ЗАЙМ на мороз

Анна Чепракова

Один из крупнейших российских производителей мороженого — концерн «Русский Холодъ», входящий в тройку лидеров отрасли после «Инмарко» и «Талосто», — до последнего времени не использовал публичные инструменты финансирования и не отличался высокой степенью информационной прозрачности. Как и многие другие компании, начать свою публичную историю «Русский Холодъ» решил с выхода на рынок облигаций. Правда, компании не удалось осуществить дебютный займ до кризиса ликвидности на российском рынке, а потому ее переход в разряд компаний, имеющих доступ к публичному рынку капитала, скорее всего, состоится лишь в конце нынешнего года.

Желание стать публичной компанией, по признанию президента «Русского Холода» Андрея Ситникова, является основным мотивом, побудившим компанию размещать облигации, поскольку дефицита заемных средств, по его словам, концерн не испытывает. Компания развивается быстрыми темпами: по итогам 2006 года объем продаж «Русского Холода» вырос по сравнению с предыдущим годом на 36% и составил 2.75 млрд руб. И если в прошлом году компания заработала около 300 млн руб. чистой прибыли, то по итогам 2007 года прогнозирует чистую прибыль уже в районе 450 млн руб.

БИЗНЕС, РОЖДЕННЫЙ КРИЗИСОМ

До прихода в бизнес по производству и продаже мороженого предприниматели Андрей Ситников и Константин Романенко, стоявшие у истоков концерна «Русский Холодъ», независимо друг от друга занимались импортом и реализацией немецкого и швейцарского шоколада и конкурировали на этом рынке. Мороженым предприниматели также торговали, но этот бизнес не был для них ключевым и имел сезонный характер: в летнее время, когда спрос на шоколад падал, бизнес поддерживала продажа мороженого. Со временем бизнесмены

консолидировали свои усилия по продаже шоколада и хотели даже открыть собственное кондитерское производство в России. Нашлись и зарубежные инвесторы, заинтересовавшиеся проектом, но экономический кризис августа 1998 года «убил» шоколадный бизнес, снизив его рентабельность до отрицательных значений, и компаньоны решили отказаться от реализации шоколада и переориентировать бизнес на производство и продажу мороженого, тем более что на момент кризиса они уже располагали собственным производством мороженого. История его появления такова: еще в начале 1998 года компаньоны приобрели 60% фабрики мороженого ООО «Алтайхолод» в Барнауле, остальные 40% предприятия тогда достались сегодняшнему основному конкуренту «Русского Холода» компании «Инмарко». Однако уже в 1999 году Ситников с партнером выкупили этот пакет, потратив на его покупку те средства, что предназначались для строительства шоколадной фабрики — $4 млн.

Ближайшие конкуренты «Русского Холода» на рынке мороженого — лидер отрасли компания «Инмарко» и занимающая второе место по объемам производства мороженого компания «Талосто» — были созданы раньше «Русского Холода». «Инмарко» — в 1993 г., «Талосто» — в 1992 г. Успеху «Русского Холода» — самой молодой среди лидеров отрасли компании — способствовал тот факт, что после дефолта 1998 г. с российского рынка ушли иностранные производители мороженого. В результате рынок был практически свободен, а дефицит на отечественном рынке мороженого продолжался вплоть до 2004 г.

СЛАДКОЕ ПРОИЗВОДСТВО

«Алтайхолод» образца 1999 г. был не самым «аппетитным» активом — на вооружении предприятия были три устаревших производственных линии. В год фабрика была в состоянии выпускать лишь 1 тыс. тонн низкокачественного мороженого двух видов. Но партнеры полностью реконструировали и переоснастили «Алтайхолод», и к 2005 году предприятие выпускало уже 15 тыс. тонн 150 различных видов мороженого в год, став одним из ведущих производителей отрасли. На сегодняшний же день его производственные мощности рассчитаны уже на выпуск до 20 тыс. тонн мороженого в год, а ассортимент фабрики включает более 200 наименований продукции. В 2003 г. фабрика «Алтайхолод» первой в России прошла сертификацию по стандартам ЕС и получила право поставлять свою продукцию в страны Евросоюза. Этой возможностью «Русский Холодъ» пользуется, продавая мороженое в Германию, Чехию, Грецию и страны Балтии. В мае 2006 года Министерство сельского хозяйства США выдало концерну лицензию на поставки мороженого под торговой маркой «Русский Холодъ» на американский рынок. Поставляет свою продукцию концерн и в Израиль, где живет много эмигрантов из стран бывшего СССР, тоскующих по вкусу русского мороженого. Компания принимает участие в международных выставках, так, на парижской международной выставке продуктов питания SIAL 2006 «Русский холодъ» был единственным российским производителем мороженого.

