. по сравнению с сопоставимым периодом прошлого года рынок сузился на 2% в результате, главным образом, запрета в январе 2006 года на импорт Украинской продукции, в т.ч. мяса, молока, масла, сыра. Так, за рассматриваемый период объем поставок сыра с Украины сократился в 3.2 раза до 15 тыс. т., при этом доля Украины в общем объеме импорта сыра в Россию уменьшилась с 35% до 12%.

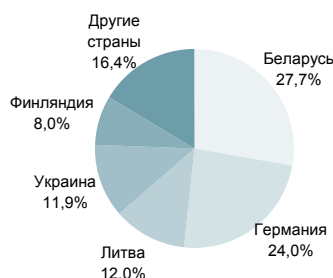
По итогам 1 полугодия 2006 года крупнейшими поставщиками сыра в России стали Беларусь, Германия, Литва, Украина и Финляндия. В настоящее время на импортируемые из дальнего зарубежья сыры действуют пошлины, что в некоторой степени защищает отечественных производителей от иностранных конкурентов.

Структура и объем российского рынка сыра в 2003-1пг2006 гг.



Источник: www.mcx.ru

Основные страны – импортеры сыра в Россию по итогам 1 пг 2006 г.

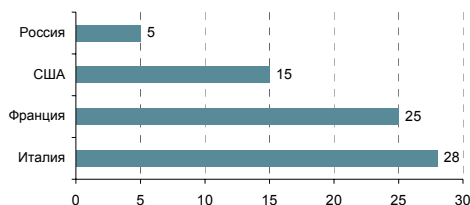


Источник: www.mcx.ru

Несмотря на преимущественный рост российского рынка сыра в натуральном выражении, его потребление по-прежнему существенно отстает от потребления в развитых странах. Так, в России уровень потребления сыра на душу населения в год составляет 5 кг, в то время как в развитых странах он составляет 12 кг, в т.ч. в США -15 кг, а во Франции и Италии достигает 25-28 кг.

Принимая во внимание данный факт, а также учитывая увеличение доходов населения России и пропаганду здорового питания, можно прогнозировать значительный рост спроса на сыр в России: маркетинговое агентство AC Nielsen оценивает потенциальный объем рынка сыра в России на уровне 1.7 млн. т, что более чем в 2 раза превышает текущие объемы. При этом, на российском рынке сыра более высоким спросом будут пользоваться новые, малоизвестные виды и сорта сыра. С другой стороны, рост рынка будет поддерживаться, на наш взгляд, реализацией правительственной программы по развитию животноводства.

Потребление сыра на душу населения в год.



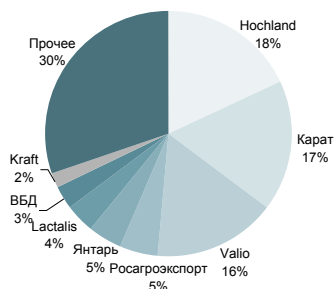
Источник: данные компании

Российский рынок плавленых сыров на протяжении последних нескольких лет характеризовался довольно внушительными темпами роста: порядка 15%-20% в год в стоимостном выражении. В России плавленые сыры пользуются большой популярностью и занимают второе после твердых сортов место в структуре потребления сыра, в отличие от западного рынка, где наиболее высоким спросом после твердых сыров пользуются дорогие виды сыра: мягкие, свежие сыры, сыры с плесенью.

Рынок плавленых сыров

Крупнейшим производителем плавленых сыров в России является немецкая компания Hochland, которая имеет собственное производство в России и контролирует порядка 18% отечественного рынка. ЗАО «Карат» занимает порядка 17% рынка, при этом тройку лидеров российского рынка плавленых сыров замыкает финская компания Valio (сыр Viola) с долей 16%. Менее заметные позиции на рынке занимают отечественные Росагроэкспорт, Янтарь, ВБД, а также французская Lactalis (марка «Президент») и американская компания Kraft, производящая сыр с одноименным названием.

