

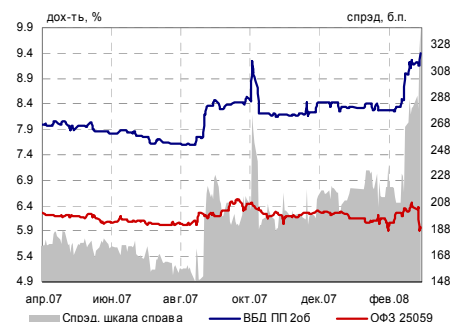
Монитор первичного рынка

ВБД – «сочная» доходность Выпуск облигаций серии 03

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»	
Серия выпуска	2	3
Объем выпуска, млн. руб.	3000	5000
Гос. номер	4-02-06005-A	4-03-06005-A
ISIN	RU000A0GLFQ3	RU000A0JPNG3
Дата начала размещения	21.12.2005	05.03.2008
Срок погашение/ оферта, лет	5 лет	1 год/ 5 лет
Дата погашения	15.12.2010	27.02.2013
Организатор(ы)	Райффайзенбанк, Трост	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал
Место обращения (Listing)	ММВБ	
Web	www.wbd.ru	
Итоги аукциона по размещению облигаций:		прогноз
Ставка купона, % год.	9,00	9.25-9.75
Доходность к оферте/ погашению, %	9,20	9.46-9.99
Базов. актив	Москва-38	Z-Curve
Спрэд, б.п.	231	350 - 403

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
БВД ПП 206	8.74	0.43	8.24	9.37
ОФЗ 25059	6.21	0.15	5.88	6.44
Спрэд	253	41	208	341

*По состоянию на 29.02.08

Источники: MMB, Банк Москвы

Группа компаний «Вимм-Билль-Данн» (далее – ВБД, эмитент, компания) – крупнейший в России производитель молочной продукции – завтра выйдет на рублевый долговой рынок с третьим выпуском рублевых облигаций объемом 5 млрд руб. Помимо молочной продукции, на долю которой приходится 75.5 % продаж ВБД (по состоянию на 9 месяцев 2007 г.), бизнес компании также включает соковое направление (17.7 % выручки) и детское питание (6.8 %). Среди крупнейших российских производителей соков ВБД занимает 3-е место с долей рынка в 18.4 %. Активы компании в настоящее время представлены 31 заводом по производству молочной продукции, 2 заводами, производящими детское питание, и 3 заводами, занимающимися выпуском соков и напитков, а также минеральной воды.

Высокомаржинальным видом бизнеса для ВБД является производство детского питания – здесь валовая рентабельность составляет 44.4 % против 40.4 и 30.1 % в сегментах «Соки» и «Молоко» соответственно. В то время как позиции компании непоколебимы на рынке молочной продукции (ВБД опережает Danone более чем в 2 раза, занимая 33.4% рынка), позиции на соковом рынке уязвимы и неуклонно ослабевают вплоть до 2007г. Правда, по информации эмитента, 2007г. станет в этом смысле переломным, поскольку доля рынка ВБД должна была вырасти.

Вимм-Билль-Данн – публичная компания, которая первой среди российских коллег потребительского сектора провела IPO на западной площадке. В 2002 г. акции ВБД получили листинг на NYSE. В настоящий момент менеджмент компании владеет 43.69 % акций ВБД, в свободном обращении находится 56.31 % акций, в том числе 18.36 % бумаг принадлежит французской компании Danone.

ВБД также стал пионером на рынке еврообондов, разместив в середине 2003 г. выпуск LPN объемом \$ 150 млн. Доходность 5-летнего выпуска тогда составила 8.5 %. Насколько мы понимаем, размещение данного рублевого займа приурочено к погашению сразу двух траншей еврообондов ВБД – 14 и 21 мая этого года.