В начале года участники российского рынка мороженого называли основным акционером концерна «Русский Холодъ» президента компании «Алтайхолод» Александра Терентьева: его «однофамилица» Ольга Терентьева владела 75% минус одна акция концерна, а остальная часть бумаг принадлежала президенту «Русского Холода» Андрею Ситникову.

На момент сдачи номера в печать в самом концерне Cbonds Review не стали как-либо подтверждать или опровергать данную информацию, пообещав, что подробная информация о бенефициарах «Русского Холода» будет опубликована «в самое ближайшее время».

Андрей Ситников, президент концерна «Русский Холодъ»

Впрочем, понятно, что экспорт для «Русского Холода» скорее имиджевый ход, объемы поставок продукции за рубеж незначительны, и наращивать их в концерне не планируют. По итогам 2005 года экспортные поставки продукции компании составили чуть более 500 тонн, в 2006 году компания экспортировала в страны дальнего зарубежья приблизительно 2 тыс. тонн продукции, в 2008 г. планирует реализовать за рубежом примерно 5 тыс. тонн, что составит около 1/8 от общего объема производства концерна. «Целевым рынком для концерна остается, конечно же, Россия», — говорит Андрей Ситников.

Свой второй производственный актив — фабрику по производству мороженого в поселке Октябрьский Люберецкого района Подмосковья — ООО «Лагуна Койл» — основатели «Русского Холода» построили «с нуля». Концерн инвестировал в создание нового производства $50 млн. Проектная мощность новой фабрики составляет более 6 тыс. тонн мороженого в месяц. Строительство длилось два года и было завершено весной 2006 г., первую продукцию фабрика выпустила в мае 2006 г. На этом предприятии установлены производственные линии от Tetra Pak и Gram Equipment, большинство процессов автоматизировано. «Нам здесь и делать-то

практически нечего — утром нажал на одну кнопку, вечером — на другую», — в разговоре с обозревателем Cbonds Review признался один из работников фабрики. Производственные цеха напоминают скорее огромную лабораторию, нежели пищевое производство — тонкие металлические трубки, по которым идет охлаждающая жидкость, гигантские колбы-емкости с ингредиентами, сенсорные экраны — панели управления. В концерне особенно любят подчеркнуть, что это первое в России предприятие, где для заморозки мороженого используется относительно безвредный углекислый газ, а не фреон, разрушающий озоновый слой, или ядовитый аммиак. «При таком способе заморозки экономия электроэнергии выше на 40%, чем при использовании фреона», — поясняет Ситников. — Кроме того, CO2 — это абсолютно безвредное вещество, даже в случае разрыва трубы происходит самогерметизация — на месте трещины образуется сухой лед».

>>> С увеличением мощностей своей новой фабрики «Русский Холодъ» почти полностью отказался от размещения заказов на производство мороженого под фирменной торговой маркой у других компаний. <<<

До запуска подмосковной фабрики мороженого около 50% продукции «Русского Холода» производилось на чужих мощностях — концерн размещал заказы на предприятиях производителей мороженого «второго эшелона». Компания сотрудничала примерно с десятью производителями по всей стране — в Подольске, Ижевске, Туле и других городах. С увеличением мощностей своей новой фабрики «Русский Холодъ» почти полностью отказался от размещения заказов на производство мороженого под фирменной торговой маркой у других компаний. Сегодня на сторонних мощностях концерн размещает заказы только на производство самых низкорентабельных видов мороженого, прежде всего вафельных стаканчиков, поскольку транспортные расходы приводят к существенному удорожанию этого продукта. Все остальные виды мороженого от «Русского Холода» с весны 2006 г. производятся исключительно на фабриках концерна в Подмосковье и Барнауле. «Русский Холодъ» выпускает более 150 видов мороженого основных присутствующих на рынке типов: рожки, эскимо, батончики, стаканчики, брикеты, торты, рулеты, весовое и мягкое мороженое.