Основные производители плавленых сыров в России



Источник: Данные компании

Наиболее популярными видами сыра в России являются твердые сыры, которые составляют порядка 60% всего рынка. В России работают около 150 сыроваренных заводов, при этом на рынке отсутствуют явные лидеры с существенной долей рынка, а основной ассортимент продукции составляют типы сыров, а не марки. Так, в настоящее время наибольшим спросом у населения пользуются российские сыры: «Российский», «Пошехонский», «Костромской», а также импортные «Эдам», «Гауда», «Маасдам». Между тем, на рынке начинают появляться сырные брэнды, например, «Ламбер» от ВБД.

Рынок твердых сыров

На наш взгляд, можно провести параллель между рынками твердых сыров и колбас, где до недавнего времени отсутствовали брэнды, а основной ассортимент предлагаемой продукции составляли «Докторская», «Молочная», «Сервелат» от «неизвестного» производителя. В настоящее время практически вся колбаса продается под определенной маркой (Клинский, Микоян, Дымов) и, кроме того, колбасные заводы выпускают новые эксклюзивные брэнды: «Высокая кухня», «Охотный ряд». Мы полагаем, что российский рынок твердых сыров будет развиваться по аналогичному сценарию, и через несколько лет сыр из «безымянного» станет брэндированным.

В настоящее время российский рынок твердых сыров далек от насыщения. По оценкам экспертов, рост российского рынка твердых сыров будет сопровождаться увеличением доли брэндированной продукции. Наиболее перспективным направлением в данном сегменте рынка являются твердые сыры среднего ценового сегмента. В целом, сложившаяся на

российском рынке твердых сыров ситуация создает благоприятные возможности для новых игроков для выхода на рынок и усиления собственных позиций.

В целом, по сравнению с плавлеными сырами, рынок твердых сыров характеризуется следующими особенностями:

- Рынок твердых сыров является несформированным, здесь практически отсутствуют бренды;
- Рынок твердых сыров характеризуется меньшим уровнем конкуренции ввиду более высоких требований к сырью, сложного и длинного технологического процесса;
- Иностранские компании преимущественно экспортируют твердые сыры в России, в то время как зарубежные производители плавленых сыров предпочитают открывать в России собственные производства.

Рынок зерненного творога является довольно узким сегментом сырного рынка. В Московском регионе ЗАО «Карат» с продукцией «Сыр Домашний» является крупнейшим производителем с долей 37%. В тройку основных производителей также входят ВБД с маркой творога зерненного «Домик в деревне» и Смоленский молочный комбинат с продукцией «Сыр Домашний», при этом их совокупная доля на московском рынке составляет порядка 20%. Основными зарубежными производителями творога зерненного являются Pieno Zvaigzdes (Svalia), Valio (Viola, Fanny), Брестский молочный комбинат «Савушкин Продукт» (Савушкин хуторок, 101 зерно).

Рынок зерненного творога

Бизнес-стратегия ГК «Карат» направлена на создание крупнейшего агропромышленного сырного холдинга в России. Для реализации данной стратегии в 2005 году холдинг принял решение о развитии нового перспективного направления бизнеса - производство твердых сыров. Для выхода в данный сегмент рынка в течение последних двух лет ЗАО «Карат» приобрел ООО «Сырдельный завод «Калачеевский» и ЗАО «Сыркомбинат «Калининский», специализирующиеся на производстве твердых сыров, а также ОАО «Сызраньмолоко», выпускающее в настоящее время цельномолочную продукцию. В целях усиления позиций на рынке твердых сыров холдинг намерен увеличивать объемы выпуска на текущих мощностях. Кроме того, планами Группы предусмотрено приобретение и установка на ОАО «Сызраньмолоко» и ООО «Сырдельный завод «Калачеевский» современного датского оборудования по производству твердых сыров совокупной мощностью 14.8 тыс. т в год.

