

# Рублевые корпоративные облигации

26 ноября 2009 г.

Аналитический обзор

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### • ВБД: финансовые результаты за 3кв2009

**ВБД отчитался за 3-й квартал – результаты позитивны**

Вчера группа ВБД опубликовала отчетность за 3кв2009 г. Результаты наиболее важного для компании молочного направления выглядят весьма позитивно на фоне низких цен на сырье и благодаря предпринятым компанией мерам в ответ на снижение потребительского спроса. С нашей точки зрения кредитный профиль ВБД выглядит крепким, что, однако, уже заложено в текущем уровне доходности ее рублевых облигаций.

### Финансовые результаты ВБД по US GAAP, \$ тыс

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА	ЕБИТДА / Фин.расходы
3кв2009	1 595 599	34.6%	246 505	15.4%	501 180	1.5	0.9	7.8
2008	2 823 564	32.3%	360 966	12.8%	649 714	1.8	1.0	3.6
3кв2008	2 194 132	32.2%	282 727	12.9%	643 777	1.7	1.3	7.7
2007	2 438 328	32.1%	300 544	12.3%	545 827	1.8	1.7	17.8

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Ситуация в молочном дивизионе заметно улучшилась...**

На протяжении всего 2009 года ситуация в молочном дивизионе, который формирует 70% продаж компании, выглядит заметно лучше, чем в 2008 году, что обусловлено довольно низкими ценами на сырое молоко в 2009 году. Если в первых 3 кварталах 2008 года цена на сырое молоко колебалась в диапазоне 10-12.5 руб/кг, то в аналогичном периоде 2009 года она находилась на уровне 9.6-10.8 руб/кг.

**... в основном в связи со снижением цен на сырое молоко**

Стоит отметить, что высокая социальная значимость молочных продуктов обуславливает особое внимание государства к уровню розничных цен в этом сегменте. В такой ситуации компаниям-производителям молочных продуктов приходилось, жертвуя рентабельностью, поддерживать искусственно низкий уровень отпускных цен в периоды роста стоимости сырья. С другой стороны в условиях снижающихся цен на сырье рентабельность молочных производителей повышается.

**Валовая рентабельность молочного направления заметно возросла**

При 12%-ном снижении цен на сырое молоко с начала 2009 года, уровень розничных цен показал довольно умеренные темпы снижения - порядка 2.5% с начала года. Оказавшись в выигрышном рыночном положении в 2009 году, ВБД продемонстрировал заметный прирост валовой рентабельности молочного направления, который составил 7% против аналогичного периода 2008 года (31.1% против 29.1%).

**Совокупная ЕБИТДА рентабельность также существенно увеличилась**

Остальные бизнес-направления ВБД (напитки и детское питание) также продемонстрировали позитивную динамику по показателям рентабельности. Некоторое сокращение потребительского спроса (во всех сегментах) компания компенсировала ответными шагами по расширению ассортимента и уменьшению объемов упаковки, что вкупе с сокращением прочих операционных издержек привело к 19%-ному приросту рентабельности по ЕБИТДА.

**Кредитный профиль ВБД остается сильным**

С точки зрения кредитных характеристик, результаты ВБД выглядят вполне позитивно. Запас наличности превышает объем краткосрочного долга в 1.5 раза и обуславливает низкий уровень показателя Чистый Долг/ЕБИТДА – x0.9. Компания не планирует наращивать уровень долговой нагрузки, а запланированный объем капитальных затрат (~\$50 млн до конца 2009 года и ~\$150 млн в 2010 году) полностью профинансирует за счет собственных средств, что нам видится вполне реалистичным.

**Облигации ВБД  
интересны как  
консервативным  
инвесторам, так и в  
расчете на скорый рост  
цены**

Сегодня доходность рублевых облигаций ВБД второй серии (дюрация 1 год) составляет 9.2% и более ликвидного выпуска третьей серии – 9.5% (дюрация 0.7 лет). На наш взгляд, при текущих уровнях доходности облигации ВБД представляют интерес в основном для консервативных инвесторов, ориентирующихся главным образом на кредитное качество. Тем не менее, мы не исключаем покупки бондов ВБД в расчете на краткосрочный рост цены – мы ожидаем, что ЦБ снизит ставки еще на 50 б.п. в декабре 2009 года.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

#### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

#### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.