

Рейтинговый отчет

(версия для публикации)

(по договору № 54-1/РА от 25 марта 2011 года)



Кредитный рейтинг облигаций по украинской национальной шкале:

uaBBB

Интерпретация рейтинга:

Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaBBB характеризуется достаточной кредитоспособностью в сравнении с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности зависит от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий (Оценка определена в соответствии со шкалой, утвержденной Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 г. № 665)

Дата присвоения рейтинга:

18 мая 2011 года



ЭМИТЕНТ: Публичное акционерное общество «Киевхлеб»

(полное название эмитента)

04080, г. Киев, ул. Межигорская, 83

(юридический адрес эмитента)

04080, г. Киев, ул. Межигорская, 83

(фактический адрес эмитента)

Полное название:	Публичное акционерное общество «Киевхлеб»
Организационно правовая форма собственности:	Публичное акционерное общество
Код ЕГРПОУ:	00381574
Ф.И.О. руководителя, должность:	Черета Владимир Викторович, Председатель правления / Генеральный директор
Численность штатных сотрудников:	5753 человек
Дата регистрации компании:	19.06.1996
Дата фактического начала работы компании:	19.06.1996
Аудиторская компания, услуги которой использовались последний год:	ООО «Украинская аудиторская компания «Кредо»
Название банка, в котором находится основной счет:	ПАТ КБ «Хрещатик» (ЕГРПОУ 19364259)
Телефон:	+38 (044) 277-70-31
Факс:	+38 (044) 277-70-31
Ф.И.О. и должность сотрудника ответственного за коммуникации с инвесторами:	Горбатюк Валентина Ивановна
Адрес электронной почты:	plan_kievhlebb@optima.com.ua
Адрес WEB-сайта компании в Интернет:	http://www.kyivhlib.com.ua

Поручитель по выпуску облигаций: ОТСУТСВУЕТ

Настоящий отчет является рейтинговым исследованием, которое должно восприниматься исключительно как мнение аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг». Рейтинговый отчет является исследованием, обосновывающим рейтинговую оценку, которая также является мнением аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг» о кредитоспособности эмитента и уровне кредитного риска по его долговым ценным бумагам.

Ограничения на использование рейтингового отчета изложены на последней странице отчета.

Эмитент ознакомлен с отчетом и соглашается, что информация, содержащаяся в отчете, является правдивой и полной.

Дополнительная информация для инвесторов

1. Общая информация о выпуске облигаций

№		
1	Поручитель (название, код ЕГРПОУ, место нахождения)	Поручитель отсутствует
2	Номинальная стоимость	1 000,00 (одна тысяча) гривен
3	Объем выпуска, грн	150 000 000,00 (сто пятьдесят миллионов гривен)
4	Количество облигаций в выпуске	150 000 (сто пятьдесят тысяч) штук.
5	Андеррайтер, (название, код ЕГРПОУ)	ПАО «Асвио Банк», 09809192
6	Период размещения	3 года (17.05.2011г. – 15.05.2014г.)
7	Дата погашения	13.05.2014г. – 15.05.2014г.
8	Длительность процентного периода	91 календарный день
9	Количество процентных периодов	12 (двенадцать)
10	Международный идентификационный номер	-
11	Процентная ставка	18% (восемнадцать процентов) годовых
12	Даты досрочного выкупа эмитентом своих обязательств	15.05.2012г., 14.05.2013г.
13	Способ подписки	Открытая
14	Форма выпуска	Бездокументарная
15	Депозитарий	ПАО «Всеукраинский депозитарий ценных бумаг»

2. Общая информация о поручителе

Выпуск не предполагает наличие поручителя

№		
1	Полное наименование поручителя на русском языке	-
2	Организационно-правовая форма собственности	-
3	Ф.И.О. руководителя, должность	-
4	Дата регистрации компании	-
5	Дата фактического начала работы	-
6	Название банка, в котором находится основной счет	-
7	Название аудиторской компании, услугами которой пользовались в последние 3 года	-
8	Юридический адрес компании	-
9	Почтовый адрес для переписки	-
10	Телефон	-
11	Факс	-
12	Адрес электронной почты	-
13	WEB-сайт в Интернет	-
14	WEB-сайт в Интернет для Investor Relations	-
15	Должность сотрудника, заполнившего анкету	-
16	Ф.И.О. и телефон сотрудника, заполнившего анкету	-
17	Виды лицензий и разрешений, которыми обладает поручитель	-
18	Код ЕГРПОУ	-

Раздел 1. Общая характеристика компании

1.1. История развития компании

История сотрудничества киевских хлебопекарных предприятий началась более 80 лет тому назад, когда в 1930 году был создан Киевский трест «Главхлеб». Сначала в его состав входили в основном маломощные пекарни и два только что построенных в то время в городе Киев хлебозавода — № 2 и 3. Позже в 1932 году был построен хлебозавод № 1, а в 1934 году — хлебозаводы № 4 и 5. В 1965 году в составе группы компаний начал работать хлебозавод № 9 (ныне носящий название «Опытный хлебозавод»), в 1972 году к группе присоединились хлебозаводы № 11 и Броварской, а в 1975 году — хлебозавод № 12.

В 1976 году на базе Киевского треста хлебопекарной промышленности было создано Киевское производственное объединение хлебопекарной промышленности «Киевхлебпром». В 1995 году был введен в эксплуатацию новый хлебокомбинат № 10, который вскоре присоединился к объединению. В 1996 году на базе государственного предприятия «Киевхлеб» было создано открытое акционерное общество «Киевхлеб».

Сделав ставку на опыт специалистов, сохранив лучшие традиции, сформировавшиеся с 1930 года, используя выработанные на протяжении многих лет технологии производства и рецептуры, **Компания уже десятилетия лет занимает лидирующие позиции на украинском рынке хлеба. ПАО «Киевхлеб» также является вторым по величине в Украине производителем тортов и пирожных, а также входит в тройку крупнейших производителей сухарных изделий и пряников.** Сейчас Объединение выпускает хлебобулочную и кондитерскую продукцию под торговыми марками: ТМ «Киевхлеб», ТМ «БКК», ТМ «Марсель», ТМ «Красная калина», ТМ «Горячая штучка».

1.2. Описание структуры и деятельности бизнес-группы, в которую входит компания

Публичное акционерное общество «Киевхлеб» — признанный лидер хлебопекарного рынка Украины. «Киевхлеб» является крупнейшим предприятием отрасли, с наибольшим объемом продаж. Ныне в состав компании входит 6 хлебокомбинатов в столице, а также 6 производственных площадок в Киевской области, а именно:

- Хлебокомбинат № 2 (г. Киев);
- Хлебокомбинат № 10 (г. Киев);
- Хлебокомбинат № 11 (г. Киев);
- Хлебокомбинат № 12 (г. Киев);
- Булочно-кондитерский комбинат (г. Киев);
- Опытный хлебзавод (г. Киев);
- Белоцерковский хлебокомбинат (г. Белая Церковь);
- Макаровский хлебзавод (г. Макаров);
- Фастовский хлебокомбинат (г. Фастов);
- Сквирский хлебзавод;
- Специальные цеха киевских хлебокомбинатов № 10 и №12 работают в городах Бровары и Василькове.