Стратегия развития

В настоящее время ГК «Карат» выпускает как типовые виды сыров (Российский, Эдам, Гауда, Голландский), так и сыры под собственными марками (сыр «Калачеевский», сыр рассольный «Калининский»). В дальнейшем, ГК «Карат» планирует вывод на рынок новые собственные марки, что является, на наш взгляд, положительным фактором для развития бизнеса компании в условиях несформированности российского рынка твердых сыров. Кроме того, холдинг планирует продолжить приобретение предприятий по производству молочной продукции, в т.ч. и твердых сыров.

Помимо развития сегмента твердых сыров, ГК «Карат» намерена существенно усилить свои позиции на рынке мягких сыров. Так, в 4 кв. 2007г. – 1 кв. 2008г. холдинг планирует установку новой линии по производству сливочного сыра, что позволит начать выпуск продукции под новой торговой маркой в верхнем ценовом сегменте.

Рост объемов производства, по данным эмитента, будет сопровождаться увеличением обеспеченности производства ЗАО «Карат» собственным сырьем с текущих 36% до 50%.

В целях реализации стратегических планов, ГК «Карат» разработала инвестиционную программу на 2007-2009 гг. по модернизации оборудования, в рамках которой предусмотрены четыре ключевых проекта.

Основные инвестиционные проекты ГК «Карат» в 2007-2009 гг.

Содержание проекта	Срок реализации	Стоимость, млн. руб.	Плановая мощность	Цель инвестиций
Финансовый лизинг новой комплексной линии по производству сливочного сыра ЗАО "Карат"	4кв07-1кв08	70	2.4 тыс. т	Использование новой линии позволит ЗАО "Карат" выйти на рынок сливочного сыра, с объемом производства 2.4 тыс. т
Финансовый лизинг линии по производству твердых сыров ООО "Сырдельный завод "Калачеевский"	1-2кв2008	350	7.4 тыс. т	Увеличение объемов производства и реализации твердых сыров на 7.4 тыс. т
Приобретение линии по производству твердых сыров ОАО "Сызраньмолоко"	1-2кв2008	400	7.4 тыс. т	Увеличение объемов производства и реализации твердых сыров на 7.4 тыс. т
Модернизация цехов упаковки, плавления и производства мягких сыров ЗАО "Карат"	2007-2009	315	-	Оптимизация производственного процесса, увеличение объемов выпуска молочной продукции в современной упаковке, снижение себестоимости
Итого		1 135		

Источник: Данные компании

Общий объем инвестиционной программы на 2007-2009 гг. составляет 1135 млн. руб. При этом, реализация проекта по установке линии по производству сливочного сыра будет осуществляться по схеме финансового лизинга, предусматривающего рассрочку платежей на 5 лет и передачу оборудования в собственность ЗАО «Карат». Установка линии по производству твердого сыра будет осуществляться за счет собственных средств ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» по аналогичной схеме, предусматривающей передачу оборудования в собственность сыродельного завода по окончании лизинговых платежей. В свою очередь, приобретение и установка линии по производству твердых сыров на ОАО «Сызраньмолоко» планируется за счет льготного кредита ЗАО «Карат» от Департамента продовольственных ресурсов Москвы в размере 400 млн. руб.

ЗАО «Карат» осуществляет реализацию как собственной, так и произведенной на ООО «Сыродельный завод «Калачеевский» и ОАО «Сызраньмолоко» молочной продукции. Кроме того, ЗАО «Карат» является основным заемщиком холдинга. Данные факты свидетельствуют о том, что отчетность ЗАО «Карат» по РСБУ вполне адекватна с точки зрения отражения масштабов и кредитного качества всего холдинга.

Финансы

На протяжении последних нескольких лет ЗАО «Карат» быстрыми темпами наращивало обороты, чему способствовало увеличение собственных объемов производства, а также приобретение заводов по производству молочной продукции. Так, в 2002-9м2006 гг. средние темпы роста выручки составили более 40%. В 2005 году выручка ЗАО «Карат» в абсолютном выражении составила 1.8 млрд. руб., за 9 месяцев 2006 года – 1.6 млрд. руб.