Основными брендами компании являются «Белочка», «Золотой рожок», «Лакомка», «Олимп», «Империал», «Юбилейное», «Любимое», рулеты «Виньетка». Кроме собственных брендов, концерн производит по лицензионному договору серию мороженого для детей «Нюша» и «Пин» под брендом «Смешарики». Доля лицензионного мороженого в структуре продаж компании составляет около 10%. «Русский Холодъ» регулярно пополняет свою ассортиментную линейку, причем некоторые оригинальные виды мороженого изобретает сам президент концерна. К примеру, именно он, урожденный сибиряк, является автором идеи выпускать мороженое с кедровыми орешками. Среди творений Ситникова есть мороженое со вкусом амаретто и коньяка, а также мармеладное. Еще один источник идей для совершенствования ассортиментной линейки — мониторинг работы зарубежных производителей. По словам Ситникова, все российские производители мороженого смотрят, «что хорошо продается за рубежом, и делают нечто аналогичное».

НЕ ЭСКИМО ЕДИНЫМ

Мороженое — это не единственная продукция, выпускаемая «Русским Холодом». Кроме двух фабрик по производству мороженого, в состав концерна входят ООО «Рыбокомбинат «Русский Холодъ», занимающийся переработкой, солением и копчением рыбы. В 2001 году Рыбокомбинат прошел сертификацию по стандартам ЕС и поставляет свою продукцию в Германию, Швейцарию, Францию.

Еще одно предприятие — ООО «Комбинат полуфабрикатов «Русский Холодъ» — находится на начальной стадии развития. Его продукция — замороженные полуфабрикаты, реализуется она в основном в Сибирском федеральном округе. Концерн планирует в 2008 г. значительно расширить производство полуфабрикатов и заменить продукцию других производителей, продаваемую компанией, собственной.

Несмотря на то что главным продуктом в линейке производимой концерном продукции является мороженое всевозможных видов, часть ассортимента сбытовой сети компании формируется и за счет замороженной продукции (преимущественно сторонних производителей). В структуре продаж концерна мороженое в летний период занимает 85–90%, зимой — 70–60%. В зимний период 30–40% выручки концерна формируется за счет продаж замороженных полуфабрикатов. Концерн сотрудничает с большинством производителей продукции пельменной группы и овощей глубокой заморозки, распространяющих свою продукцию на федеральном уровне. Через свою сбытовую сеть «Русский Холодъ» реализует замороженную продукцию компаний «Морозко», «Hortex», «4 сезона», «Усиновский», «Сибирский гурман», «Мериталь», «ФЗП», «Битсервис», «Росхлебопродукт», «Инко», «Фростмикс» (продукты питания). Кроме того, поставщиками ОАО «ТД «Русский Холодъ» являются «Бизнес-Компани», «ПепсиКо Холдингс», «Останкинские мясопродукты», «Сытый слон».

