

Российские корпоративные облигации

03 марта 2008 г.

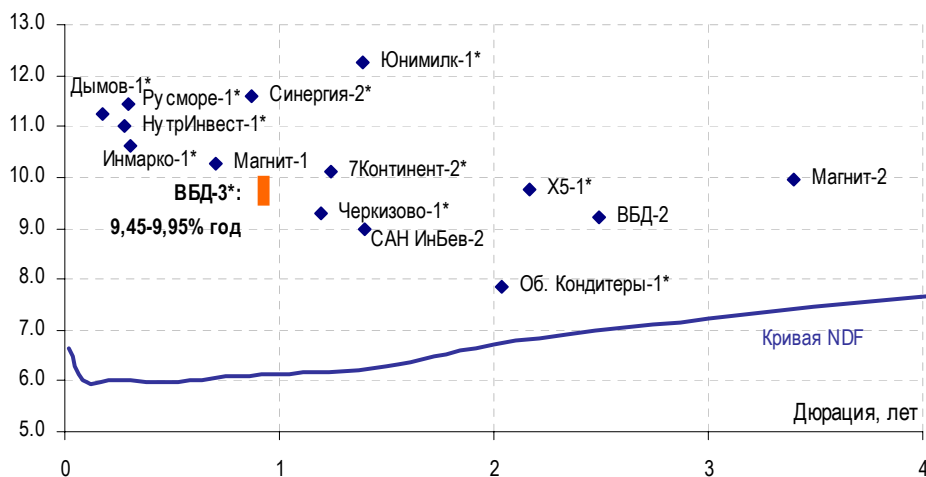
Специальный обзор

Вимм-Билль-Данн: чудо-выпуск

- ВБД — крупнейший производитель молочной продукции (доля рынка по итогам 9 мес. 2007 г. составила около 33,4% в денежном выражении) и один из лидирующих производителей напитков и детского питания в России (доля рынка соков – около 18,4%). В состав Компании входят 37 производственных предприятий и более 25 дистрибьюторских центров, расположенных в крупнейших городах России и СНГ.
- Основной бизнес ВБД — молочная продукция (около 76% продаж по итогам 9 мес. 2007 г.) и напитки (около 18% выручки по итогам 9 мес. 2007 г.). Компании принадлежит один из самых сильных портфелей потребительских брендов на российском пищевом рынке («Домик в деревне», «Чудо», «Био-макс», «Веселый молочник», «НЕО», «Ламбер», «Агуша», «Чудо-Ягода», J7, «100% Gold», «Любимый сад», «Ессентуки» и др.).
- В 2007 г. международные рейтинговые агентства S&P и Moody's повысили ВБД кредитные рейтинги до ВВ- и Вa3, соответственно. Кроме того, в 2007 г. ВБД получил от S&P самый высокий рейтинг корпоративного управления в России (7+).
- ВБД — первая компания российского потребительского сектора, осуществившая первичное размещение акций на Нью-Йоркской Фондовой Бирже (NYSE / ADR 3rd level) в 2002 г. Текущая капитализация Компании превышает 5 млрд долл. Акции ВБД также торгуются на ММВБ и в РТС.
- Основатели компании по-прежнему являются одними из основных акционеров ВБД. В общей сложности им принадлежит 42,5% уставного капитала компании. Крупнейшие акционеры: Юшваев Г., Пластинин С., Якобашвили Д. и Дубинин М. Группа Danone (A-/A3) довела свой пакет в капитале Компании до 18,36% с 4%, купленных в ходе IPO ВБД в 2002 г.
- Выручка Компании по итогам 9 мес. 2007 г. составила 1,76 млрд долл., что на 40,4% больше, чем за аналогичный период 2006 г. EBITDA за данный период составила 229 млн долл. (+ 30,9% к результату за 9 мес. 2006 г.), чистая прибыль – 105,6 млн долл. (+ 60%).
- Коэффициенты долговой нагрузки Компании отражают консервативные стандарты финансового менеджмента: долг/EBITDA – 1,7х, чистый долг/EBITDA – 1,6х по итогам 9 мес. 2007 г.

