



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

«ВОЛШЕБНАЯ НОЧЬ» С ЯКОВЛЕВСКИМ ТЕКСТИЛЕМ

Яковлевский Текстиль является лидером по производству технического текстиля, занимая около 60% рынка, и одним из ведущих производителей хлопчатобумажных домашних тканей и постельного белья высокого качества, занимая в этих сегментах по 25% и 3% соответственно.

Благоприятный макроэкономический климат, стремительный рост потребительского сектора и фрагментированный характер индустрии создают предпосылки для дальнейшего увеличения производства и доли рынка.

Компания проводит сфокусированную инвестиционную программу, позволяющую увеличить долю высокомаржинальной готовой продукции.

Мы считаем, что справедливый уровень доходности бумаг Яковлевского Текстиля к годовой оферте находится в диапазоне 10,5%-11,0%, но думаем, что при размещении доходность выпуска может сложиться на уровне 11,75-12,0% годовых.

Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Продолжающийся рост потребительского сектора создает благоприятные условия для развития производства домашнего текстиля всех ценовых категорий
- Фрагментированный характер сектора создает возможность увеличения доли рынка Яковлевского Текстиля
- Постепенное увеличение доли готовой продукции в ассортименте Компании
- Программа модернизации производства и ввода современного и более эффективного оборудования оказывает положительное влияние на операционные и финансовые показатели

Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Динамичный рост и экспансия в регионы оказывает давление на рабочий капитал
- Направленные на модернизацию производства капитальные вложения являются основным направлением оттока денежных средств
- Отсутствие аудированной консолидированной финансовой отчетности по МСФО

Профиль компании

Открытое акционерное общество «Управляющая компания Текстильного Холдинга «Яковлевский» (далее «Яковлевский», «Холдинг», «Компания» или «Эмитент») является одним из наиболее крупных игроков на текстильном рынке России, специализирующимся, главным образом, на производстве домашних и специальных тканей, постельного белья, спецодежды, а также трикотажных изделий.

Организационно Холдинг делится на три основных направления: производство (пять предприятий), реализация продукции (главным

Яковлевский Текстиль '08

Дата размещения	октябрь 2005г.		
Эмитент	ОАО «Управляющая компания Текстильного Холдинга «Яковлевский»		
Поручители	ОАО «Объединенная промышленная текстильная компания»		
Объем выпуска	1 млрд руб.		
Купон	полугодовой, ставка 1-2 купонов определяется в ходе размещения, 3-6 - определяет эмитент		
Срок обращения	3 года		
Организаторы	ФК «УРАЛСИБ»		

Основные финансовые показатели Текстильного Холдинга "Яковлевский"

млн руб.	2003	2004	1H05
Выручка	2 521	2 855	1 614
ЕБИТДА	213	307	150
Норма ЕБИТДА	8,4%	10,8%	9,3%
Суммарные активы	1 244	1 914	2 271
Собств капитал	772	964	1 055
Общий долг	296	810	1 124
Долг/Капитал	38,3%	84,0%	106,6%
Долг/Активы	23,8%	42,3%	49,5%
Долг/ЕБИТДА	1,4	2,6	3,7
ЕБИТДА/Проценты	7,4	3,2	2,7

Источники: данные компании, сводная управленческая отчетность



образом через ОАО «Текстильный Торговый Дом Яковлевский») и компании-владельцы основных средств (ОАО «Объединенная промышленная текстильная компания»). В холдинг входят одни из наиболее успешных предприятий Ивановской области – исторической родины российской текстильной индустрии.

Отличительной чертой Компании является ее вертикальная интеграция. Холдинг самостоятельно закупает сырьё, занимается его переработкой и изготовлением тканей и одежды.

В настоящее время производство тканей, домашнего текстиля и технического текстиля составляют 69%, 16% и 14% от выручки соответственно. По мере реорганизации производства и осуществления инвестиционной программы, доля готовой продукции будет расти.