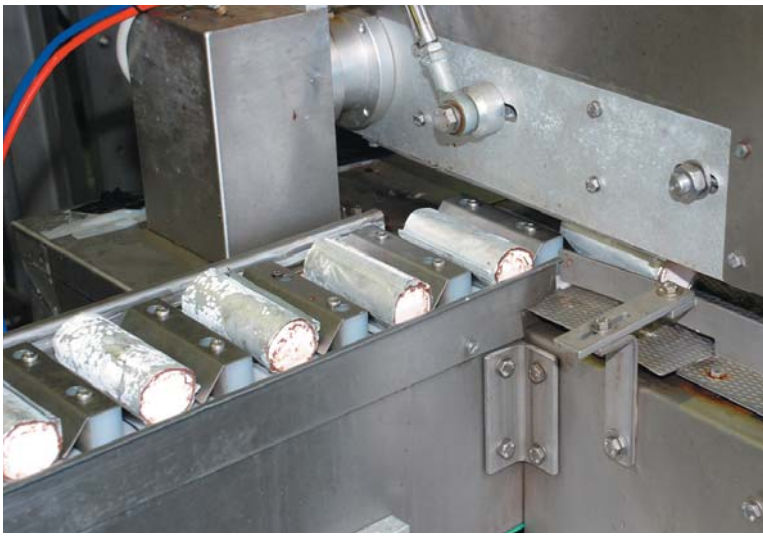
МЕЧТА — 60 ТЫСЯЧ ТОНН МОРОЖЕНОГО

По данным Союза мороженщиков России, пятерка лидеров рынка мороженого по итогам 2005 г. выглядела следующим образом: «Инмарко» (с объемом произведенной за год продукции в 42.02 тыс. тонн), «Талосто» (33.8 тыс. тонн, включая продукцию компании «Метелица»), «Айсберри» (21.4 тыс. тонн), «Русский Холодъ» (20 тыс. тонн), «Нестле — Жуковское мороженое» (19.8 тыс. тонн). По итогам 2006 г. «Русскому Холоду» удалось подняться с четвертого места на третье. По результатам 2007 г. «Русский Холодъ» рассчитывает стать вторым по объемам производства мороженого, а к 2009 г. за счет высоких темпов роста «Русский Холодъ» хочет и вовсе выйти на первую позицию в своей отрасли. Главной стратегической целью развития концерна является получение к этому времени доли рынка не менее

20% — при этом нынешняя доля концерна на рынке, по информации Союза мороженщиков России, составляет 6.3%. Такие амбициозные планы руководство компании лелеет, исходя из того, что по показателям роста опережает своих конкурентов. За прошлый год «Русский Холодъ» произвел 26 тыс. тонн мороженого, что на 30% больше, чем в 2005 г. В 2007 г. компания намерена произвести 34 тыс. тонн продукции. «По объему производства у нас второе место, а по темпам роста первое — причем с большим отрывом от конкурентов. И на первое место по объемам производства мы, вполне возможно, выйдем в самое ближайшее время, — поясняет Андрей Ситников. — Хотя, конечно, это не является для нас самоцелью. Гораздо важнее рентабельность и доля прямой доставки».

Финансовые показатели компании также растут: выручка компании за 2006 г. составила 2.2 млрд руб., чистая прибыль составила 335 млн руб., EBITDA — 796 млн руб. В 2007 г. компания планирует увеличить выручку до 3.35 млрд руб., чистую прибыль — до 450 млн руб., прогноз показателя EBITDA по итогам года — 830 млн руб. Несмотря на высокие темпы развития производственных мощностей и активное расширение сбытовой сети, долговая нагрузка компании держится на невысоком уровне: по итогам 2006 г. совокупный долг компании по полученным кредитам составил 1866 млн руб. (725 млн руб. — долгосрочный долг, краткосрочная задолженность — 1141 млн руб.). Соотношение долг/EBITDA составило 2.3. По итогам 2007 г. руководство ожидает, что этот коэффициент снизится до 1.80 с учетом облигационного займа.

Для захвата пятой части российского рынка мороженого с 2009 г. «Русский Холодъ» собирается производить не менее 60 тыс. тонн мороженого в год (в 2007 г. эта цифра составит 34 тыс. тонн), из которых 40 тыс. тонн будет производиться на подмосковном заводе компании, остальные 20 тыс. тонн — в Барнауле. У концерна есть план развития производственных мощностей вплоть до 2011 г. В мае 2007 г. новую линию по производству мороженого Tetra Laval Food (Дания) запустили на «Алтайхолоде». Оборудование стоимостью 640 тыс. евро было приобретено за счет кредитов в начале 2007 г.



>>> Для захвата пятой части российского рынка мороженого с 2009 года «Русский Холодъ» собирается производить не менее 60 тысяч тонн мороженого в год (в 2007 эта цифра составит 34 тысяч тонн), из которых 40 тысяч тонн будет производиться на подмосковном заводе компании, остальные 20 тысяч тонн — в Барнауле. <<<

На датской линии предприятие будет выпускать до 20 тонн мороженого в сутки. Ввод новых мощностей позволит увеличить объем производства барнаульской фабрики на 8–10% в год. В конце весны 2007 года на фабрике «Русского Холода» в Подмосковье также установили новое оборудование: четыре высокопроизводительные линии от компании TetraPack и одну линию от компании Gram Equipmen. В следующем году концерн планирует закупить и ввести в эксплуатацию новые производственные линии на барнаульской и подмосковной фабриках, в результате чего мощности концерна вырастут еще на 10 тыс. тонн.