Оценка доходности облигационного займа ВБД-3 й серии на 03.03.2008

Оценка справедливой доходности



- Ориентиром при оценке «справедливой» доходности ВБД-3 являются бумаги ВБД-2, торгующиеся со спредом около 220 б.п. к кривой доходности NDF.
- Выпуск ВБД-2 включен в ломбардный список ЦБ и потенциально может быть включен в А1.
- Размер «справедливой» премии за первичное размещение на сегодняшний день вопрос открытый — с учетом текущей рыночной ситуации его можно оценить в 100-150 б.п. На наш взгляд, «справедливая» доходность ВБД-3 составляет 9,45-9,95% год. при годовой оферте.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка, * до оферты

Краткое описание и результаты деятельности

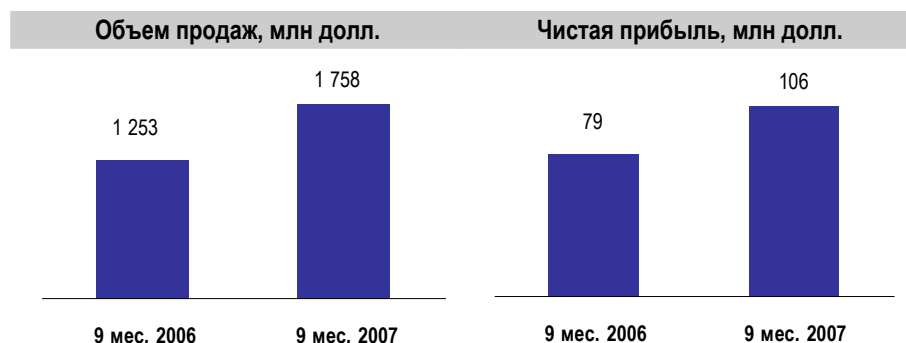
ВБД – крупнейший производитель молочной продукции в РФ

ВБД – одна из крупнейших компаний пищевой промышленности РФ. В состав группы входят 37 производственных предприятий и более 25 дистрибьюторских центров, расположенных в крупнейших городах России и СНГ. ВБД производит более 100 наименований напитков, более 900 видов молочной продукции и более 50 видов детского питания. В Компании работает свыше 19,5 тыс. человек.

Летом 2007 г. S&P и Moody's повысили рейтинги до BB- и Ba3, соответственно. Кроме того, ВБД получил от S&P рейтинг корпоративного управления 7+, что является самым высоким рейтингом корпоративного управления в России.

Ниже приведены некоторые результаты деятельности за 9 мес. 2006—2007 гг.:

Рост выручки существенно опережает инфляцию



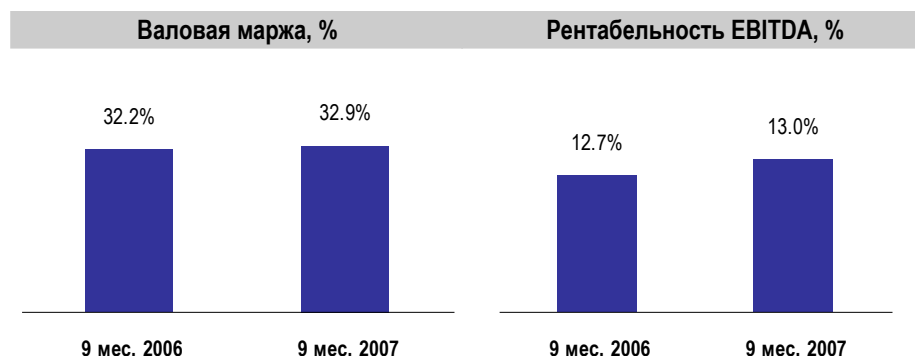
Источник: отчетность Компании по GAAP, оценки Райффайзенбанка

Свыше 75% выручки ВБД — продажи молочной продукции

В структуре выручки ВБД преобладают продажи молочной продукции – около 75,6% по итогам 9 мес. 2007 г. (за аналогичный период 2006 г. доля молочной продукции в выручке компании составила 74%). На него же пришелся основной рост продаж — свыше 43%, в основном за счет приобретений в конце 2006 г.