В течение ближайших трех лет компания планирует сохранение высоких темпов роста (в среднем 40%) и увеличение выручки до 6.2 млрд. руб. в 2009 году. По данным эмитента, осуществлению такого прогноза будет способствовать реализация стратегии развития, направленная на увеличение объемов и ассортимента выпускаемой молочной продукции, эффект от приобретения нового сыркомбината «Калининский», а также развитие российского рынка сыров в целом.

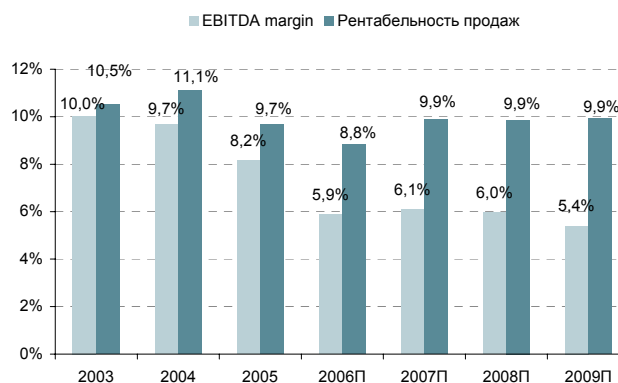
Рентабельность бизнеса ЗАО «Карат» находится на среднем для сыроваренных компаний уровне, которая, по оценкам экспертов, составляет 7%-10%. По итогам 9 месяцев 2006 года операционная рентабельность ЗАО «Карат» составила 8.7%. Некоторое снижение рентабельности продаж по сравнению с 2005 годом объясняется существенным увеличением в структуре реализации ЗАО «Карат» цельномолочной продукции ОАО «Сызраньмолоко», которая характеризуется более низкой добавленной стоимостью по сравнению с другими молочными продуктами. При этом уже по итогам 2007 года в результате реализации инвестиционной программы, в т.ч. увеличения в выпуске доли твердых сыров, ЗАО «Карат» планирует восстановление рентабельности до уровня 2005 года в размере 9.9%.

Динамика выручки и операционной прибыли в 2003-2009 гг.



Источник: Данные компании

Динамика показателей рентабельности в 2003-2009 гг.



Источник: Данные компании

Основным каналом сбыта молочной продукции ЗАО «Карат» является московская сетевая розница, что объясняет необходимость нести существенные расходы на услуги магазинов, которые отражаются как внереализационные расходы. Кроме того, эмитент проводит маркетинговые акции для привлечения покупателей, и выплачивает премии сотрудникам. В результате, уровень EBITDA margin несколько ниже операционной рентабельности. По оценкам компании, в 2006-2009 гг. EBITDA margin будет колебаться в пределах 5%-6%.

По состоянию на 1.11.2006 г. общий объем финансовых обязательств ЗАО «Карат» составил 911.7 млн. руб. Более 30% финансового долга сформировано за счет льготных кредитов от Департамента науки и промышленной политики г. Москвы и Департамента продовольственных ресурсов г. Москвы. В кредитном портфеле также отражен бридж-кредит от Банка ЗЕНИТ в

Долговая нагрузка

размере 321 млн. руб., выданный ЗАО «Карат» с целью приобретения ООО «Сыркомбинат «Калининский». Кроме того, 1,8% кредитного портфеля представляет кредит от ОАО «Сызраньмолоко».