Ассортимент готовой продукции, которая производится предприятиями ПАО «Киевхлеб», насчитывает более 700 наименований. Это около 400 наименований хлеба, булочных, сдобных изделий, сухарей, соломки, хлебных палочек, сушек, макаронных изделий, а также более 300 наименований кондитерских изделий - разнообразных пирожных, тортов, рулетов, пряников, печенья, кексов и других сладостей. Производственные мощности позволяют выпускать до 1200 т хлебобулочных и 65 т кондитерских изделий в сутки. Чтобы жители столичного региона могли ежедневно получать свежий хлеб, на предприятиях ПАО «Киевхлеб» работает 6 тысяч рабочих и специалистов.

На комбинатах «Киевхлеб» совершенствуется и модернизируется парк технологического оборудования, запускаются новые производственные мощности. Благодаря высококвалифицированным специалистам и удачной реализации новых рецептур динамично увеличивается выпуск новой продукции, расширяется ассортимент.

Вопросам качества продукции и соблюдению технологии ее изготовления Компания уделяет первостепенное значение. Стабильно высокому качеству продукции содействует то, что на предприятиях используется высокоэффективное оборудование и традиционная классическая технология производства хлеба и хлебобулочных изделий. Хлеб изготавливается из натурального высококачественного сырья, без использования консервантов и улучшителей. Продукция не содержит ГМО. С целью повышения эффективности управления производством и конкурентоспособности продукции, на всех предприятиях сертифицированы и функционируют системы управления качеством согласно требованиям стандарта ISO 9001, на хлебокомбинатах № 10 и № 12 внедрена система безопасности продукции НАССР. ПАО «Киевхлеб» ежегодно получает множество наград за качество своей продукции на разных выставках. Только за последние 10 лет было получено более 50 гран-при и медалей и на международных и специализированных выставках, отмечающих высокое качество продукции ПАО «Киевхлеб». Важным конкурентным преимуществом является высокое качество продукции, выпускаемой предприятием.

1.3. Общие показатели деятельности

Анализ общих показателей деятельности Компании за последние 5 лет указывает на ее динамичное развитие. С 2006 по 2010 годы активы Компании выросли на 62%, основные фонды по остаточной стоимости на 18%, выручка ПАО «Киевхлеб» на 125%, чистый доход на 133%, валовая прибыль на 99%, ЕВІТ на 292% (табл. 1).

Таблица 1

Основные показатели деятельности Публичного акционерного общества «Киевхлеб», (тыс. грн., %)*

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Изменение 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Балансовые показатели:								
Активы	435 712	364 620	314 289	283 829	269 594	19,50%	71092	61,62%
Основные средства по остаточной стоимости	191 247	192 832	196 955	183 362	161 984	-0,82%	-1585	18,07%
Основные средства по первичной стоимости	336 127	320 114	306 069	278 454	249 822	5,00%	16013	34,55%
Дебиторская задолженность всего	110 721	97 136	32 885	34 594	34 372	13,99%	13585	222,13%
Обязательства	293 198	238 509	187 411	141 162	106 398	22,93%	54689	175,57%
Краткосрочные и долгосрочные кредиты банков	135 473	40 749	58 387	73 301	37 077	232,46%	94724	265,38%
Текущие обязательства всего (за исключением банковских кредитов)	136 284	186 314	114 914	61 462	52 322	-26,85%	-50030	160,47%
Собственный капитал	142 513	126 112	126 876	142 668	163 195	13,01%	16401	-12,67%
Уставный фонд	39 621	39 621	39 621	39 621	39 621	0,00%	0	0,00%
Финансовые результаты:								
Выручка	1 744 859	1 514 118	1 122 157	843 085	775 397	15,24%	230741	125,03%
Чистый доход	1 504 680	1 303 427	926 828	703 410	646 367	15,44%	201253	132,79%
Валовая прибыль	302 224	270 997	205 651	167 835	151 188	11,52%	31227	99,90%
Операционная прибыль	45 790	21 982	6 318	-8 978	11 880	108,31%	23808	285,44%
Чистая прибыль	16 545	-1 527	-15 732	-16 837	3 611	1183,50%	18072	358,18%
Расчетные показатели и коэффициенты:								
ЕВІТ	46 494,60	12 406,00	-2 770,00	-7 925,10	11 873,40	274,78%	34088,6	291,59%
ЕВІТДА	68 261,10	34 708,00	16 999,90	8 706,90	24 902,80	96,67%	33553,1	174,11%
Рентабельность продаж (ROS)	0,95%	-0,10%	-1,40%	-2,00%	0,47%	-	1,88%	-
Рентабельность активов (ROA)	3,80%	-0,42%	-5,01%	-5,93%	1,34%	-	7,27%	-
Рентабельность собственного капитала (ROE)	11,61%	-1,21%	-12,40%	-11,80%	2,21%	-	12,82%	-

Источник: Данные компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Вместе с тем, за 5 лет обязательства эмитента выросли на 175%, а собственный капитал упал на 12,67%, краткосрочные кредиты банков выросли в 3,65 раза, дебиторская задолженность в 3,2 раза. Рост кредиторской и дебиторской задолженностей связан прежде всего с ростом продаж компании, увеличением цен на сырье и продукцию. В 2011 год ПАО «Киевхлеб» вступило с задолженностью перед банками по краткосрочным кредитам в размере 135,4 млн грн, и общей суммой обязательств 293,2 млн грн. ЕВІТДА по итогам 2010 года составляла 68,2 млн грн. При этом, доля кредитов в валюте баланса предприятия на 01.01.10 составляла 11% при среднеотраслевом значении показателя 21%.

Также Агентство обращает внимание на то, что 2007-2009 годы для ПАО «Киевхлеб» были убыточными, рекордный уровень убытка за последние 5 лет Компания получила в 2007 году – 16,837 млн грн. По мнению аналитической службы РА «Эксперт-Рейтинг», одной из причин убыточной работы ПАО «Киевхлеб» было социальное значение продукции Компании, цены на которую находились и находятся в Украине под административным давлением властей и остаются одной из компонент социальной защищенности, а значит и политической стабильности.

В 2011 финансовый год ПАО «Киевхлеб» вошло с удовлетворительными финансовыми показателями, большим, отчасти уже реализованным, потенциалом роста выручки. Однако по итогам 2010 года эмитент вернулся к прибыльной работе, а определенную бизнес-устойчивость группе предприятий «Киевхлеб» придавали не только профильный ликвидный рынок хлебобулочных изделий, но и большой опыт работы на локальном рынке, а также значительная доля рынка как в киевском регионе, так и по Украине в целом.

Раздел 2. Положение компании на рынке. Доля рынка и конкуренты

Объем рынка хлебобулочных изделий в Украине в 2010 году оценивался в размере 1,903 млн. тонн готовой продукции, что составляло в денежном эквиваленте 6,405 млрд. грн. Объем рынка в тоннах снизился на 2% , в денежном эквиваленте вырос на +10% , это означало, что сузилось потребление и выросли цены. В 2011 году Агентство ожидает незначительного снижения физического объема производства при одновременном росте объемов рынка на 18%, т.е. до 8,306 млрд. грн. Рост объемов рынка в денежном эквиваленте связан с ростом мировых цен на зерно, другие сырьевые материалы, используемые при производстве хлебобулочных изделий, а также цен на энергоресурсы.

Рост продаж хлебобулочных изделий у ПАО «Киевхлеб» за 2010 год составил 1,6% в натуральном выражении, при том, что рынок падал.

