

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Холдинг Балтимор: Итоги 2006 года

Оценку финансового состояния Холдинга Балтимор за 2006 год мы осуществляем, используя данные консолидированной управленческой отчетности, включающей результаты производственных активов. Стоит отметить, что с 2007 года Компания планирует перейти на МСФО, уже заключен договор на проведение аудиторской проверки отчетности за 2007 год одним из участников «большой четверки» - Ernst&Young.

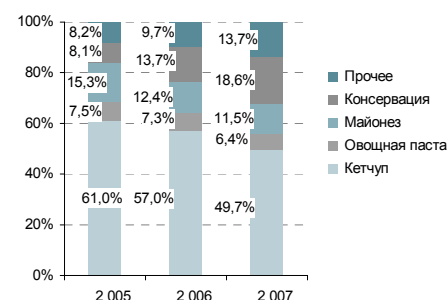
- В 2006 году Балтимор продолжил развитие в рамках реализации стратегии «Балтимор - овощная культура». В результате, прирост выручки на 15.9% к уровню 2005 года до 3.67 млрд. руб. был обеспечен, главным образом, за счет увеличения продаж новых направлений. В частности, продажи консервированных овощей (горошка, кукурузы и фасоли) относительно уровня 2005 года выросли втрое, что позволило Балтимору занять 6.5% рынка данной продукции. Еще более динамично (в 4 раза к уровню 2005 года) выросли продажи Холдинга в сегменте салатов и закусок. Часть выручки приходится на новые товары, впервые представленные Балтимором на рынке в конце 2006 года – замороженные овощи, компоты. Что касается кетчупов и майонезов, по-прежнему формирующих большую часть консолидированного оборота, то здесь динамика продаж была разнонаправленной. Если по кетчупам Балтимор в течение 2006 года продолжил наращивать продажи (+ 7% к 2005 году), то в сегменте майонезов и соусов эмитенту не удалось сохранить свои позиции в условиях ужесточившейся конкуренции и доля данного сегмента снизилась на 6%. Также меньшими темпами, чем планировалось ранее, проходило развитие проекта овощных соков и выручка данного сегмента снизилась на 16%.
- Вывод на рынок новых марок (в 2006 году на рынке появились новые брэнды «Макошь» и «Солнечная Культура») и активная рекламная кампания для кетчупов и консервации по телевидению повлекли за собой значительные расходы на рекламу и продвижение. Помимо телевизионных роликов, активно использовались различные способы продвижения непосредственно на местах продаж. Поскольку Балтимор продвигает, главным образом, «зонтичные» брэнды, активная реклама оказывала заметную поддержку продажам всей ассортиментной линейки. Вместе с тем, в полной мере возместить рост операционных издержек, опережающий возможности для компенсации роста цен на сырье (через цену реализации) Балтимору не удалось, в результате рентабельность продаж относительно уровня 2005 года снизилась с 7.7% до 6.7%.
- Хотя масштабы капитальных вложений Балтимора в течение 2006 года были не слишком значительными относительно генерируемых компанией денежных потоков, долг Компании вырос с 1.6 млрд. руб. до 2.1 млрд. руб. Главной причиной прироста, основная часть которого произошла в конце года, стало активное использование эмитентом кредитного плеча для финансирования операционной деятельности. Так, только на декабрь 2006 года приходится 52% прироста (260 млн. руб.) за счет краткосрочных целевых кредитов, направленных на финансирование закупок импортной продукции (консервации), производимой по аутсорсингу за рубежом, в частности, в Венгрии, Таиланде, Узбекистане, Китае. Стоит также отметить, что в четвертом квартале было профинансировано больше половины инвестиций 2006 года, т.е. 80.8 млн. руб.
- Рост долга и процентных расходов в течение 2006 года, безусловно, нашел свое негативное отражение в финансах Компании. Хотя за счет жесткого контроля над расходами Балтимору удалось обеспечить рентабельность по EBITDA и по чистой прибыли на уровне, близком показателям 2005 года, усиление долговой нагрузки (рост соотношения долг/EBITDA с 5.6 до 6.1) стало одним из ключевых для холдинга

Финансовые показатели , 2005-2006 гг.:

	2005	2006
Выручка, млн. руб.	3 168,2	3 698,1
Прибыль от продаж, млн. руб.	244,6	248,0
Рентабельность продаж	7,7%	6,7%
EBITDA, млн.руб.	287,56	347,91
EBITDA margin	9,1%	9,4%
Чистая прибыль, млн. руб.	42,0	44,2
Net margin	1,3%	1,2%
Активы, млн. руб	2 848,3	3 184,4
Долг, млн. руб.	1 612,8	2 127,2
Debt ratio	57%	67%
Debt/EBITDA	5,61	6,11

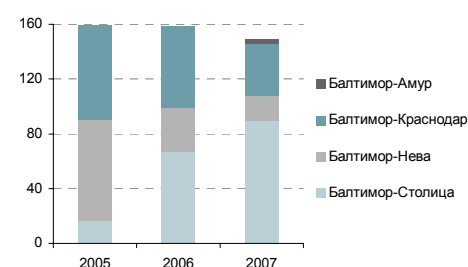
Источник: Управленческая консолидированная отчетность

Структура выручки холдинга в 2005-2007 гг.



Источник: Данные компании,

Капитальные вложения, 2005-2007 гг.