Доля напитков составляет 17,7% в выручке Компании, сократившись с 25,4% в 2004 г., доля детского питания – 6,8% (рост с 5,5% в 2004 г.).

Рентабельность компании выросла



Источник: отчетность Компании по GAAP США, оценки Райффайзенбанка

Несмотря на рост себестоимости в сегменте молочных продуктов, общие показатели рентабельности выросли

Несмотря на рост цен на молоко, показатели рентабельности Компании выросли. При этом валовая рентабельность молочного направления сократилась всего на 0,7 п.п. по сравнению с результатом за аналогичный период 2006 г. – до 30,1%, в основном за счет повышения цен на молочную продукцию.

Рост рентабельности — заслуга сегментов детского питания и напитков. Так, валовая рентабельность детского питания по итогам 9 мес. 2007 г. составила 44,4%, увеличившись с предыдущего года на 3 п.п. Валовая рентабельность сокового направления выросла до 40,4% с 34,4% по итогам 9 мес. 2006 г.

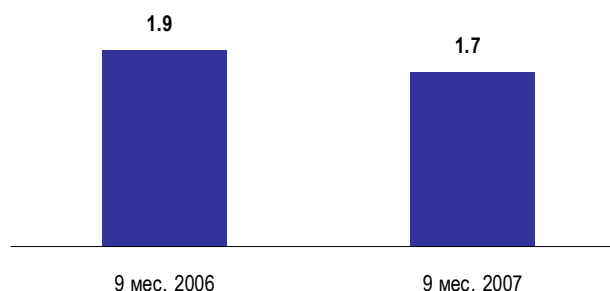
Долговая нагрузка

Согласно озвученным планам, ВБД не планирует значительного увеличения долга в 2008 г.

Долговая нагрузка находится на достаточно низком уровне. Показатель долг/ЕБИТДА на уровне 1,7х свидетельствует о консервативном подходе к предельно допустимому объему финансовой задолженности. По состоянию на 30 сентября 2007 г. долг Компании составил 519,6 млн долл., включая долгосрочные товарные кредиты от поставщиков на сумму 33 млн долл.

Показатель долг/ЕБИТДА традиционно не превышает 2х.

Долг/ЕБИТДА* на 30 сентября 2006—2007 гг., раз



* - в пересчете на год

Источник: отчетность Компании по ГААП США, оценки Райффайзенбанка

Размещение облигаций не изменит показателей долговой нагрузки

В настоящее время ВБД планирует размещение облигационного займа на 5 млрд руб. (около 200 млн долл.), а также привлечение синдицированного кредита на сумму 250 млн долл. При этом, согласно планам Компании, вновь привлеченные средства, главным образом, будут направлены на рефинансирование существующих займов (евробондов на сумму 300 млн долл., подлежащих погашению в апреле-мае 2008 г., и краткосрочных кредитов).

На развитие производственных мощностей, по приблизительным оценкам, в 2008 г. будет направлено около 200 млн долл., т.е. менее 50% прогнозного значения ЕБИТДА на текущий год.

Оценка «справедливой» доходности

Наиболее естественным ориентиром для определения «справедливой» доходности предстоящего займа является бумага ВБД-2, уже обращающаяся на рынке.

