

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Обзор по компаниям молочного рынка: «А много ль корова дает молока?»

В настоящем отчете мы поведем анализ трех ведущих российских производителей молочной продукции и продукции детского питания – ВБД, Юнимилк и Нутритек. Сравнение эмитентов основано на текущих финансовых и операционных показателях, а также с учетом прогнозы развития на ближайшую перспективу.

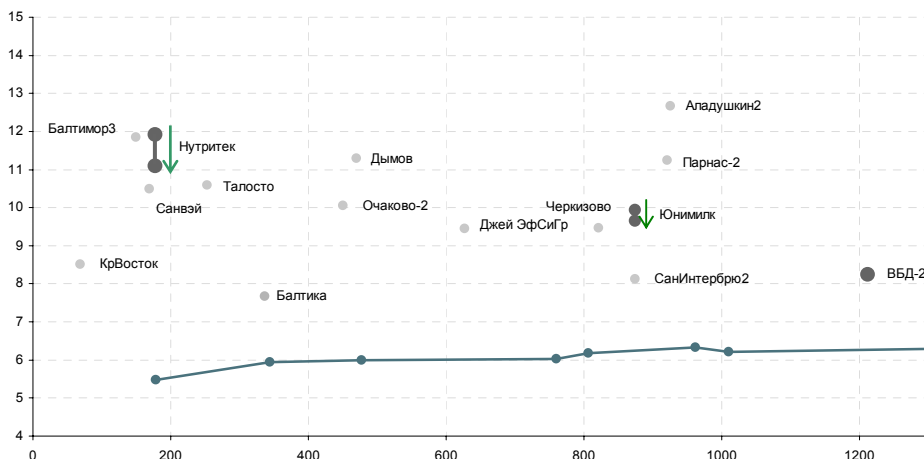
2005 г.	Выручка (\$ млн.)	Темпы роста, %	ЕБИТДА, %	Долг/ЕБИТДА
Вимм-Билль-Данн	1399,3	17,7%	10,1%	2,0
Юнимилк	458,2	43,1%	5,5%	7,2
Нутритэк	229,2	16,1%	15,6%	4,7
1 пол. 2006 г.				
Вимм-Билль-Данн	813,6	19,4%	12,9%	1,4
Юнимилк	399,7	89,0%	7,1%	5,1
Нутритэк	179,14	76,0%	14,9%	3,3
2006 П				
Вимм-Билль-Данн	1681	20%	14,7%	1,3
Юнимилк	894	95%	7,1%	4,9
Нутритэк	358	56%	15,8%	3,5

Мы также провели анализ финансового состояния эмитентов, основанный на рейтинговой оценке надежности, рассчитываемой в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ. Согласно полученным результатам наиболее низким уровнем финансового риска характеризуется ВБД, наиболее высоким – Юнимилк, что в первую очередь объясняется значительным кредитным плечом компании и низкой рентабельностью.

Компания	2005		1 пол 2006	
	Значение рейтинга	Уровень риска	Значение рейтинга	Уровень риска
Вимм-Билль-Данн	1,90	Низкий	2,26	Низкий
Нутритэк	1,30	Умеренный	1,44	Умеренный
Юнимилк	0,68	Высокий	0,67	Высокий

На основе анализа кредитного качества компаний мы пришли к выводу, что текущий уровень доходности облигаций Юнимилк и Нутритек является завышенным, что подразумевает наличие потенциала сужения спредов к ОФЗ по этим инструментам. Наиболее существенный потенциал снижения доходности мы видим в бумагах Нутритек. При этом спред ВБД к ОФЗ, на наш взгляд, является справедливым.