Источник: Данные компании

«минусов», нивелировать который эмитент планирует к 2008 году. Во-первых, потребности во внешних ресурсах для финансирования инвестиций текущего года обещают быть менее значимыми, чем в 2006 году. Таким образом, поскольку мероприятия по развитию производственных мощностей в Краснодаре практически завершены и основные расходы будут сконцентрированы теперь на самом масштабном проекте Холдинга – Строительстве производственно-складского комплекса в г. Долгопрудный Московской области (при оценочной стоимости 155 млн. руб. профинансирован по состоянию на май 2007 года на 64% - 98.6 млн. руб.). Стоит отметить, что большие надежды возлагаются на ввод в действие данного проекта, намеченный сентябрь текущего года. Помимо того, что эмитент сможет заметно сократить две весомые статьи расходов – арендная плата и издержки на логистику, появление нового ликвидного актива обеспечивает Компании возможность для передачи его в залог по кредиту в случае дефицита финансовых ресурсов. Еще ранее залоговая база группы должна пополниться крупнейшим производственным объектом – заводом по производству кетчупов, соков, расположенным в г. Колпино (рыночная стоимость комплекса оценена в 29 млн. долл.), что наряду с комплексом в г. Долгопрудный, как ожидается, позволит существенно снизить стоимость привлеченных ресурсов за счет реструктуризации долга.

- Стратегия развития Компании на 2007 год предполагает увеличение оборотов Холдинга до 4.4 млрд. руб., при рентабельности по EBITDA не менее 12%. Оглядываясь на результаты 2006 года, новый год Балтимор начал с активной стимуляции продаж ключевых ассортиментных позиций (кетчупов, майонезов, овощной консервации, овощных соков). В результате, по итогам трех месяцев текущего года продажи овощной консервации выросли на 30% к уровню первого квартала 2006 года, салатов и закусок – на 50%, соков – на 50%. С начала года ассортиментный портфель компании уже пополнился новинками. В частности, после рестайлинга упаковки майонезная «палитра» Компании пополнилась еще одним сортом («Французский»). Кроме того, торговой маркой «Pomo D'oro» Балтимор заявил о себе в премиальном сегменте кетчупов, где не был представлен ранее и который оценивается участниками рынка как наиболее перспективный с точки зрения возможностей для роста.
- Хотя оборотной стороной всех позитивных изменений пока остается рост коммерческих издержек, компания планирует заметно снизить его давление, увеличивая в структуре выручки долю продуктов, характеризующихся более высокой добавленной стоимостью, в частности овощной и фруктовой консервации. Также не исключает компания своего появления в сегменте фруктовых соков. Кроме того, в этом году Балтимор ожидает заметного положительного эффекта в рентабельности в виду существенного снижения себестоимости майонезов в связи с переходом на собственное подсолнечное масло после состоявшегося в конце текущего года ввода в эксплуатацию маслозавода в Краснодаре.
- Для укрепления финансового состояния Холдинга акционеры не исключают различных вариантов диверсификации бизнеса, существование которых на первых этапах организации предполагается в качестве самостоятельных юридических структур. При этом возможность их консолидации в состав Холдинга рассматривается лишь после выхода на период окупаемости. Одним из наиболее очевидных направлений диверсификации в ближайшей перспективе является проект по строительству и модернизации свиноводческого комплекса полного цикла в Краснодарском крае. Оценочная стоимость данного проекта составляет 658 млн. руб. Учитывая, что финансирование строительства, начатого в декабре 2006 года, планируется осуществлять преимущественно за счет льготного 8-летнего кредита Россельхозбанка, привлекаемого под 14% годовых, по которому основная часть процентных расходов (в размере ставки рефинансирования – 10.5%) будет субсидироваться из федерального и регионального бюджетов, мы полагаем, что эмитенту удастся избежать заметного изменения кредитного качества из-за дальнейшего усиления долговой нагрузки в ходе реализации данного проекта.

Кредитный портфель холдинга Балтимор

Банк-кредитор	янв.07	апр.07
ВТБ	404,9	421,9
Финансбанк	105,8	61,0
ММБ	364,6	357,7
ГарантиБанк	132,9	131,5
ЗЕНИТ	90,0	125,0
Связь-Банк	50,3	130,6
ЮгБанк	71,9	69,8
Сбербанк	35,0	35,8
Россельхозбанк	46,1	51,1
Банк Сосьете Женераль Восток	0,0	44,8
Облигации	800,0	800,0
ИТОГО	2 127,2	2 229,2

Источник: Данные компании

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков
Кирилл Копелович

roman.pivkov@zenit.ru
kopelovich@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления
Зам. начальника
Рублевые облигации
Рублевые облигации
Рублевые облигации
Валютные облигации

Константин Поспелов
Алексей Третьяков
Роман Попов
Дмитрий Елисеев
Алексей Баранчиков
Светлана Агиевец

konstantin.pospelov@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru
d.eliseev@zenit.ru
a.baranchikov@zenit.ru
s.agievets@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
Еврооблигации
Анализ кредитных рисков
Анализ кредитных рисков
Анализ кредитных рисков
Анализ кредитных рисков

Яков Яковлев
Александр Доткин
Ольга Ефремова
Наталья Толстошеина
Мария Сулима
Даниил Иванов

y.yakovlev@zenit.ru
a.dotkin@zenit.ru
o.efremova@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
m.sulima@zenit.ru
daniil.ivanov@zenit.ru

Акции
Акции

Игорь Нуждин
Дмитрий Лукашов

i.nujdin@zenit.ru
d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления
Брокерское обслуживание
Брокерское обслуживание

Сергей Матюшин
Ирина Киреева
Тимур Мухаметшин

s.matyushin@zenit.ru
i.kireeva@zenit.ru
t.mukhametshin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления
Рублевые инструменты
Валютные инструменты

Валерий Голованов
Алексей Балашов
Антон Литвяков

v.golovanov@zenit.ru
a.balashov@zenit.ru
a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.