Рейтинги ВБД находятся на уровне «BB-» по шкале S&P и «Ba3» по шкале Moody's; в последний раз рейтинги эмитента были подтверждены международными агентствами в июле прошлого года. Рейтинговое агентство S&P оценивало кредитоспособность ВБД следующим образом: «Уровень кредитных рейтингов крупнейшего российского производителя молочных продуктов и фруктовых соков ОАО «ВБД» ограничен острой конкуренцией со стороны международных и российских производителей, усилением переговорной позиции крупных сетей продовольственных магазинов и ограниченной диверсификацией ВБД вследствие дальнейшего ослабления рыночных позиций в сегменте напитков. Влияние этих факторов отчасти компенсируется лидирующим положением ВБД на российском рынке молочной продукции, наличием развитой системы производства и сбыта в масштабе страны, стратегической ориентацией на упорядочение структуры компании и сокращение затрат, а также возрастающим значением эффекта масштаба производства».

Плюсы

- Высокая узнаваемость бренда
- Устойчивые позиции на основном рынке присутствия
- Высокая финансовая и информационная прозрачность
- Наличие рейтингов от международных рейтинговых агентств
- Потенциальная возможность включения нового выпуска в ломбардный список
- Список «В», попадание в который означает, что период заморозки бумаги перед вторичными торгами будет минимальным

Минусы

- Высокая зависимость от цен на сырье – сырое молоко
- Высокая конкуренция по всем направлениям деятельности, в особенности в соковом сегменте

Финансовые показатели

ВБД подготавливает консолидированную отчетность в соответствии со стандартами US GAAP. Последняя финансовая информация, опубликованная эмитентом, – консолидированная отчетность по итогам 9 месяцев 2007 г.

Рост продаж за 9 месяцев год к году составил более 40 % благодаря органическому росту и новым приобретениям компании. Валовая прибыль выросла на 43.4 % благодаря росту рентабельности сокового сегмента и сегмента «Детское питание».

Цифры за 9 месяцев свидетельствуют о том, что основная задача, которая была анонсирована менеджментом компании (повышение рентабельности), пока не была выполнена – рентабельность EBITDA год к году снизилась с 14.0 до 13.0 %. Показатель Долг/EBITDA, который не был приведен нами к годовому значению, составил 2.1X. Показатель покрытия процентных платежей EBITDA также остается на очень высоком уровне.

Основные финансовые показатели ВБД, US GAAP, \$ млн.

Показатель	2006	9М 2007	2007О	2008П
Выручка	1 762.1	1 758.3	2 425.0	2 934.0
Валовая прибыль	568.0	578.4	783.3	991.7
EBITDA	218.0	229.4	300.0	395.0
Активы	1 175.9	1 447.0	1 400.0	1 500.0
Долг	406.8	486.6	486.6	643.3
Долгоср. долг/ Долг	69%	29%	29%	68%
Валовая рент-ть	28%	27%	32%	34%
Рент-ть по EBITDA	12.4%	13.0%	12.4%	13.5%
Долг/EBITDA	1.9	2.1	1.6	1.6
EBITDA/Проценты	14.1	14.9	14.6	10.2
Долг/Активы	34.6%	33.6%	34.8%	42.9%
Долг/Выручка	23.1%	27.7%	20.1%	21.9%

Источники: данные компании, оценки и прогнозы Банка Москвы

Прогноз на 2007 год

Последний квартал 2007 г. стал непростым для компании – резкий рост цен отразился на покупательской способности, сильно снизив спрос на высокомаржинальные молочные продукты ВБД. Сокращение спроса на данную категорию продукции вызвало существенное снижение рентабельности молочного направления и оказало давление на совокупную рентабельность ВБД. В результате против ожидаемой EBITDA на 2007 год в размере порядка \$ 320 млн и рентабельности 13.2 % новая оценка менеджмента находится на уровнях \$ 300 млн и 12.4 % соответственно.

Несмотря на провал рентабельности операций в 4-м квартале, ВБД остается одним из наиболее качественных заемщиков на рублевом рынке. Операционные потоки компании позволяют ей без проблем осуществлять все необходимые капвложения и приобретать новые активы, сохраняя долговую нагрузку на низком уровне.