Воспринимая данный прогноз о росте цен на профильную продукцию ПАО «Киевхлеб» в целом по отрасли следует учитывать, что в Украине рынок хлеба подлежит государственному регулированию, поэтому существует вероятность административного регулирования ценовых трендов. Административное давление или вмешательство со стороны исполнительных властей различных уровней может негативно отразиться на динамике развития отрасли, а значит, вносит дополнительные риски.

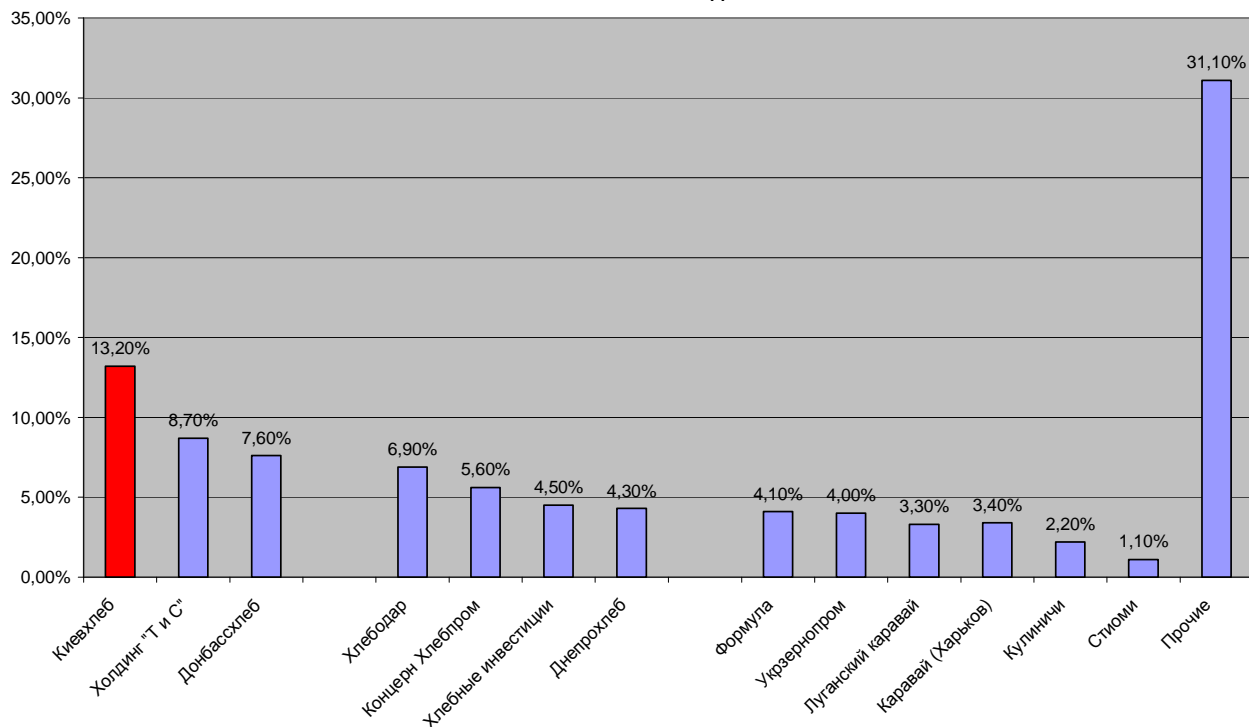
На сегодняшний момент создана рабочая группа экспертов, в которую входят представители Министерства экономики Украины, Антимонопольного комитета, Ценовой инспекции, отраслевого объединения хлебопекарных предприятий «Укрхлебпром» и ПАО «Киевхлеб» по разработке нового механизма регулирования цен на хлеб и установления минимального удельного веса социальных хлебов в общей структуре продаж. Ожидается, что по результатам работы группы будет либерализована ценовая политика на рынке хлеба.

Особенность рынка хлебобулочных изделий в Украине состоит в том, что в основном производство хлеба в этой стране сосредоточено на специализированных предприятиях - хлебозаводах, хлебокомбинатах, производящих массовую продукцию. Размещение предприятий проводилось по территориальному принципу и сконцентрировано преимущественно в пределах отдельных регионов. Производство хлеба относится к местной промышленности и предназначено обеспечивать хлебом населения в радиусе 150-200 км. Поэтому крупные производители хлеба в Украине, как правило, являются естественными монополистами в одной или нескольких областях (регионах). Вследствие процессов концентрации на рынке хлеба появились объединения предприятий (хлебных холдингов) - производителей хлеба, имеющих производственные мощности в одной или нескольких областях Украины. Существуют также хлебокомбинаты, не входящие в объединения предприятий. Кроме специализированных предприятий, массово выпускающих хлеб, на рынке существуют множество небольших производителей (пекарни, отдельные производственные цеха и т.д.), которые специализируются на производстве отдельных видов продукции. Многие торговые сети также имеют собственное производство отдельных видов продукции, преимущественно сдобы.

Исторически заложенная архитектура рынка еще со времен СССР дает о себе знать и сегодня. Примерно 69% рынка хлебобулочных изделий занимают хлебные объединения (холдинги, концерны, бизнес-группы и т.д.), 31% приходится на небольшие компании. Основные конкуренты ПАО «Киевхлеб» — это крупные производители хлебобулочных изделий и небольшие местные производители, которые расположены в Киеве и области.

По данным Минстата, ПАО «Киевхлеб» занимает **13,2%** украинского рынка хлебобулочных изделий (рис. 1).

Рис. 1 Оценочные данные о доле рынка крупнейших хлебных объединений по итогам 2010 года



С большим отставанием от ПАО «Киевхлеб» шли холдинг «Т и С», а также ассоциация «Донбассхлеб». Важно, что конкурентные отношения между крупнейшими хлебными холдингами (рис. 1) можно охарактеризовать как слабые. В силу специфики своей работы, они выступают скорее конкурентами за сырье, чем конкурентами на рынке готовой продукции.

Основные тенденции развития профильной для ПАО «Киевхлеб» отрасли в Украине в последние 2 года были следующими:

1. В 2009–2010г производители были сосредоточены на сокращении расходов, закрытии убыточных подразделений, оптимизации логистики, введении энергосберегающего оборудования и технологий.
2. Производители постоянно обновляют ассортимент и выводят на рынок новые виды продукции, что является характеристикой конкурентного рынка.
3. Цены на большинство видов хлебобулочных изделий регулируются государством, а значит, существует зависимость средней рентабельности по отрасли от административных решений.
4. Супермаркеты увеличивают собственное производство сдобы и постепенно вытесняют из этой ниши крупных производителей.
5. Крупные производители увеличивали свою долю за счет мелких игроков.
6. В 2010 году произошел резкий рост цен на основные виды сырья. В связи с мировой тенденцией роста цен на продукты питания, рост цен на сырье и рост стоимости продукции будут продолжаться.

Объем рынка хлебобулочных изделий для **киевского региона** оценивается в размере 260 тыс. тонн или в денежном эквиваленте составляет 1,042 млн грн, это примерно 15% от общего объема украинского рынка. такая характеристика региона обусловлена большой концентрацией потребителей в регионе, что собственно и гарантирует постоянное лидерство ПАО «Киевхлеб» в Украине в качестве производителя хлебобулочных изделий номер 1.