ВСЕ ПОД КОНТРОЛЕМ

С ростом объемов производства компания планирует расширять свою филиальную сеть, а также наращивать собственные складские мощности. Концерн уже располагает весьма разветвленной сбытовой сетью. Сбытовые компании «Русского Холода» объединены в рамках ОАО «Торговый Дом «Русский Холодъ». Торговый дом закупает у концерна продукцию, произведенную предприятиями концерна, а также приобретает продукцию у сторонних производителей, а затем реализует весь этот товар через сеть собственных филиалов. 15 торговых филиалов «Русского Холода» расположены в тех городах, где концерн контролирует большую долю рынка мороженого и занимает первое-второе места по объемам продаж: Москве, Калининграде, Вологде, Самаре, Астрахани, Ростове-на-Дону, Екатеринбурге, Новосибирске, Барнауле, Красноярске, Омске, Владивостоке…

«Русский Холодъ» предполагает усиливать свои самые перспективные с точки зрения роста продаж филиалы за счет строительства или покупки складов для хранения замороженной продукции. Обзавестись

собственными складскими помещениями компания собирается, прежде всего, в Екатеринбурге, Вологде, Ростове-на-Дону, Красноярске. В прошлом году компания уже приобрела по одному складскому комплексу в Екатеринбурге, Астрахани и Вологде. Кроме усиления филиалов в этих перспективных регионах, «Русский Холодъ» будет наращивать продажи концерна на рынках с высокой плотностью населения в Центральном и Южном федеральных округах, в том числе за счет расширения дистрибьюторской сети. Раньше расширять круг партнеров — дистрибьюторов и оптовых клиентов — концерну не позволяли недостаточные объемы собственного производства в «пиковые» летние месяцы. Однако ввод в эксплуатацию все новых и новых мощностей позволил концерну решить эту проблему.

>>> Фирменные прилавки и киоски, по мнению Андрея Ситникова, являются важнейшим каналом продаж для производителя мороженого, заинтересованного в эффективной реализации своей продукции. <<<

Развивать сбыт «Русский Холодъ» решил в том числе и через M&A. В инвестиционный план компании заложено приобретение двух-трех дистрибьюторский компаний в год, наиболее интересны концерну компании, оперирующие в европейской части России, а также на юге страны. «Сейчас мы ведем переговоры с несколькими компаниями, но их названия я, само собой, пока раскрыть не могу», — говорит Андрей Ситников. Покупать чужие сбытовые сети «Русскому Холоду» не в новинку, концерн уже не первый год очень агрессивно развивает свою дистрибуцию. Только в 2006 году компания купила семь торгово-сбытовых компаний: «Гранд Гулливер» и «Филиппов» в Новосибирске, «Коростылев» в Барнауле, «Пингвин» в Ростове-на-Дону, «Галеон» и «АТП ЛЭС» в Москве, «МИРТ» в Красноярске. В текущем году аппетиты концерна не уменьшились, и он поглотил барнаульскую сбытовую сеть своего конкурента «Инмарко» — «Дергачев». Учитывая все приобретенные активы, к концу третьего квартала 2007 г. концерн располагал примерно 40 тыс. фирменных морозильных прилавков и 1 тыс. фирменных киосков.

Фирменные прилавки и киоски, по мнению Ситникова, являются важнейшим каналом продаж для производителя мороженого, заинтересованного в эффективной реализации своей продукции. Главное преимущество этого способа продаж заключается в том, что он напрямую связывает производителя с конечным потребителем, и производитель может контролировать продажи и регулировать загрузку собственных лотков и киосков. «Расставляются собственные холодильные лари или киоски, а собственный транспорт туда доставляет товар», — объясняет механизм прямой доставки Ситников. Среди производителей мороженого «Русский Холодъ» располагает самой большой сетью прямых продаж в России — около 80–85% всех продаж компания осуществляет путем прямой доставки, что, по словам Ситникова, позволяет с большой долей вероятности планировать деятельность компании и оперативно реагировать на изменения рынка. Лидер рынка мороженого «Инмарко», по информации Ситникова, 60–70% своей продукции продает оптовым клиентам. «Оптовик приезжает, забирает товар, и неизвестно, приедет ли он завтра. А прямую доставку можно прогнозировать», — расписывает конкурентные преимущества «Русского Холода» Ситников. Кроме того, концерн снабжает фирменным торговым оборудованием и своих партнеров-дистрибьюторов, благодаря чему узнаваемость компании растет даже в тех регионах, где у нее нет собственных филиалов. «Русский Холодъ» продолжит инвестировать в покупку морозильных прилавков, киосков и специализированного автотранспорта (небольшие грузовые машины для доставки продукции) для их обслуживания. За девять месяцев 2007 г. компания приобрела 13 тыс. морозильных прилавков и 55 новых машин для доставки. Примерно такое же количество прилавков и новых автомобилей концерн намеревается приобрести в 2008 г.