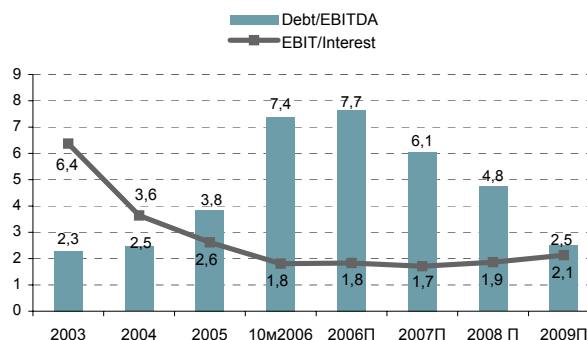
В настоящее время долговая нагрузка является достаточно высокой, что объясняется существенными затратами на приобретение трех новых предприятий, осуществляемыми как за счет собственных, так и заемных средств. Так, по состоянию на 1 ноября 2006 года объем долга без учета займов от связанных сторон превысил EBITDA в 7.4.

Кредитный портфель ЗАО «Карат» на 1.11.2006 г.

	Лимит, млн. руб.	Фактическая задолж-ть, млн. руб.	Срок погашения
Департамент науки и промышленной политики г.Москвы	144,9	144,9	2008-2010
Сбербанк	92,5	92,5	нояб-дек07
Итого долгосрочные кредиты и займы	237,4	237,4	
Банк ЗЕНИТ	321	321	окт06-дек06
Московский индустриальный банк	69,4	63,5	нояб06-март07
Сбербанк	104	104	февр07-апр07
Департамент продовольственных ресурсов Москвы	139,3	139,3	фев.07
Внешторгбанк	30,5	30,5	мар.07
ОАО "Сызраньмолоко"	48	16	-
Итого краткосрочные кредиты и займы	712,2	674,3	
Итого	949,6	911,7	

Источник: Данные компании

Показатели долговой нагрузки ЗАО «Карат» в 2003-2009 гг.



Источник: Данные компании

В результате размещения облигационного займа, 64% которого планируется направить на рефинансирование существующих кредитов, а остальные 36% - на пополнение оборотного капитала, объем долга без учета займов от связанных сторон составит 1 млрд. руб., debt/EBITDA увеличится до 7.7. Вместе с тем, вследствие эффекта от инвестиционной программы, долговое бремя компании будет постепенно снижаться и уже в 2009 года debt/EBITDA, по данным менеджмента, уменьшится до 2.5.

Ориентиром по доходности для второго выпуска ЗАО «Карат» являются, на наш взгляд, облигации ООО «Дымовское колбасное производство», размещенные 3 ноября 2006 г. с доходностью 11.29% к полуторалетней оферте, что соответствует спреду к ОФЗ в размере 530 б.п. Обе компании работают преимущественно в московском регионе на растущих рынках, при этом, продукция Дымова, в отличие от Карата, представлена в основном в ценовых сегментах «выше среднего» и «премиум».

Карат несколько превосходит Дымова по показателям рентабельности, что связано с наличием у эмитента собственной сырьевой базы. После размещения второго облигационного займа ЗАО «Карат», долговая нагрузка обеих компаний сравняется. Вместе с тем, Дымов характеризуется более широкими масштабами бизнеса и более быстрыми темпами роста: по итогам 9 мес. 2006 г. выручка Карата составила 1.6 млрд. руб. (у Дымова – 2 млрд. руб.), при этом средние темпы роста за 2003-9мес.2006 гг. – 38.5% (55.7%). Кроме того, ЗАО «Карат» сталкивается с растущей конкуренцией со стороны крупных иностранных игроков (Hochland, Valio, Kraft), которые уделяют особое внимание продвижению своей продукции, в то время как на российском рынке колбасных изделий практически отсутствуют зарубежные производители. Учитывая данные факты, мы оцениваем справедливый спред ЗАО «Карат» к ОФЗ в размере 560-590 б.п., что соответствует доходности к годовой оферте в размере 11.6%-11.9%. При этом, принимая во внимание шквал первичных размещений во второй и третьей декаде декабря и небольшой объем выпуска ЗАО «Карат», мы полагаем, что инвесторы могут потребовать дополнительную премию в размере 60 б.п. Таким образом, доходность второго выпуска ЗАО «Карат» на аукционе будет находиться, по нашим оценкам, на уровне 12.2%-12.5% годовых к годовой оферте.