Эмитент ожидает, что объем рынка киевского региона увеличится с 1,042 млрд. грн. в 2010г. до 1,230 млрд. грн в 2011 году. По итогам 2010 года 95,1% (тн) рынка хлебобулочных изделий киевского региона принадлежит ПАО «Киевхлеб». Если проводить расчет региональной доли в денежном выражении, то Эмитент **занимает 88,6% рынка киевского региона.**

Ближайший конкурент ПАО «Киевхлеб» это ООО «Колос ЛТД», компания занимала всего 4,2% рынка регионе в денежном выражении, доля остальных производителей была около или чуть менее 1%. Приведенные данные указывают, что ПАО «Киевхлеб» **является монополистом в киевском регионе.**

Вторым сегментом рынка, на котором ПАО «Киевхлеб» считается лидером, остается **рынок кондитерских изделий (торты и пирожные)**. Ёмкость этого рынка гораздо более скромная, чем у рынка ХБИ, физический объем оценивается производителями в размере 35 тыс. тонн, в денежном эквиваленте 988 млн. грн. За последние 5 лет (2005–2010), объем рынка рос ежегодно в среднем на 3% в тоннах и на 16% в денежном эквиваленте. Основной чертой данного сегмента рынка является тот факт, что доля специализированных кондитерских предприятий составляет в физических величинах 27%, в денежном выражении 48%. Доля всех хлебных холдингов в данном сегменте традиционно невелика и составляет 15% в физических величинах и 21% в денежном эквиваленте. Основные игроки этого рынка - малые предприятия, им принадлежит примерно 58% рынка в физических величинах и 31% в денежном эквиваленте.

За 2010г ПАО «Киевхлеб» увеличил объем продаж тортов и пирожных на 8% в натуральном выражении.

Последние несколько лет Эмитент ориентируется на следующие основные тенденции этого сегмента:

1. В связи с кризисом в 2009 году произошло падение рынка и изменение структуры потребления в сторону увеличения более дешевой продукции (прежде всего мелкоштучных - пирожных и весовых изделий). Сегмент пирожных растет быстрее, чем торты.
2. Супермаркеты увеличивали и будут продолжать наращивать продажи тортов собственного производства за счет уменьшения доли других производителей (со слабыми ТМ).
3. Из-за увеличения конкуренции, роста цен на сырье и повышения зарплаты сотрудников прибыль производителей кондитерских изделий снизилась, и в дальнейшем будет продолжать снижаться.
4. Крупные производители увеличивают свою долю за счет мелких.

По оценкам самого Эмитента, на рынке тортов и пирожных в Украине (грн) он занимает 10,5%, уступая первенство лишь компании «Рошен», на долю которой в 2010 году приходилось примерно 25% этого сегмента.

ПАО «Киевхлеб» также входит в тройку крупнейших игроков на рынке сухарно-бараночных изделий и пряников. Суммарный объем этих двух рынков составляет 768 млн. грн.

На рынке сухарно-бараночных изделий ПАО «Киевхлеб» занимает 10,8%, уступая лидерство Донецкому БКК (27,6%) и днепропетровской компании «Фактор» (19,5%). На рынке пряников Эмитент удерживает вторую позицию с долей 10,3%, уступая лидерство лишь Роменскому заводу продтоваров (15,7%).

Учитывая сложность и неоднозначность оценки доли рынка хлебного холдинга в национальном и региональном масштабе, Агентство для оценки доли рынка ПАО «Киевхлеб» в Украине провело расчеты, опираясь на данные официальной статистики. В итоге получилось, что в денежном эквиваленте ПАО «Киевхлеб», исходя из размеров выручки Компании, по итогам 2010 года занимает чуть более 19,09% отрасли (табл. 2).

Данные о доле ПАО «Киевхлеб» на профильном рынке, рассчитанной по выручке (тыс. грн, %)

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Выручка компании	1 744,859	1 514,118	1 122,157	843,085	775,397	15,24%	125,03%
Оценочная консолидированная выручка всех компаний отрасли эмитента	9141,932	8367,917	7114,522	5696,395	5213,646	9,25%	75,35%
Доля компании в отрасли	19,09%	18,09%	15,77%	14,80%	14,87%	-	-

Источник: Данные ПАО «Киевхлеб» и Госкомстата, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Интерпретируя различные модели оценки доли рынка, следует понимать, что оценка доли Эмитента на рынке хлебобулочных изделий в размере 13,2% проводилась исходя из выручки, полученной от реализации продукции соответствующего сегмента. Оценка в 19,09% — это результат сопоставления выручки по отрасли с выручкой Компании, полученной не только от ХБИ, но и, например, от не основной деятельности или из других сегментов профильного для эмитента рынка.

Для увеличения доли продаж в активно растущих сегментах рынка, Эмитент планирует выводить новые виды хлеба и сдобы в среднем ценовом сегменте. Планируется увеличивать долю нерегулируемых государством видов продукции, а также увеличивать продажи кондитерских изделий за счет тортов, пирожных и пряников.

Раздел 3. Анализ показателей деятельности эмитента

3.1. Анализ финансовой устойчивости эмитента

На протяжении последних 5 лет один из основных показателей финансовой устойчивости компании — коэффициент автономии (соотношение между собственным капиталом и обязательствами) снижался. На начало 2011 года собственный капитал составлял 46,21% от обязательств, на начало 2008 года он полностью покрывал обязательства Компании, а на начало 2007 года на 53% превышал обязательства. Выявленная тенденция, конечно, негативно сказывается на финансовой устойчивости ПАО «Киевхлеб». По мнению Агентства, к данной ситуации Компания пришла из-за довольно агрессивной политики использования в обязательствах заемных средств, которые в структуре обязательств на начало 2011 года составляли 46,21%. При этом, соотношение собственного капитала к валюте баланса предприятия на 01.01.10 составляла 34% при среднеотраслевом значении показателя 26%, то есть лучше чем отраслевые (табл. 3).

Таблица 3

Анализ показателей финансовой устойчивости ПАО «Киевхлеб» (тыс. грн, %)

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Обязательства	293 198	238 509	187 411	141 162	106 398	22,93%	175,57%
Собственный капитал	142 513	126 112	126 876	142 668	163 195	13,01%	-12,67%
ЕБИТДА	68 261,10	34 708,00	16 999,90	8 706,90	24 902,80	96,67%	174,11%
Заемные средства	135 473	40 749	58 387	73 301	37 077	232,46%	265,38%
Доля заемных средств в структуре обязательств	46,21%	17,08%	31,15%	51,93%	34,85%	-	-
Соотношение собственного капитала и обязательств	48,61%	52,88%	67,70%	101,07%	153,38%	-	-
Соотношение ЕБИТДА и обязательств компании	23,28%	14,55%	9,07%	6,17%	23,41%	-	-
Оценочное соотношение ЕБИТДА к обязательствам компании с учетом запланированного объема займов*	22,14%	-	-	-	-	-	-
Оценочное соотношение ЕБИТДА к годовым процентным затратам по запланированному объему займов**	2,53%	-	-	-	-	-	-

Примечание: * - При расчете данного показателя Агентство учитывало оптимистический сценарий развития событий, когда эмитент за счет размещенных облигаций погасит все банковские кредиты, а обязательства Компании вырастут всего на 15 млн. грн.