Развитая система дистрибуции Холдинга охватывает крупнейшие города России. «Яковлевский» имеет 37 российских представительств и 2 представительства в Европе. Домашний текстиль «Яковлевский» реализуется через большинство торговых сетей, включая Ашан, Пятерочку, Рамстор, Седьмой континент, Мосмарт, Гроссмарт, Крокус. Новая линия более качественного постельного белья стала основой создания национального бренда под маркой «Волшебная ночь».

Потребителями продукции технического текстиля являются государственные (МО и МВД) и частные организации и компании разного профиля, в том числе работающие в нефтегазовой, металлургической, энергетической и авиационной промышленности. Следует отметить, что продажи технического текстиля сопряжены с прохождением сложной, затянутой и трудоемкой процедуры утверждения стандартов качества. «Яковлевский» – одна из немногих компаний в секторе, чья продукция отвечает жестким требованиям качества своих покупателей. Все это обеспечивает надежность бизнеса Компании и создает высокие препятствия для «новичков». Несмотря на то, что потребительский текстиль мы рассматриваем как более перспективный бизнес Компании, тем не менее, мы отмечаем стабильный характер сегмента технического текстиля, помогающий эффективно диверсифицировать продажи «Яковлевского».

Компания контролирует около 60% рынка тканей для спецодежды и 25% рынка тканей для постельного белья.

Краткий финансовый обзор

Финансовая отчетность по РСБУ не дает возможность провести полноценный финансовый анализ Эмитента, так как она не консолидирует результаты контролируемых Эмитентом компаний. Поэтому предметом нашего анализа стала консолидированная управленческая отчетность Холдинга.

Рентабельность:

2004г: Выручка по управленческой отчетности в 2004г. выросла на 13,3% до 2,9 млрд руб. Основным фактором роста стало увеличение объемов производства и доли готовой продукции (домашний и технический текстиль) с более высокой добавленной стоимостью, что положительно отразилось на рентабельности Компании. Модернизация производства и ввод нового зарубежного оборудования в 2004г. позволили Компании увеличить эффективность и снизить себестоимость производства. В результате валовая маржа улучшилась с 16,2% до 20,1%, показатель Ebitda вырос на 44,3% до 307 млн руб., а норма Ebitda укрепилась на 2,3% до 10,8%. Основным сдерживающим фактором улучшения рентабельности стал резкий рост коммерческих расходов на 72%,

Домашний текстиль «Яковлевский» реализуется через большинство торговых сетей, включая Ашан, Пятерочку, Рамстор, Седьмой континент, Мосмарт, Гроссмарт, Крокус

Мы отмечаем стабильный характер продаж технического текстиля, что помогает эффективно диверсифицировать продажи Компании

Модернизация производства позволила Компании увеличить эффективность и снизить себестоимость производства



связанный с развитием дистрибуторской сети.

Как мы отмечали ранее, Компания находится в процессе создания национальной системы дистрибуции, и резкий рост связанных с этим операционных расходов закономерен. Мы полагаем, что по мере создания этой сети рост будущих коммерческих расходов нормализуется.

1П05: Рост Компании в 1П05 продолжился, а выручка за период составила 1,6 млрд руб., или 56,5% объема продаж за полный 2004г., опережая темпы роста прошлого года. Мы отмечаем положительную тенденцию в снижении себестоимости производства. Как ожидалось, рост коммерческих расходов сдержал дальнейшее улучшение рентабельности Компании, что привело к падению нормы Ebitda до 9,3%.

Долговая нагрузка:

В 2004г. долговая нагрузка находилась на умеренном уровне. Совокупный долг, состоящий из банковских кредитов, составил 810 млн руб. Долг/Ebitda и Чистый долг/Ebitda составили 2,6х и 2,5х соответственно, соотношение Ebitda/процентные расходы установилось на уровне 3,3х. В течение первого полугодия долг Компании вырос до 1,1 млрд руб., но, несмотря на это, основные кредитные показатели сохраняют резерв прочности: Долг/Ebitda и Чистый долг/Ebitda выросли до 3,8х и 3,6х соответственно, и соотношение Ebitda/процентные расходы сократилось до 2,7х.