Насколько нам известно, ВБД уже в ближайшем времени планирует привлечь синдицированный кредит объемом \$ 300 млн. Кроме того, зарегистрированы еще два рублевых займа компании общим объемом 6 млрд руб.

Тем не менее, стоит отметить, что даже с учетом синдицированного кредита и размещаемого облигационного займа соотношение Долг/EBITDA останется на комфортном уровне менее 2X. Насколько мы знаем, критической долговой нагрузкой для ВБД Moody's считает уровень Чистый долг/EBITDA более 3X.

Основные финансовые показатели ВБД, US GAAP, \$ млн.

Показатель	9М 2006	9М 2007	Изменение
Выручка	1252.6	1 758.3	40.4%
Валовая прибыль	403.4	578.4	43.4%
EBITDA	175.2	229.4	30.9%
Валовая рент-ть	32.2%	32.9%	0.7%
Рент-ть EBITDA	14.0%	13.0%	-0.9%
	2006	9М 2007	Изменение
Активы	1 175.9	1 447.0	23.1%
Долг	406.8	486.6	19.6%
СК	497.5	628.4	26.3%

Источники: данные компании, оценки и прогнозы Банка Москвы

Позиционирование выпуска

На наш взгляд, размещение ВБД дополнит плеяду успешных рыночных размещений и офферт 2-го эшелона, чему есть несколько довольно веских причин:

1. Эмитент предложил впечатляющую премию по доходности. Организаторы выпуска –

Райффайзенбанк и Ренессанс Капитал – анонсировали ставку купона в размере 9.25-9.75 %, что соответствует доходности к годовой оферте в размере 9.46-9.99 %.

По нашим оценкам, на момент анонса доходности по новому выпуску (середина января) премия к более длинному выпуску (модифицированная дюрация – 2.3 года) составила 120-175 б. п. без учета дисконта за меньший срок. Если же учитывать разницу между 30-месячным и 12-месячным выпусками, то эта премия увеличивается до 140-190 б. п.

Накануне размещения доходность облигаций ВБД, находящихся в обращении, выросла с 9.15-9.20 % неделей ранее до 9.74 %. Таким образом, сейчас говорить о премии ко вторичному рынку не имеет смысла, однако предлагаемый уровень доходности для эмитента такого класса представляется нам довольно выгодным предложением.

Для сравнения, ниже мы приводим таблицу корпоративных небанковских эмитентов рублевого долгового рынка с рейтингами, сопоставимыми с ВБД.

2. Вхождение в список «В» означает, что бумага выйдет на вторичные торги в течение нескольких дней.