** — расчет соотношения проводился исходя из ставки 18% годовых.

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Несмотря на то, что ПАО «Киевхлеб» принадлежит к ликвидной отрасли, Агентство не рекомендует Компании и дальше уменьшать соотношение между собственным капиталом и обязательствами, считая, что дальнейшие агрессивные займы критически скажутся на уровне финансовой устойчивости Компании. В проспекте эмиссии указывается, что после осуществления облигационного займа Эмитент планирует основную часть полученных средств направить на погашение 90% кредитного портфеля предприятия. Таким образом, Эмитент планирует снизить зависимость от банковских кредитов, а также уменьшить свои процентные затраты. Такая инициатива Эмитента Агентством оценивается позитивно. Замещая банковские кредиты облигациями, Эмитент делает свои долги более ликвидными, а значит — более привлекательными для инвесторов. Также Эмитент получает возможность диверсифицировать портфель кредиторов.

3.2. Анализ деловой активности и эффективности эмитента

За последний отчетный год выручка Компании выросла на 15,24%, EBITDA почти на 97%. Также в 2010 году ПАО «Киевхлеб» восстановило прибыльную работу (табл. 4).

Таблица 4

Анализ показателей эффективности и деловой активности ПАО «Киевхлеб» (тыс. грн., %)

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Доход от реализации продукции (выручка)	1 744 859	1 514 118	1 122 157	843 085	775 397	15,24%	125,03%
Чистый доход	1 504 680	1 303 427	926 828	703 410	646 367	15,44%	132,79%
Чистая прибыль	16 545	-1 527	-15 732	-16 837	3 611	1183,50%	358,18%
EBIT	46 494,60	12 406,00	-2 770,00	-7 925,10	11 873,40	274,78%	291,59%
EBITDA	68 261,10	34 708,00	16 999,90	8 706,90	24 902,80	96,67%	174,11%
Рентабельность продаж (ROS)	0,95%	-0,10%	-1,40%	-2,00%	0,47%	-	-
Рентабельность активов (ROA)	3,80%	-0,42%	-5,01%	-5,93%	1,34%	-	-
Рентабельность собственного капитала (ROE)	11,61%	-1,21%	-12,40%	-11,80%	2,21%	-	-

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

По мнению Агентства, киевский регион является хорошим плацдармом для роста как объемов производства, так и выручки в долгосрочной перспективе. Постепенное восстановление экономики Украины и фактор превращения города Киева в деловой центр страны при заданных темпах экономического роста гарантирует постоянный приток населения, а значит и потенциальных потребителей хлебопродукции, в столицу Украины. ПАО «Киевхлеб» планирует также увеличение выручки в связи с изменением структуры продаж продукции - увеличение доли продаж более дорогих видов хлеба, а также роста продаж в связи с мировой тенденцией роста цен на сырье и пищевые продукты. Планируется уменьшение доли регулируемых видов хлеба с 50,3% до 20%.

Как уже упоминалась в первом разделе нашего Рейтингового исследования, основной риск, который в Украине несет любой производитель хлебобулочных продуктов – регулируемые цены на готовую продукцию. От действий властей может страдать не только выручка комбинатов, но и размер EBITDA, а именно соотношение этого показателя с валовым долгом или затратами на обслуживание долгов дает понимание того, насколько Компания способна обслуживать свои долги.

2010 год для ПАО «Киевхлеб» был удачным как с точки зрения роста показателей деловой активности, так и рентабельности. По мнению Агентства, существующий в 2010 году уровень рентабельности является достаточным для обслуживания текущих долгов Компании.

3.3. Анализ ликвидности и источников ликвидных активов

За 2010 год ПАО «Киевхлеб» увеличил остатки на счетах Компании на 63% до 7,765 млн. грн. Значительно вырос показатель мгновенной и общей ликвидности (табл. 5). Повышение уровня ликвидности Агентство связывает с ростом в 2010 году у ПАО «Киевхлеб» задолженности по банковским кредитам.

Таблица 5

Анализ ликвидности ПАО «Киевхлеб» (тыс. грн., %)

Показатели	2010	2009	2008	2007	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2007-2010
Денежные средства и их эквиваленты	7765	4767	2572	4014	62,89%	93,45%
Текущие обязательства	179357	184368	124645	98894	-2,72%	81,36%
Обязательства всего	293 198	238 509	187 411	141 162	22,93%	107,70%
Денежные средства и их эквиваленты / Текущие обязательства	4,33%	2,59%	2,06%	4,06%	67,18%	6,65%
Денежные средства и их эквиваленты / Обязательства	2,65%	2,00%	1,37%	2,84%	32,50%	-6,69%

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Усиливает эффект от роста показателей ликвидности тот факт, что ПАО «Киевхлеб» принадлежит к наиболее ликвидной отрасли с традиционно высокой оборачиваемостью оборотного капитала. У таких компаний ликвидными являются не только денежные средства, но и запасы (в основном это сырье и материалы), дебиторская торговая задолженность (задолженность предприятий торговли за реализованную продукцию и авансы поставщикам сырья).

Относительным уровнем ликвидности обладает производственные комплексы структурных подразделения ПАО «Киевхлеб». Напомним, что шесть комбинатов расположены в черте города Киев и еще шесть производственных площадок находятся в Киевской области. Теоретически данные имущественные комплексы представляют собой относительно самостоятельные компании, которые, по мнению РА «Эксперт-Рейтинг», при необходимости могут быть отделены от Холдинга и проданы, например, для обеспечения исполнения обязательств перед кредиторами.

В качестве одного из источников роста ликвидности в 2011-2012 годах Компания видит увеличение продаж в связи с изменением структуры продукции (замещение продукцией среднего ценового сегмента (хлеб, сдоба) продукции в низком ценовом сегменте - массового хлеба), а также в связи с мировой тенденцией роста цен на сырье и пищевые продукты.

3.4. Анализ диверсификации деятельности

ПАО «Киевхлеб» работает на трех основных рынках:

- Хлебобулочных изделий (весь ассортимент продукции). Охватывает рынок Киева и области, а также продает продукцию в соседние области. Является монополистом по хлебу в Киеве и области. В общем объеме ПАО «Киевхлеб» этот сегмент занимает 81,5%.

- Торты и пирожные (мягкие кондитерские изделия). Продукция в основном продается в Киеве и области. Является вторым по величине игроком после корпорации Рошен. В общем объеме ПАО «Киевхлеб» этот сегмент занимает 9,2%.

- Пряники, сухарно-бараночные изделия, печенье (твердые кондитерские изделия). Продаются в Киеве и области, а также по другим регионам Украины. Часть продукции (пряники) экспортируется за рубеж. В общем объеме ПАО «Киевхлеб» этот сегмент занимает 9,3%.

В качестве справочной информации о структуре продуктового ряда, ПАО «Киевхлеб» приводит данные об объемах производства в физических величинах за последние 5 лет. Показательно, что основной объем производства в тоннах, как и должно быть, исходя из статистики в денежном эквиваленте, приходится на хлебобулочные изделия. **Важной тенденцией можно считать рост у ПАО «Киевхлеб» за 2010 год объемов производства хлебобулочных изделий на 1,6%**, несмотря на снижение этого показателя в целом по Украине. Данная статистика говорит о потенциале роста доли рынка ПАО «Киевхлеб» в масштабах Украины. В то же время из-за преобладания хлебобулочной продукции в ассортименте Компании, она попадает под негативное влияние регуляторной политики государства в области влияния на цены на хлеб. Однако рост доли других сегментов, в которых работает ПАО «Киевхлеб», не потребует больших капитальных затрат, поскольку ПАО «Киевхлеб» обладает запасом свободных мощностей 50% по кондитерским изделиям (табл. 6).