Общий объем инвестиций компании в развитие дистрибуции, производственных и складских мощностей в 2007–2010 гг. составит 2 млрд руб. В 2007 г. компания планирует направить на эти цели 570 млн руб. Из них к сентябрю 2007 г. было освоено 450 млн руб. В 2008 г. «Русский Холодъ» потратит на свое развитие 550 млн руб., в 2009 г. — 480 млн руб., в 2010 г. — 450 млн руб. Не исключено, что «Русский Холодъ» наращивает свою капитализацию в преддверии продажи стратегическому инвестору или проведения IPO — возможность обоих сценариев не отрицается акционерами концерна.

«РУССКИЙ ХОЛОДЪ» ГОТОВ К ПРОДАЖЕ

Тема публичного размещения акций не чужда владельцам «Русского Холода», хотя окончательного решения проводить IPO пока не принято. Пока акционеры и менеджмент компании хотят, чтобы у «Русского Холода» лишь была такая возможность. «Мы хотим создать себе возможность выйти на публичный рынок акций, но еще не знаем, воспользуемся ли этой возможностью», — объясняет Ситников. В рамках подготовки к гипотетически вероятному IPO с 2006 г. компания готовит консолидированную отчетность по МСФО, аудитором отчетности выступает Ernst & Young.

И если решение о проведении IPO и допуске широкого круга акционеров к управлению компанией тяготеющий к непрозрачности «Русский Холодъ» может и не при-

нять, то перспективным вариантом для компании могло бы стать объединение с одним из конкурентов. Консолидация с другим сильным игроком могла бы превратить «Русский Холодъ» в бесспорного лидера рынка. Партнером концерна мог бы, например, стать его давний конкурент «Инмарко». Председатель совета директоров этой компании Дмитрий Докин не раз заявлял, что уже на протяжении четырех лет акционеры «Русского Холода» всерьез обсуждают возможность объединения их компаний. Впрочем, в самом «Русском Холоде» идею консолидации именно с «Инмарко» пока перспективной не считают.

Между тем, консолидация в отрасли уже набирает обороты. Так, производитель мороженого компания «Айс-Фили» в сентябре 2005 г. была приобретена британским инвестиционным фондом Fleming Family & Partners и впоследствии объединена с ГК «Рамзай» (75% в которой также выкупил Fleming Family & Partners). В результате консолидации появилась компания «Айсберри». Фонд Fleming Family & Partners, по словам Ситникова, в начале 2006 г. проявлял интерес и к «Русскому Холоду», но тогда концерн еще не завершил строительство своей подмосковной фабрики, и акционеры не были готовы обсуждать вопрос о продаже. Вероятно, Fleming Family & Partners рассматривал возможность объединения «Русского Холода» с «Айсберри» с целью создания нового мощного лидера рынка мороженого. Сейчас «Русский Холодъ», по признанию Ситникова, не ведет переговоров о продаже концерна, но в то же время акционеры готовы к диалогу.

«Размещение облигаций для «Русского Холода» — один из шагов на пути к прозрачности в преддверии возможного IPO. Для нас не является критичным привлечение средств с рынка облигаций, мы можем привлекать кредиты, и залогов у нас хватает», — рассказывает о целях размещения облигации Ситников. Привлеченные за счет размещения облигаций 1.2 млрд руб. концерн намерен потратить на рефинансирование текущего кредитного портфеля, а также на приобретение холодильных ларей, машин, линий по производству мороженого.

Облигации главных конкурентов «Русского Холода» — компаний «Инмарко» и «Талосто» — уже представлены на рынке. Ставка полугодового купона облигаций «Талосто-Финанс» составила 10%, ставка первого и второго купонов по облигациям «Инмарко» была установлена в размере 9.85%, третьего и четвертого — 10.5%. «Русский Холодъ», как водится, рассчитывает разместить свои бумаги не дороже конкурентов, заплатив инвесторам примерно 9.85–10.00% годовых. Учитывая меньшие по сравнению с ближайшими конкурентами масштабы бизнеса «Русского Холода», а также премию за дебют, можно ожидать, что доходность облигации концерна будет не ниже 11%.