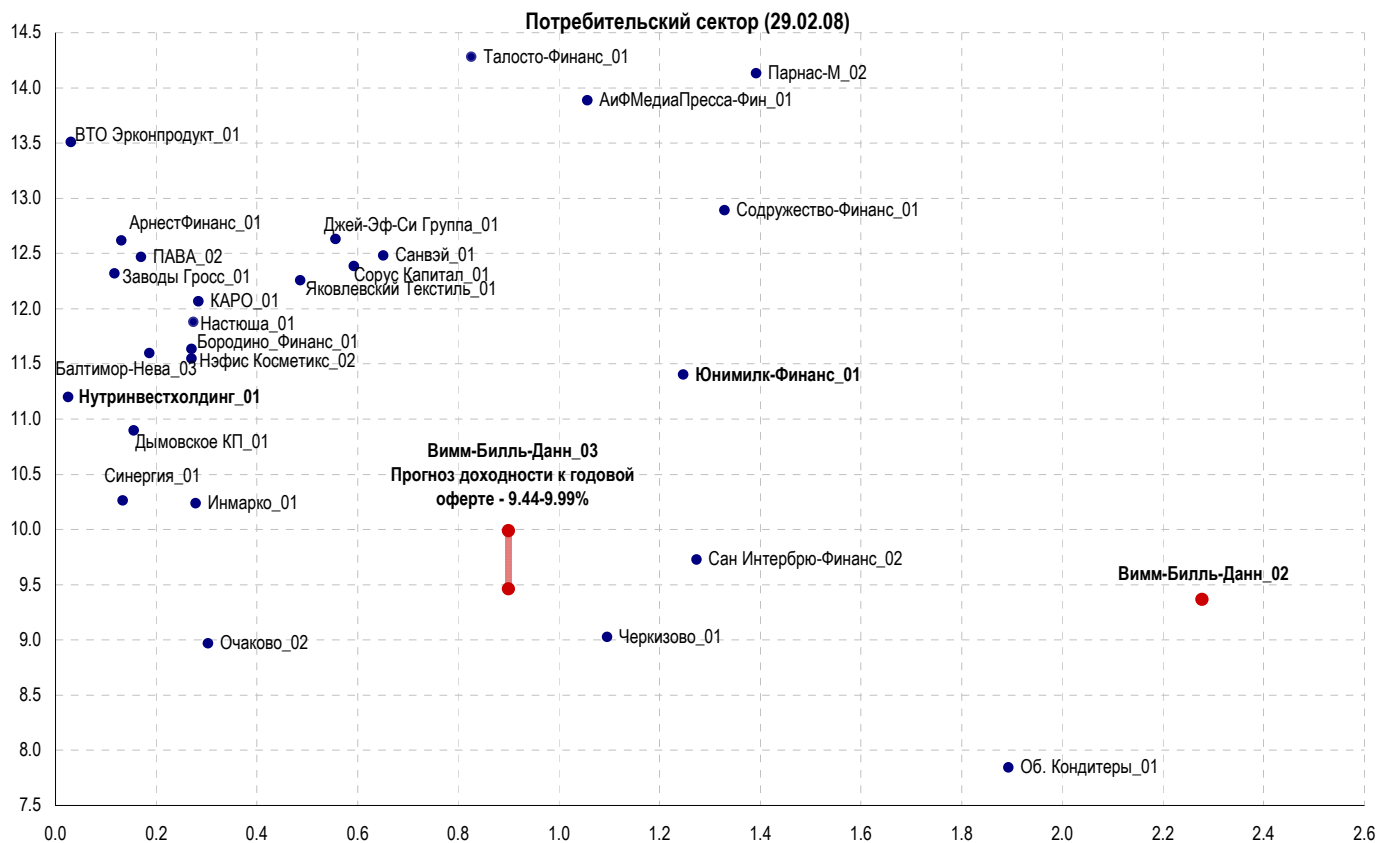
3. Предыдущий выпуск облигаций ВБД включен в ломбардный список, и можно с высокой долей вероятности предположить, что новый выпуск также будет вскоре включен в ломбардный список ЦБ.

Доходность облигаций эмитентов с сопоставимыми рейтингами

	S&P	Moody's	Fitch	Дох-ть облигаций	Дюрация
ВБД	BB-	Ba3		9.46-9.99%	0.90
ВолгаТел	BB-		BB-	8.70%	0.70
Группа Х5	BB-	B1		9.69%	2.00
ОГК-5		Ba3		9.05%	1.40
ПИК			BB-	9.50%	0.20
СЗТ	BB-		BB-	8.60%	2.10
ТМК	BB-	Ba3		9.50%	1.68
УрСИ	BB-		B+	9.40%	0.90

Источники: S&P, Moody's, Fitch, ММББ, расчеты БМ

Вывод: Участие в размещении ВБД совпадает с нашей основной рекомендацией на ближайшую перспективу: принимать участие в первичных размещениях коротких выпусков качественных эмитентов 1-2-го эшелонов, требуя при этом премию в размере не менее 50-100 б. п. Мы рекомендуем участвовать в аукционе, выставляя заявки по ставке купона выше 9.25 %.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий
Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Базы данных

Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Стратегия

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.