Таблица 6

Анализ диверсификации продуктового ассортимента ПАО «Киевхлеб» (в тоннах)

Показатели	2010	2009	2008	2007	2006	Темп прироста 2009-2010	Темп прироста 2006-2010
Продажи, тонн							
Хлебобулочные изделия (включая сдобу)	249 935	246 000	269 737	266 340	286 516	1,6%	-12,8%
Торты, пирожные	2 956	2 730	3 088	3 389	3 851	8,3%	-23,2%
Печенье (без крема и шоколада)	1 257	1 107	954	850	939	13,6%	33,9%
Сухарно-бараночные изделия	4 298	4 343	4 201	4 402	4 418	-1,0%	-2,7%
Пряники	3 150	2 505	2 530	2 342	2 172	25,8%	45,0%
Продажи тыс. грн (без НДС)							
Хлебобулочные изделия (включая сдобу)	923 085	846 372	731 466	546 542	500 807	9,1%	84,3%
Торты, пирожные	104 765	85 159	80 942	69 467	66 284	23,0%	58,1%
Печенье (без крема и шоколада)	13 935	10 480	8 735	6 158	6 146	33,0%	126,7%
Сухарно-бараночные изделия	47 298	42 202	34 996	26 500	24 342	12,1%	94,3%
Пряники	27 779	20 697	17 272	13 537	10 812	34,2%	156,9%

Источник: Данные Компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Раздел 4. Кредитная история эмитента

В результате анализа кредитной истории Эмитента было установлено следующие факты:

1. Предприятие-эмитент исполняет свои обязательства перед крупными клиентами (поставщиками) в четком соответствии с принятыми договорными условиями сотрудничества.

2. Выпусков облигаций, организации размещения акций на биржах для внешних инвесторов не было.

3. Векселя, как средства расчета, используются Компанией для погашения внутренней задолженности между структурными подразделениями. Факты просрочек платежей по векселям отсутствуют.

4. Большая часть кредитных ресурсов, привлеченных в 2010 году, использовались ПАО «Киевхлеб» для проведения реконструкции и технического перевооружения, что оказало позитивное влияние на рентабельность работы Компании. Всего на техническое перевооружение Компании в 2010 году было потрачено более 16 млн. грн.:

- На БКК и Хлебокомбинате № 12 установлены четыре полуавтомата по склеиванию коробок для тортов весом 1,0 кг и 0,5 кг (для верхней части коробки и донец коробки) с целью изготовления современной упаковки для обеспечения конкурентоспособности тортов на рынке. Также внедрение проекта позволило сократить трудоемкий процесс производства коробок с наклейкой дизайнера вручную, сократить численность персонала в картонажном цехе и уменьшить площади картонажного цеха. Установка полуавтоматов обошлась в 750 тыс. грн.

- Приобретен холодильный туннель для кондитерских изделий (пирожных), что позволило достичь полного использования мощности узла отсаживания, и как следствие - максимально использовать мощности линии по производству пирожных под торговой маркой «Трюфельные». Установка холодильного туннеля обошлась в 230 тыс. грн.

- На предприятии «Опытный хлебозавод» приобретен упаковочный автомат «Гамма» для мелкоштучных изделий, автомат обошелся в 350 тыс. грн.

- Выполнена реконструкция технологической линии № 5 с установкой новой печи Г4-ХП2, 1-50-01 производства ОАО «Шебекинский машиностроительный завод», (Россия), шкафа конечного выстаивания и модернизацией участка тесто-приготовления. Реконструкция обошлась в 3,922 млн. грн.

- На Хлебокомбинате № 10 на участке № 2 выполнена реконструкция участка мелкоштучных изделий, которая предусматривала замену физически изношенных и экономически неэффективных двух электрических печей на две новых ротационные газовые печи «Revent» (Швеция). Замена печей обошлась 931 тыс. грн.

- Приобретен автомат «Hartmann Selectra 30 + GBK 220», который решил вопросы производственной логистики, способствовал активизации процесса «Продукция-покупатель», обеспечил мобильность при технических работах. Установка автомата обошлась Компании в 2,834 млн. грн.

- На Хлебокомбинате № 11 завершена одна из масштабных реконструкции на линии по производству сухарных изделий, которая позволила обеспечить автоматизацию фасовочно-упаковочного участка. Стоимость модернизации - 4,318 млн. грн.

- На Хлебокомбинате № 12 введен в эксплуатацию вакуумный тесторазделитель «Парта U-2», который осуществляет формирование тестовых заготовок без перегрева и разрыва клейковины теста, и как следствие способствует улучшению качества хлебобулочных изделий. Стоимость модернизации 205,0 тыс. грн.

- На Белоцерковском хлебокомбинате выполнена реконструкция линии по производству ржано-пшеничных сортов хлеба с заменой физически изношенной печи ХВЛ на современную, энергосберегающую печь Г4-ХП-2, 1-50-02-1 производства ОАО «Шебекинский машиностроительный завод» (Россия), что позволило значительно улучшить качество продукции. Стоимость реконструкции 3,078 млн. грн.

5. Общий объем задолженности ПАО «Киевхлеб» перед банками составлял почти 134 млн. грн., из них 101,6 млн. грн. были предоставлены банком «Хрещатик», который контролировал 76% кредитного портфеля Эмитента (табл. 7).

Таблица 7

Данные о кредитной истории Компании (тыс. грн., %)

Наименование кредитора	Кредитные договора в рамках генерального кредитного договора				
	№, дата	Дата погашения	Сумма кредитной линии (тыс. грн)	Валюта кредита	Остаток задолженности на 01.01.2011, (тыс. грн.)
ПАО КБ «Хрещатик»	№13-КЛ/10 от 25.03.2010	29.06.2012	8 000,0	UAH	7 991,0
	№64-КЛ/10 от 18.11.2010	25.04.2011	9 000,0	UAH	9 000,0
НЕФКО	б/№ от 30.11.2007	20.07.2011	2 275,0	EUR	793,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№60-КЛ/10 от 24.12.2009	22.12.2011	2 800,0	UAH	2 800,0
	№65-КЛ/10 от 17.11.2010	20.03.2011	1 800,0	UAH	1 800,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№7-47/1-10/1 25.03.2010	25.03.2011	14 747,0	UAH	14 738,0
	№7-47/1-10/3 24.11.2010	25.04.2012	8 300,0	UAH	8 300,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№61-КЛ/10 от 23.12.2009	23.06.2012	5 300,0	UAH	4 152,0
	№34-КЛ/10 от 06.07.2010	20.03.2011	23 000,0	UAH	11 240,0
	№63-КЛ/10 от 22.11.2010	25.04.2011		UAH	11 760,0
	№13-КЛ/08 от 21.03.2008	24.08.2011	2 000,0	UAH	1 474,7
	№05-47/06-12 12.05.2006	12.05.2011	2 835,0	EUR	512,4
№19-47/2-07 26.02.2007	31.07.2012	8 160,0	EUR	4 345,6	
ПАО «АСВИБАНК»	Н-д	25.12.2012	Н-д	UAH	30 000,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№23-47/1-09/1 24.12.2009	26.03.2011	14 600,0	UAH	14 591,0
	№23-47/1-09/3 24.11.2010	27.04.2011	2 700,0	UAH	2 700,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№731 от 11.12.2007	30.08.2011	3 000,0	UAH	2 090,0
	№749 от 23.03.2008	22.06.2012	5 400,0	UAH	3 300,0
НЕФКО	№б/н от 02.04.2008	20.02.2012	2 660,0	EUR	1331,8
ПАО КБ «Хрещатик»	№02/КЛ/07 28.11.2007	26.09.2011	1 000,0	UAH	535,0
ПАО КБ «Хрещатик»	№061 от 23.10.2008	22.10.2012	700,0	UAH	300,0
Всего по компании:	-	-	-	-	133 754,5

