

24 марта 2010

## Содержание

• **ВБД – результаты 2009 года по US GAAP**

Стр 1

### ВБД – результаты 2009 года по US GAAP

Вчера группа Вимм-Билль-Данн (ВБД) опубликовала отчетность по стандартам US GAAP за 2009 год. Как и ожидалось, результаты 4кв2009 года оказались несколько разочаровывающими на фоне роста цен на сырое и сухое молоко, но диверсифицированная структура продаж компании оказывает существенную поддержку рентабельности ее бизнеса. Кредитный профиль ВБД не вызывает никаких опасений, а комментарии менеджмента касательно низкой вероятности введения минимальной закупочной цены на молоко в 2010 году добавляют оптимизма. В то же время текущие доходности рублевых выпусков компании едва ли представляют интерес с точки зрения покупки.

**ВБД предоставил позитивные результаты за 2009 год**

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

| Год     | Выручка | Валовая рентабельность | EBITDA | Рентабельность по EBITDA | Валовый долг | Долг/ EBITDA | Чистый Долг / EBITDA * |
|---------|---------|------------------------|--------|--------------------------|--------------|--------------|------------------------|
| 2009    | 2 181   | 33.4%                  | 306    | 14.1%                    | 498          | 1.6          | 0.8                    |
| 3кв2009 | 1 595   | 34.6%                  | 246    | 15.4%                    | 501          | 1.5          | 0.9                    |
| 2кв2009 | 1 071   | 33.9%                  | 158    | 14.8%                    | 487          | 1.5          | 0.8                    |
| 1кв2009 | 516     | 32.5%                  | 73     | 14.1%                    | 453          | 1.5          | 1.0                    |
| 2008    | 2 823   | 32.3%                  | 360    | 12.8%                    | 649          | 1.8          | 1.0                    |

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В целом 2009 год оказался весьма успешным для ВБД: компания провела серьезную работу по повышению эффективности, что привело к росту валовой рентабельности и рентабельности по EBITDA за 2009 год несмотря на провальный четвертый квартал. Существенную поддержку бизнесу компании по-прежнему оказывают высокомаржинальные дивизионы безалкогольных напитков и детского питания, валовая рентабельность которых составила 39.7% и 48% соответственно против 29.4% в молочном сегменте. По словам руководства компании, в молочном сегменте ситуация начала постепенно улучшаться уже в марте 2010 года и, хотя результаты 1кв2010 года окажутся также довольно слабыми, прогноз на 2010 год остается позитивным.

**Рентабельность бизнеса по результатам года возросла не смотря на провальный 4 квартал**

Во время конференции с инвесторами, менеджмент компании выразил свою позицию касательно обсуждаемого сейчас введения минимального уровня закупочных цен на сырое молоко. По мнению компании, такого рода соглашение незаконно с точки зрения антимонопольного законодательства, и она не планирует вступать в подобного рода ценовые соглашения. С определенной долей оптимизма менеджмент полагает, что данная ситуация разрешиться не в ущерб переработчикам молока, однако, как мы уже отмечали даже развитие крайне негативного сценария не скажется критичным образом на кредитных характеристиках ВБД (см. наш комментарий от 04.03.2010).

**Менеджмент уверен в незаконности предлагаемого ценового соглашения по закупке сырого молока**

В 2009 году компания также провела существенную работу по сокращению объема валового долга, что позволило ВБД удержать долговую нагрузку на довольно консервативном уровне несмотря на сокращение доходов. Соотношение Долг/EBITDA снизилось в течение года с 1.8х до 1.6х, а запаса наличности компании достаточно для покрытия всего объема краткосрочной задолженности. По словам представителей компании, ВБД прибегнет к увеличению валового долга только в том случае, если увидит на рынке привлекательные объекты для покупки (в настоящий момент ведется работа над парой M&A сделок). Позитивным моментом является тот факт, что M&A активность компания рассматривает только в высокомаржинальных сегментах бизнеса (non-diary).

**Долговая нагрузка находится на весьма консервативном уровне, но может возрасти в случае M&A активности компании**

В целом мы весьма позитивно относимся к кредитному качеству группы ВБД и не видим сколь-либо существенных рисков для держателей ее облигаций. Текущие котировки рублевых выпусков ВБД вполне отражают такое мнение и предлагают довольно низкий уровень доходности. Последние сделки проходили по доходности 7.97% в выпуске ВБД-2 (дюрация 0.7 года) и 6.03% в ВБД-3 (дюрация 0.4 года). На сегодняшний день у ВБД зарегистрировано 8 выпусков биржевых рублевых облигаций общим объемом 30 млрд руб. и вполне вероятно, что некоторые из них могут быть размещены в 2010 году для финансирования M&A активности. Участие в данных выпусках может быть весьма интересным.

**Кредитный профиль ВБД оцениваем позитивно, однако интерес могут представлять лишь новые выпуски рублевых облигаций компании**

## ЗАО «Райффайзенбанк»

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

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

### Продажи

|                       |                     |                   |
|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева       | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Андрей Бойко          |                     | (+7 495) 775 5231 |
| Анастасия Евстигнеева |                     | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин        |                     | (+7 495) 721 9978 |

### Торговые операции

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

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

|                     |                                 |                   |
|---------------------|---------------------------------|-------------------|
| Никита Патрахин     | npatrakhin@raiffeisen.ru        | (+7 495) 721 2834 |
| Выпуск облигаций    |                                 |                   |
| Олег Гордиенко      | ogordienko@raiffeisen.ru        | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов       | okornilov@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 2835 |
| Екатерина Михалевич | emikhalevich@raiffeisen.ru      | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев    | droumiantsev@raiffeisen.ru      | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова   | abaikova@raiffeisen.ru          | (+7 495) 225 9114 |
| Татьяна Костина     | tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9184 |
| Тимур Файзуллин     | tfaizullin@raiffeisen.ru        | (+7 495) 721 9900 |

**Аналитика**

**Операции на рынке облигаций**

**Организация облигационных займов**

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