Мнение

Яков Яковлев,

аналитик по долговым рынкам,
Банк «ЗЕНИТ»

«Русский Холодъ» — быстрорастущая компания, входящая в тройку лидеров на российском рынке мороженого. С положительной стороны, помимо рыночных позиций, можно отметить довольно высокое качество активов — в 2006 г. компания ввела в строй построенную «с нуля» фабрику по производству мороженого в Подмосковье, тем самым укрепив свои позиции на рынках центрального региона.

Кроме того, стоит отметить довольно обширную сеть собственных торговых филиалов, охватывающую 14 крупных городов России. Фактически торговое направление является отдельным сегментом бизнеса, и его доля в выручке в прошлом году была преобладающей: на долю мороженого собственного производства приходилось лишь около 40% продаж. В перспективе с ростом объемов производства доля собственного мороженого будет расти (в 2007 г. предполагается рост до 54%), и существующая торговая сеть позволяет рассчитывать на отсутствие проблем с дистрибуцией.

На другой чаше весов с позиции бизнес-рисков — довольно высокая сезонность рынка мороженого: пик потребления приходится на летние месяцы. В то же время для эмитента этот риск отчасти сглаживается довольно большой долей полуфабрикатов, спрос на которые более равномерен в течение года.

Еще один риск «общеотраслевого» характера, который компании сложно избежать — довольно существенный рост цен на сухое молоко в этом году в России вслед за мировым трендом роста цен на молочное сырье. При этом возможности перекладывания издержек на потребителя за счет роста цен на конечную продукцию могут быть ограничены из-за конкуренции с мелкими производителями, использующими меньше «натуральных» ингредиентов в производстве и испытывающими меньшее давление со стороны растущих затрат. Как следствие, рост стоимости сырья может негативно сказаться на рентабельности собственного производства.

С точки зрения финансовых показателей «Русский Холодъ» с выручкой около 2.2 млрд руб. в 2006 г. уступает лидерам — «Инмарко» (3.6 млрд руб.) и «Талосто» (более 3 млрд руб.). При этом эмитент, как и некоторые присутствующие на долговом рынке отраслевые аналоги, не отличается высокой рентабельностью, что во многом является следствием больших коммерческих затрат: операционная рентабельность в 2006 г. состави-ла всего 5%, а в первом полугодии 2007 г. — 9.3%. Рассчитанный по чистой прибыли показатель заметно выше — 35.5% в первом полугодии 2007 г., однако такой результат, похоже, является следствием большого объема «неденежных» статей — дохода от переоценки финансовых вложений в ценные бумаги.

Стоит отметить достаточно высокий уровень долговой нагрузки — это, впрочем, неудивительно, учитывая активные инвестиции в развитие производства: объем долга на 01.07.07 составлял 1.73 млрд руб., Debt/EBITDA (без учета «неденежных» составляющих) — 4.6. Для сравнения: соотношение Debt/EBITDA «Инмарко» в 2006 г. составляло около 3.

Что касается возможной доходности выпуска, то здесь какие-то ориентиры пока давать преждевременно, учитывая непростую ситуацию на рынке. В то же время очевидно, что при размещении займа потребовалась бы премия к доходности отраслевых аналогов — «Инмарко» и «Талосто» — порядка 50 б.п.

Мнение

Любовь Аверьянова,
аналитик,
Банк Москвы

Как вы оцениваете место концерна «Русский Холодъ» на российском рынке мороженого?

Концерн «Русский Холодъ» в настоящее время занимает около 5–5.5% российского рынка мороженого. Его опережают только «Инмарко», «Талосто» и «Айсберри». В то же время на отдельных региональных рынках расстановка сил совсем другая. Так, свою долю в Барнауле (где расположена первая фабрика мороженого концерна) «Русский Холодъ» оценивает не менее чем в 85%. В прошлом году была открыта подмосковная фабрика мороженого «Русский Холодъ». Теперь функционирует и активно наращивает объемы производства современная высокотехнологичная фабрика, ориентированная на снабжение рынка европейской части России. Данное обстоятельство сможет существенно укрепить позиции «Русского Холода» в европейской части России. В 2007 г. концерн имеет возможность увеличить свою рыночную долю и занять третье или даже второе место на российском рынке мороженого.