Источник: Данные компании, расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Агентство обращает внимание, что зависимость Эмитента от одного кредитора не является нормальной, особенно с учетом того, что часть средств от полученных кредитов была направлена на реконструкцию предприятий Холдинга, а основная часть займов погашается в 2011–2012 годах, т.е. для Эмитента это краткосрочные займы. По мнению Агентства, на протяжении 2011–2012 годов Эмитент для повышения кредитного рейтинга должен направить усилия на диверсификацию портфеля кредиторов. Оптимальным вариантом для этого служит погашение ранее выданных банками кредитов за счет ресурсов,

полученных от размещения облигаций. В то же время такой управленческий шаг, хотя и является рациональным, для инвесторов сопряжен с определенным риском. Данный риск состоит в том, что Эмитент, получив средства от эмиссии облигаций, не станет гасить кредиты перед банком «Хрещатик» или будет это делать слишком медленно. При таком развитии событий будут ухудшаться основные показатели финансовой устойчивости, а Эмитенту будет тяжело обслуживать облигационный заем. Агентство считает, что развитие событий по такому сценарию маловероятно, но возможно.

Раздел 5. Анализ вероятного уровня внешней поддержки акционеров

По состоянию на 29 марта 2011 года, т.е. на дату проведения общего собрания акционеров ПАО «Киевхлеб», на котором было принято решение о выпуске облигаций, общая численность акционеров составляла 741 акционер. Среди акционеров присутствуют как физические, так и юридические лица, как резиденты Украины, так и ее нерезиденты. К числу акционеров, которые владеют существенной долей акций (более 10%), принадлежит только ПАО «Хлеб Киева», его доля в акционерном капитале ПАО «Киевхлеб» составляет в 17,19%.

Напомним, что ПАО «Хлеб Киева» является юридическим лицом-резидентом, в акционерном капитале которого доля коммунальной собственности составляет 51%.

Среди юридических лиц – нерезидентов по состоянию на 29.03.2011 г. отсутствуют лица, владеющие более 10%.

Учитывая факт, что подавляющая часть акционеров ПАО «Киевхлеб» — частные юридические и физические лица, существует возможность увеличения уставного капитала компании на 50% на протяжении следующих 12 месяцев, однако вероятность практической реализации такой возможности Агентство оценивает как неопределенную. Состав акционеров ПАО «Киевхлеб» является размытым, а ПАО «Хлеб Киева», хотя и имеет значительный пакет и контролируется киевской общиной, фактически не является контролирующим акционером ПАО «Киевхлеб». Т.е. говорить о наличии внешней поддержки со стороны муниципальных властей не следует. Между тем, ПАО «Киевхлеб» выступает основным поставщиком важного социального продукта в Киеве и области и поэтому является объектом, который существенно влияет на социальное благополучие в регионе. ПАО «Киевхлеб» сконцентрировало в своей собственности такие мощности, остановка которых является губительной для региона, и поэтому при реализации каких-либо экстраординарных, например, катастрофических рисков, вероятность вмешательства муниципальных властей остается достаточно высокой, хотя это и не гарантирует держателям облигаций возврата средств.

Агентство считает, что уровень внешней поддержки ПАО «Киевхлеб» остается неопределенным.

Раздел 6. Обобщение рисков в деятельности компании

По мнению Агентства, ТОП-менеджмент ПАО «Киевхлеб» адекватно оценивает существующие риски в деятельности Компании, часть этих рисков не контролируется ТОП-менеджментом.

Таблица 8

Риски ПАО «Киевхлеб» и мероприятия по их снижению

Вид риска	Описание риска	Мероприятия по уменьшению риска
Кредитный и процентный	Несвоевременного погашения % и тела по кредиту (кредитный портфель сконцентрирован в банке Хрещатик). Специфика работы коммунального банка не дает возможности пересмотреть действующие кредитные договора на длительный срок с графиком погашения кредита (договора пересматриваются на 1 год). Учитывая невозможность отказаться от работы с банком, ставка по кредиту на 7-10% выше рыночной.	Одной из ключевых целей привлечения средств от эмиссии облигаций является погашение существующих кредитов, которые выше процентной ставки по облигациям на 5-7%. Срок обращения облигаций – 3 года. Прорабатывается возможность рефинансирования задолженности в банке с иностранным капиталом, что уменьшит стоимость заемных средств и позволит увеличить длительность кредитов до 5 лет.
Валютный	Колебания курсов валют Доля экспорта в объеме реализации 0,3%, доля заемных средств в валюте 5,2%.	Валютный риск для предприятия является незначительным по причине факта закупки до 92% всего сырья и материалов на отечественном рынке.
Операционный	Государственного регулирования рынка хлеба. На текущий момент доля регулируемых хлебов составляет 50,3%.	Увеличение доли нерегулируемых хлебов в структуре продаж, что достаточно активно начало происходить с начала 2011г.
	Риск персонала. Средний возраст производственного персонала 50 лет.	Пересмотр системы мотивации персонала. Проведение обучения на базе собственного учебного центра. Обучение молодых специалистов.
	Уменьшение возможностей перевозки своим транспортом (сокращение транспорта заводов). Диктование условий перевозчиками.	Проведение оптимизации системы логистики и маршрутов, реализуется проект единого логистического центра.
	Повышение цен на основные виды сырья.	Повышение цен на продукцию. Качество поддерживается на том же уровне. Замена сырья на более дешевое не проводится, однако внедряются проекты, направленные на уменьшение технологических и транспортных потерь (с 1,5% до 0,4%)
	Удорожание газа и электроэнергии.	Ввод нового оборудования и энергосберегающих технологий, на которые в 2011г. запланировано потратить

		до 10 млн. грн.
Рыночные риски	Изменение структуры потребления хлеба. Снижение потребления массового хлеба.	Вывод новых видов продукции в среднем ценовом сегменте. Проведение маркетинговых компаний.
	Риск снижения продаж тортов из-за их замены супермаркетами на свою продукцию. Замещение тортов пирожными.	Поддержка конкурентных цен за счет масштабов производства. Усиление бренда БКК и Киевхлеб, формирование собственной оптово-розничной сети.
	Увеличение конкуренции на рынке хлеба и тортов.	Усиление брендов «Киевхлеб» и «БКК». Вывод на рынок новых видов продукции. Маркетинговые мероприятия.

Источник: Данные Компании

18 мая 2011 года на заседании рейтингового комитета РА «Эксперт-Рейтинг» было принято решение о присвоении кредитного рейтинга планируемому выпуску облигаций, а также кредитного рейтинга эмитента ПАО «Киевхлеб» на уровне **uaBBB** по национальной шкале. Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом **uaBBB** характеризуется достаточной кредитоспособностью в сравнении с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности зависит от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий. Оценка определена в соответствии со шкалой, утвержденной Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 № 665.