Структура долга имеет потенциал улучшения, так как краткосрочный долг по состоянию на конец 1П05 составлял около 968 млн руб. или 86,2% от общего долга. Данный облигационный заем позволит направить около 70% на рефинансирование краткосрочного долга, таким образом значительно улучшая структуру долга по срочности и уменьшая тем самым риск рефинансирования.

Состояние ликвидности:

Рост продаж, некоторый отрицательный разрыв в сроках оплаты поставщиков и покупателей, негативно отразились на состоянии рабочего капитала, который по нашей оценке в 2004г составил порядка 467 млн руб. Денежных средств от операционной деятельности было недостаточно для фондирования рабочего капитала и разрыв в ликвидности был закрыт за счет привлечения краткосрочных банковских кредитов.

Капитальные вложения в 2004г. составили около 184 млн руб.

Прогноз основных финансовых и операционных показателей

Компания планирует значительные положительные изменения своих финансовых показателей. Рост выручки ожидается на 26,7% и 46,2% до 3,6 млрд руб. и 5,3 млрд руб. в 2005 и 2006гг. соответственно. Прогнозный показатель Ebitda – на уровне 434 млн руб. и 759 млн руб. в 2005 и 2006гг. соответственно. Компания ожидает, что действующая программа по модернизации производства и улучшению ассортимента продукции в сторону более высоко-маржинальных товаров приведет к дальнейшему повышению рентабельности. Так норма Ebitda, которая заметно улучшилась в 2004г. до 10,8%, укрепится до 12,0% и 14,4% в 2005 и 2006гг. соответственно.

Компания планирует капитальные вложения в размере 373 млн руб. в 2005г. и 243 млн руб. в 2006г, главным образом направленной на приобретение ткацкого оборудования, в том числе по производству джинсовых тканей и одежды.

В 2004г. Долг/Ebitda и Чистый долг/Ebitda составили 2,6х и 2,5х соответственно

Денежных средств от операционной деятельности было недостаточно для фондирования рабочего капитала

Компания прогнозирует соотношение Долг/Ebitda на уровне 3,3х и 3,1х в 2005-2006гг. соответственно



По нашей оценке, управление рабочим капиталом станет одним из основных факторов, ограничивающих состояние ликвидности Компании, но мы полагаем, что имеющийся стабильный доступ к коротким банковским кредитам позволит Компании фондировать свой растущий оборотный капитал. По мере снижения капитальных вложений, ожидаемого уже после 2005г., совершенствования системы дистрибуции, улучшения условий оплаты поставщикам и покупателям нагрузка на рабочий капитал уменьшится.

Несмотря на планируемое увеличение совокупного долга, ожидаемое улучшение финансового состояния Компании позволит удерживать долговую нагрузку на контролируемом уровне. Компания прогнозирует соотношение Долг/Еbitda на уровне 3,3х и 3,1х в 2005 и 2006гг. соответственно.

Прайсинг

Мы считаем, что наиболее логично сравнивать Эмитента с Русским Текстилем и Росконтрактом. Бумаги последнего разместились в сентябре с доходность к 12,2% к годовой оферте. Выпуски Русского Текстиля в настоящее время торгуются на уровне 10,9% и 12,0% на срок 4,9 и 11,2 месяцев соответственно. Учитывая однородность многих проблем и возможностей, которые стоят на пути развития этих компаний, мы акцентируем наше внимание на состоянии их долговой нагрузки. При сравнении компаний очевидно, что долговое бремя Яковлевского Текстиля значительно ниже, чем у Русского Текстиля и ниже, чем у Росконтракта, чьи результаты находятся в большой зависимости от успешной финансовой деятельности этого холдинга.

По результатам анализа эмитента, мы считаем, что справедливый уровень доходности бумаг Яковлевского Текстиля к годовой оферте находится в диапазоне 10,5%-11,0%. Данный уровень отражает перспективы развития бизнеса Компании, контролируемый уровень долговой нагрузки, улучшение операционных и финансовых показателей с одной стороны, и высокий уровень капитальных вложений и рост оборотного капитала с другой. Однако, учитывая дебютный характер выпуска и недостаточную известность Эмитента на рынке, мы ожидаем, что доходность при размещении выпуска сложится на более высоком уровне, оцениваемом нами в 11,75-12,00% годовых к оферте.