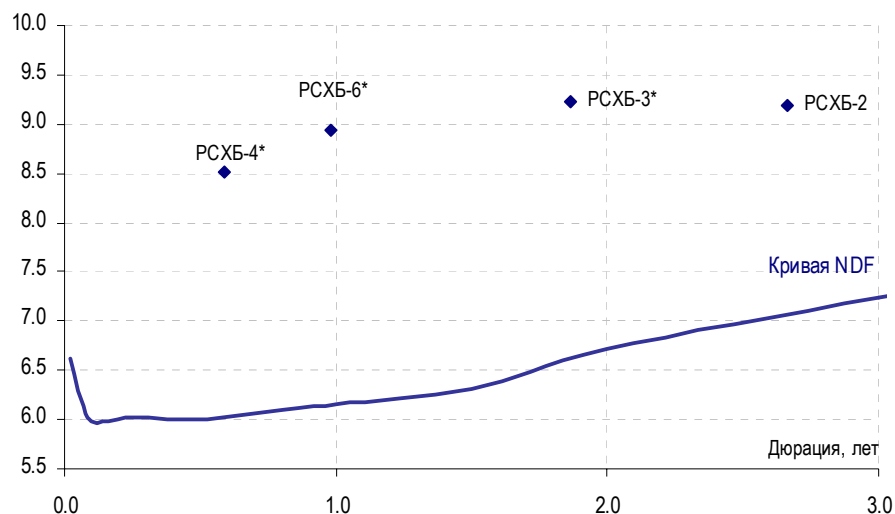
Новый выпуск будет автоматически включен в ломбардный список ЦБ, что положительно скажется на ликвидности выпуска.

В настоящее время ВБД-2 входит в ломбардный список (список ценных бумаг, принимаемых ЦБ в обеспечение по сделкам прямого РЕПО и ломбардным кредитам) и имеет перспективы включения в котировальный лист А1. Соответственно, при размещении бумаги ВБД-3, она также автоматически попадет в ломбардный список. И в случае включения ВБД-2 в котировальный лист А1, бумаги ВБД-3 также будут в него включены.

В настоящее время рынок требует «премию за первичное размещение».

Тем не менее, в связи со сложной ситуацией на финансовых рынках, при первичном размещении нового выпуска инвесторы, вероятнее всего, потребуют «премию» к текущим уровням доходностей.

В качестве примера можно привести последнее размещение Россельхозбанка. 22 февраля 2007 г. был размещен 6-й выпуск банка. При этом в настоящее время в обращении находятся еще 3 выпуска.



* доходность к оферте
Источники: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Спред доходности выпуска РСХБ-6 к кривой NDF на дату размещения составил около 250 б.п., что до 100 б.п. больше, чем по торгуемым выпускам. При этом следует отметить высокую ликвидность бумаг Россельхозбанка и его инвестиционный рейтинг (BBB+ от Fitch и Baa2 от Moody's), что, безусловно, повлияло на размер «премии за первичное размещение» в сторону ее уменьшения.

ВБД имеет хоть и высокий, но не инвестиционный кредитный рейтинг. По нашим оценкам, на сегодняшний день для такого объема выпуска эмитента с рейтингом ВВ- «премия за первичное размещение» в среднем составляет около 100—150 б.п.

**«Справедливая» доходность
ВБД-3: 9,45—9,95% год.**

Бумага ВБД-2 торгуется по доходности 9,25% год., дюрация — 2,5 года, спред к кривой NDF — около 225 б.п. Соответственно, «справедливая» доходность ВБД-3 составляет около 9,45—9,95% год. при годовой оферте.

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»
Номинал выпуска	5 млрд руб.
Организаторы	Райффайзенбанк Ренессанс Капитал
Дата размещения	5 марта 2008 г.
Срок до погашения	5 лет
Срок до оферты	1 год
Купонный период	182 дня
Использование средств	<ul style="list-style-type: none">• Рефинансирование текущей задолженности;• Развитие деятельности и общекорпоративные нужды Компании

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9924
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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 9900

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@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 информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.