Присваивая оценку на инвестиционном уровне, рейтинговый комитет РА «Эксперт-Рейтинг» опирался на следующие выводы аналитической службы Агентства:

1. ПАО «Киевхлеб» на протяжении многих лет является крупнейшим производителем хлебобулочных изделий в Украине и в Киевской области. На долю Компании приходится более 13% рынка в национальном масштабе и примерно 89% рынка Киевского региона. Компания является не только монополистом в своей сфере, но и занимает важную нишу по производству социально значимого продукта, что гарантирует ей стабильный денежный поток.

2. В 2010 году, после почти трехлетнего перерыва, Эмитент вернулся к прибыльной работе и завершил 2010 год с чистой прибылью в размере 16,545 млн. грн.. Выручка Компании за 2010 год составила 1,744 млрд. грн., что на 15,24% выше аналогичного показателя предыдущего года. EBITDA за 2010 год выросла на 97%. Производство хлебобулочных изделий выросло на 1,6% в натуральных величинах.

3. Рост обязательств ПАО «Киевхлеб» в 2010 г. был незначительным (23%), на конец года суммарные обязательства составили 293 млн. грн. Соотношение долговых обязательств к собственному капиталу эмитента составило всего 93,85%, что является одним из самых низких в отрасли; при этом доля краткосрочных банковских кредитов в структуре долговых обязательств составляла 36,81%. Эмитент активно использовал банковские кредиты как для пополнения оборотного капитала, так и для капитальных инвестиций. 76% выданных кредитов приходилось на КБ «Хрещатик», ставки по кредитам которого были на 7–10% выше, чем ныне существующие на рынке облигаций.

4. EBITDA по итогам 2010 года составляла 68,26 млн. грн. и покрывала долговые обязательства эмитента более чем на 51%. Если ПАО «Киевхлеб» заместит дорогие банковские кредиты облигациями, то EBITDA более чем в 2,5 раза покроет годовой объем процентных выплат по эмиссии облигаций в размере 150 млн. грн. при ставке 18% годовых. Данный уровень долговой нагрузки является сравнительно низким и позволяет Эмитенту своевременно и в полном объеме обслуживать свои долговые обязательства...

5. Среди факторов, ограничивающих уровень рейтинга, Агентство отмечает значительную зависимость Эмитента от регулируемых государством цен на социальный хлеб. Риск административного давления государства на рынок может оказать негативное влияние на EBITDA ПАО «Киевхлеб» и значительно сузить возможности Компании по генерированию доходов. По итогам 2010 года, более половины объема хлебобулочных изделий ПАО «Киевхлеб» попадали в разряд продукции с регулируемым государством ценами, тогда как цены на другие виды продукции Эмитента не подлежали административному контролю. Стратегия Компании предусматривает существенное расширение ассортиментной линейки нерегулируемых сортов хлебобулочных изделий, прибыльность которых выше традиционных сортов.

Аналитическая служба РА «Эксперт-Рейтинг» считает, что после успешного замещения банковских кредитов ресурсами от облигационного займа, при сохранении неизменными показателей финансовой устойчивости, деловой активности и ликвидности, кредитный рейтинг ПАО «Киевхлеб» может быть повышен до уровня **uaA-** уже в текущем году. Причинами для дальнейшего повышения кредитного рейтинга могут стать: частное или публичное размещение акций Эмитента, снижение вероятности административного вмешательства государства на рынок хлебобулочных изделий.

Приложение А

Ограничения на использование рейтингового отчета

Этот отчет является интеллектуальной собственностью ООО «РА Эксперт-Рейтинг». Все интеллектуальные права ООО «РА Эксперт-Рейтинг» и связанных с ними лиц охраняются законодательством Украины. Никакая часть этого отчета не может продаваться, воспроизводиться или распространяться третьими лицами без письменного согласия ООО «РА Эксперт-Рейтинг». Вся информация, содержащаяся в этом отчете, получена ООО «РА Эксперт-Рейтинг» из источников, которые в ООО «РА Эксперт-Рейтинг» считают достоверными. В связи с возможностью человеческой или технической ошибки, а также других факторов, ООО «РА Эксперт-Рейтинг» не гарантирует абсолютной надежности представленной информации. Кредитный рейтинг компании или ее долговых инструментов, а также любая часть информации, содержащейся в отчете, должны рассматриваться исключительно как мнение о степени сопротивляемости компании неблагоприятным факторам влияния, а не как рекомендация по покупке или продаже ценных бумаг или рекомендация относительно использования услуг компании. ООО «РА Эксперт-Рейтинг» не несет ответственности за результаты кредитных, инвестиционных или хозяйственных решений третьих лиц, принятых исключительно с учетом информации о рейтингах, присвоенных ООО «РА Эксперт-Рейтинг».

Вкладчики, страхователи, инвесторы, используя данный рейтинговый отчет, автоматически соглашаются с тем, что содержание рейтингового отчета является мнением аналитиков Рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг» о кредитоспособности компании или уровне кредитного риска, который несут в себе ценные бумаги эмитента.

Воспринимая результаты оценки уровня кредитного рейтинга компании или ценной бумаги, следует понимать:

1. При оценке во внимание принимаются факторы, которые могут позитивно или негативно повлиять на устойчивость компании. Таким образом, ООО «РА Эксперт-Рейтинг» оценивает уровень сопротивления компании неблагоприятным факторам воздействия. Для компаний оценка проводится в соответствии с национальной шкалой, определенной в соответствии со шкалой, утвержденной Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 № 665. Соотношение между международной шкалой и национальной шкалой Агентство определяет самостоятельно, рейтинг по международной шкале Агентства присваивается исключительно по запросу клиента.

2. Информация, приведенная в рейтинговом отчете, источником которой является сам клиент или регулятор, может незначительно отличаться от публичной информации в других источниках из-за различий в системе учета или методологии подсчета показателей.

3. Информация, содержащаяся в данном отчете об иностранных акционерах компании, приводится в той валюте, в которой составлен официальный годовой отчет компании-акционера. Сопоставляя такую финансовую информацию с данными компании или аналогичных иностранных компаний нужно обязательно учитывать разницу в системах учета и учетной политики.

Таблица А

Национальная рейтинговая шкала. Долгосрочные кредитные рейтинги (более одного года) *

Рейтинг	Интерпретация рейтинговой оценки
uaAAA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaAAA характеризуется исключительно высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами.
uaAA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaAA характеризуется очень высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами.
uaA	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaA характеризуется высокой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности чувствителен к влиянию неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaBBB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaBBB характеризуется достаточной кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Уровень кредитоспособности зависит от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaBB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaBB характеризуется кредитоспособностью ниже достаточной по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Высокая зависимость уровня кредитоспособности от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaB	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaB характеризуется низкой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Очень высокая зависимость уровня кредитоспособности от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
uaCCC	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaCCC характеризуется очень низкой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Существует потенциальная вероятность дефолта.
uaCC	Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaCC характеризуется высокой вероятностью дефолта.
uaC	Заемщик ожидает дефолт по долговым обязательствам
uaD	Дефолт. Выплата процентов и основной суммы по долговым обязательствам заемщика прекращена без достижения согласия с кредиторами относительно реструктуризации задолженности до наступления срока платежа

«-» или «+» — это промежуточные категории рейтинга относительно основных категорий.

* — согласно шкале, утвержденной [Постановлением Кабинета Министров Украины от 26 апреля 2007 № 665](#)

Соответствующее приложение является неотъемлемой частью рейтингового отчета