Позиционирование

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Отчетность ЗАО Московский завод плавяных сыров «Карат» по РСБУ, 2004 – 9 мес. 2006 гг. (тыс. руб.)

Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На 01.01.2005	На 01.01.2006	На 01.10.2006
I. Внеоборотные активы				
Нематериальные активы	110	60	197	179
Основные средства	120	234 293	280 122	285 039
Незавершенное строительство	130	77 772	25 141	148 882
Долгосрочные финансовые вложения	140	2 423	108 840	105 345
Отложенные налоговые активы	150	351	565	41
Итого по разделу I.	190	314 899	414 865	539 488
II. Оборотные активы				
Запасы, в том числе:	210	106 900	206 686	176 720
сырье материалы и другие аналогичные ценности	211	58 868	101 904	88 741
готовая продукция и товары для перепродажи	214	44 061	87 078	76 288
расходы будущих периодов	216	3 971	17 704	11 691
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	40 574	37 230	35 317
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная)	240	119 877	309 409	312 814
покупатели и заказчики	241	87 667	145 294	224 313
Краткосрочные финансовые вложения	250	-	2 000	10 718
Денежные средства	260	6 324	6 903	9 152
Прочие оборотные средства	270	1 971	2 116	1 961
Итого по разделу II.	290	275 646	564 344	546 682
БАЛАНС (сумма строк 190+290)	300	590 545	979 209	1 086 168
III. Капитал и резервы				
Уставный капитал	410	1 000	1 000	1 000
Добавочный капитал	420	4 695	4 695	4 695
Резервный капитал	430		1 992	1 992
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	174 570	211 115	223 973
Итого по разделу III.	490	180 265	218 802	231 660
IV. Долгосрочные обязательства				
Займы и кредиты	510	194 320	415 153	237 376
Отложенные налоговые обязательства	515	4 598	13 707	5 693
Итого по разделу IV.	590	198 918	428 860	243 069
V. Краткосрочные обязательства				
Займы и кредиты	610	80 855	138 580	364 054
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	130 507	192 967	247 385
поставщики и подрядчики	621	115 962	168 667	182 345
задолженность перед персоналом организации	622	5 018	6 560	12 864
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	1 646	2 381	3 803
задолженность по налогам и сборам	624	2 995	6 652	32 620
прочие кредиторы	625	4 886	8 707	15 753
Итого по разделу V.	690	211 362	331 547	611 439
БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)	700	590 545	979 209	1 086 168

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Отчетность ЗАО Московский завод плавяных сыров «Карат» по РСБУ, 2004 – 9 мес. 2006 гг. (тыс. руб.)

Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2004	2005	9 мес.2006
Доходы и расходы по обычным видам деятельности				
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	1 156 373	1 767 683	1 646 181
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	829 693	1 287 002	1 238 372
Валовая прибыль	029	326 680	480 681	407 809
Коммерческие расходы	030	20 360	63 211	121 438
Управленческие расходы	040	177 924	246 422	143 065
Прибыль (убыток) от продаж	050	128 396	171 048	143 306
Прочие доходы и расходы				
Проценты к получению	060	205	242	30
Проценты к уплате	070	25 523	42 773	35 034
Прочие операционные доходы	090	8 740	33 648	17 288
Прочие операционные расходы	100	13 428	43 476	30 376
Внерезидентские доходы	120	2 096	3 638	1 740
Внерезидентские расходы	130	32 977	53 163	68 612
Прибыль (убыток) до налогообложения	140	67 509	69 164	28 342
Отложенные налоговые активы	141	351	565	41
Отложенные налоговые обязательства	142	4 598	13 707	5 693
Текущий налог на прибыль	150	20 057	16 118	9 146
Штрафные санкции	151	434	60	378
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	190	42 771	39 844	13 166

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.