Рыночные позиции концерна усиливает широкая сбытовая сеть филиалов, охватывающая всю Россию, собственные сети киосков и ларей в крупных городах, контроль над сбытовой сетью за счет прямых поставок в точки продаж или конечным сбытовым компаниям, минуя промежуточных посредников, которых может быть не один уровень.

Какие риски присутствуют в бизнесе эмитента, на ваш взгляд?

Основные риски в деятельности концерна связаны с ярко выраженной сезонностью деятельности — если в период пикового спроса у комбината полностью загружены мощности, и часть продукции (самой простой и низкорентабельной — например, вафельных стаканчиков) выпускается на сторонних предприятиях, то зимой, когда спрос падает на 60–70%, часть мощностей простаивает. Проблема решается за счет перевода части оборудования на выпуск «зимнего» мороженого (рулеты, ванны, торты-мороженое), а также за счет диверсификации деятельности (у концерна есть собственные мощности по производству рыбных полуфабрикатов и замороженных полуфабрикатов, а также торговое направление, работающее со сторонней аналогичной продукцией). Но полностью исключить сезонные колебания выручки все равно невозможно.

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки компании «Русский Холодъ», на ваш взгляд?

На 1 июля 2007 г. кредиты и займы составляют 1730 млн руб., или 41% валюты консолидированного баланса, составленного на основе данных управленческого учета (то есть с учетом рыночных оценок активов). В 2006 г. у «Инмарко» и «Талосто» долговая нагрузка была лишь немного ниже — 37% и 36% соответственно. Для производственной компании, ведущей активное расширение производственных и складских мощностей и обновление основных фондов, такая долговая нагрузка вполне объяснима.

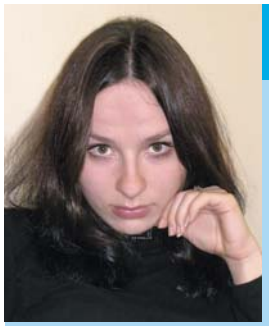
Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций этого заемщика? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?

Основными аналогами для «Русского Холода» являются уже присутствующие на рынке облигации «Инмарко» и «Талосто», доходность по которым при стабильном рынке соответствует уровню 10–11% годовых. Этот уровень плюс премия за дебют и должен являться справедливым для «Русского Холода» при стабильной рыночной конъюнктуре.

В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность компании «Русский Холодъ» как эмитента облигаций?

Факторы инвестиционной привлекательности:

- реальный сектор (производство);
- собственные производственные площади (заводы), не обремененные залогами;
- современные производственные мощности, при этом далеко не заполненные полностью;
- широкая собственная розничная сеть;
- низкий уровень долговой нагрузки;
- прозрачная структура собственности.



Мнение

Алексеева Ольга,
аналитик,
ЗАО ИФК «Солид»

Финансовые показатели группы в целом оцениваются как достаточно скромные. Несмотря на то что уровень финансовой автономии соответствует нормативному, группа почти не имеет собственных средств в обороте, и все оборотные средства финансируются обязательствами. Это является достаточно рискованной стратегией, в связи с чем необходимость привлечения дополнительного заемного капитала выглядит несколько спорно. Нельзя сказать, что группа на сегодняшний день вообще без затруднений обслуживает свои обязательства. Выручка в годовом исчислении лишь на 77% больше долга, а операционная прибыль (источник покрытия процентов) менее чем в 1.5 раза покрывает их при минимальном нормативе в два раза. Показатели эффективности деятельности достаточно посредственны. Операционная рентабельность составляет 9.3%, экономическая — 6.7%. Стоит отметить, что экономическая рентабельность является как бы пределом цены заемных средств, уровнем, дороже которого занимать не следует. Маловероятно, что купон будет менее 10%.

Также хотелось бы отметить, что группа компаний не «потянет» обслуживание большого объема займа, а заем менее 1 млрд руб. не будет обладать достаточным уровнем ликвидности.

Также существенные риски для держателей облигаций может содержать в себе выбор группой эмитента и поручителей, то есть компаний, имеющих прямое отношение к займу. Желательно, чтобы это были реальные операционные компании, имеющие активы на своем балансе и генерирующие денежные потоки, иначе список потенциальных инвесторов сократится за счет тех, кто оценивает кредитоспособность компании в большей степени по формальным признакам.