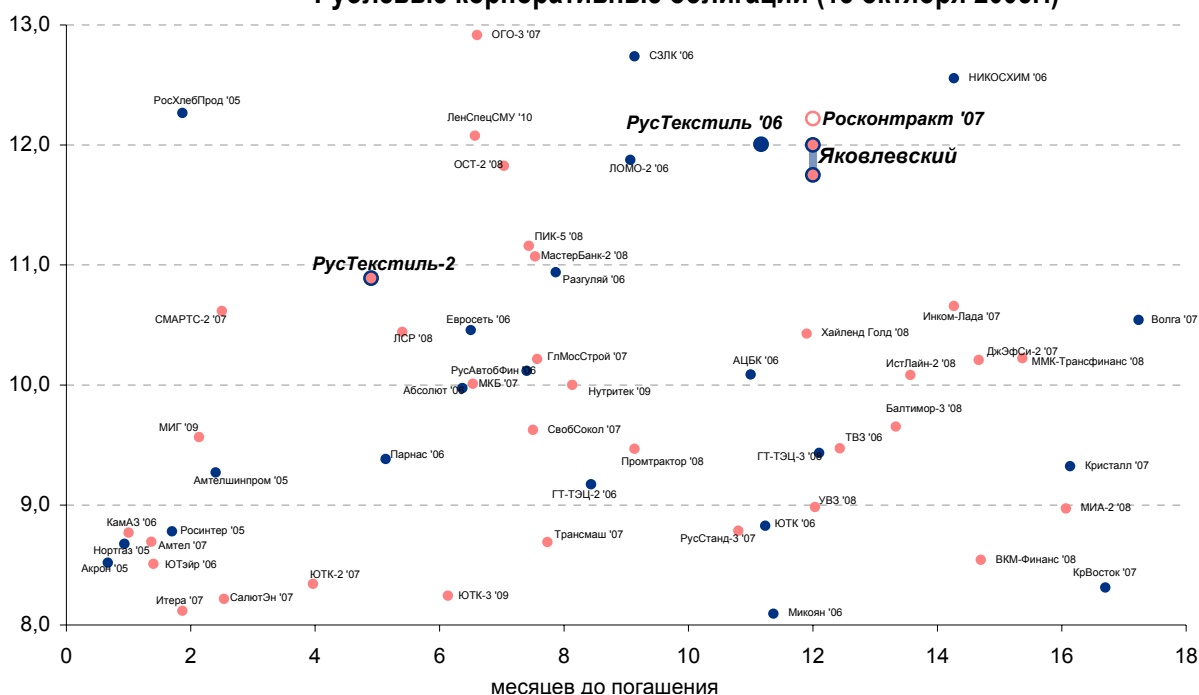
Яковлевский Текстиль в сравнении с компаниями отрасли

млн руб.	Яковлевский Текстиль	Русский Текстиль	Росконтракт
Выручка	2 855	7 653	6 545
ЕБИТДА	307,0	232,8	917,2
Норма ЕБИТДА	10,8%	3,0%	14,0%
Суммарные активы	1 914	6 193	11 662
Собств капитал	964	2 154	5 155
Общий долг*	810	1 756	3 816
Долг/Капитал*	0,8	0,8	0,7
Долг/Активы*	42,3%	28,4%	32,7%
Долг/ЕБИТДА*	2,6	7,5	4,2
ЕБИТДА/Проценты	3,3	1,7	2,6

Источники: данные компаний, сводная управл. отчетность

* Росконтракт - за вычетом внутреннего долга

Рублевые корпоративные облигации (13 октября 2005г.)



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@uralsib.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, atchekine@uralsib.ru

Управление рынков долгового капитала**Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru

Дарья Солюшкина, ст. специалист, son_da@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@uralsib.ru

Аналитическое управление**Руководитель управления**

Петру Вадува, vad_pe@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kog_an@uralsib.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk_mr@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@uralsib.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.), bra_ms@uralsib.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.), ros_ch@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор, pro_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор, pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005