Кривая доходности



Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru
(495) 937 0737 доб. 2331

www.zenit.ru

Кредитные выводы

- На основе проведенного анализа мы можем с уверенностью сказать, что **ВБД** является на текущий момент самой «качественной» из рассматриваемых компаний со стабильно высокими показателями, как сточки зрения рыночного присутствия, так и с позиции позитивной динамики рентабельности и низкой долговой нагрузки. В связи с этим мы рассматриваем ВБД как своего рода *benchmark* для двух прочих эмитентов. Средняя доходность облигаций второго выпуска ВБД за период торгов с 1 ноября 2006 г. составила 8.25% годовых к погашению. **На наш взгляд, спрэд к ОФЗ порядка 200 б.п. справедливо отражает как статус компании в качестве *benchmark* для позиционирования сопоставимых компаний пищевого сектора, так и длительность выпуска.** Для сравнения спрэд по облигациям Балтики составляет порядка 160 б.п., что объясняется меньшей долговой нагрузкой и более высокой рентабельностью последней.
- **Юнимилк** имеет наиболее низкую норму прибыли в силу того, что основная часть товарооборота приходится на традиционную молочную продукцию, характеризующуюся низкой добавленной стоимостью. Кроме того, учитывая низкие темпы роста молочного рынка (4-5%), компания в настоящее время развивается в основном за счет экстенсивного роста, который, в свою очередь, обуславливает не только снижение рентабельности на фоне роста коммерческих затрат, но и увеличение долговой нагрузки, существенно превышающей на настоящий момент аналогичные параметры конкурентов. Принимая во внимание разницу в кредитном качестве, с одной стороны, и сопоставимый масштаб молочного бизнеса, с другой, мы полагаем, что разница в спредах к ОФЗ по бумагам Юнимилка и ВБД должна составлять порядка 150 б.п. Средний спрэд к ОФЗ (за период с 1 ноября) облигаций Юнимилка составил 380 б.п. Таким образом, **мы видим незначительный потенциал сужения текущего спреда на 25 - 30 б.п., и оцениваем справедливую доходность выпуска Юнимилка в районе 9.65 - 9.70% к оферте в 2009 г.**
- Основной «недостаток» **Нутритека**, с нашей точки зрения, заключается в небольшом масштабе бизнеса – по выручке компания в разы меньше своих конкурентов. Что же касается эффективности деятельности, то, учитывая лидирующие позиции компании на высокомаржинальном рынке детского питания, Нутритек опережает не только низкорентабельный Юнимилк, но и лидера рынка. С точки зрения долговой нагрузки и уровня прозрачности, компания уступает ВБД, но при этом, выглядит более привлекательно по сравнению с Юнимилком. При оценке кредитного качества Нутритека, на наш взгляд, следует учитывать фактор предстоящего IPO, который позитивно скажется на имидже компании в глазах инвесторов и повысит степень информационной и финансовой прозрачности. Мы оцениваем кредитное качество компании как вполне приемлемое с потенциалом дальнейшего улучшения. Повышательный тренд доходности может, на наш взгляд, объясняться негативной рыночной конъюнктурой. На наш взгляд, при сравнении компании с менее крупными эмитентами (Талосто, Дымов, Санвэй) доходность по бумагам Нутритека в 11.71% выглядит завышенной. **Мы считаем бумаги Нутритека привлекательными для покупки в связи с наличием потенциала сужения спреда в 60-70 б.п., а справедливая доходность, по нашей оценке, составляет не более 11% годовых к оферте в середине 2007 г.**

Сравнительный анализ
эмитентов

Каждая из компаний имеет весьма сильные *позиции на основных рынках своего присутствия*. Бесспорным лидером является ВБД, который опережает многих конкурентов не только на основном рынке своего присутствия (в Москве и области), но и на федеральном уровне. Доля компании по итогам текущего года возрастет до 38% на российском и до 50% на столичном молочном рынке с 34% и 45% соответственно в 2005 г. Увеличение рыночной доли ВБД в этом году - результат приобретения одного из бывших конкурентов, Очаковско-го МЗ, четвертого по величине независимого производителя. Это приобретение не только пополнит портфель брэндов дополнительными хорошо известными на рынке марками и еще больше укрепит позиции компании на рынке, но и позволит избавиться от одного из конкурентов.

Второй по масштабам отечественный игрок, Юнимилк, в текущем году также существенно укрепил свои позиции и приобрел более десятка производственных мощностей в регионах, тем самым увеличив рыночную долю в полтора раза практически до 15% и обогнав Danone с 13.8% долей (по результатам первого полугодия 2006 г.). Если с точки зрения доли российского рынка Юнимилк пока в два с половиной раза уступает ВБД, то с точки зрения *масштаба бизнеса* он уже «наступает на пятки» лидеру. Покупка 13 молочных заводов практически уравнила обе компании по товарообороту в молочном сегменте - в текущем году выручка Юнимилка прогнозируется порядка \$1 млрд., что эквивалентно прошлогодним продажам ВБД в сегменте «Молоко». В текущем же году выручка ВБД от продаж молочной продукции оценивается нами порядка \$1.3 млрд., учитывая, что данный сегмент занимает более 70% в совокупном показателе. Таким образом, разница в масштабах молочного бизнеса обеих компаний существенно сократится по сравнению с прошлым годом, когда ВБД превосходил Юнимилк в три раза. При этом по совокупному объему продаж (с учетом соков и детского питания) ВБД с прогнозной выручкой в \$1.7 млрд. в 2006 г. значительно опережает Юнимилк. Нутритек по результатам 2005 г. значительно уступает обоим лидерам по масштабу бизнеса. Отставание сохранится и в текущем году, несмотря на запланированные 50% темпы роста.

В отличие от ВБД, Юнимилк исторически занимает небольшую долю в Центральном регионе и, в частности, в Москве. Тем не менее, позиции компании весьма сильны в Сибирском и Северо-Западном регионах (до 20% в натуральном выражении), в Южном и Уральском - 14% и 12% соответственно. Кроме того, следует учесть 12% рынка Украины, а также значимую долю Юнимилка на рынке Казахстана, тогда как позиции ВБД на рынках стран СНГ сложно охарактеризовать как лидерские - главным его «козырем» является половина наиболее привлекательного ввиду масштабов и прибыльности молочного рынка Москвы и Московской области.

Что касается позиций компаний на рынке продукции детского питания, то весьма велика доля марки ВБД «Агуша» в молочном сегменте. Тем не менее, с точки зрения совокупной рыночной доли, абсолютным лидером является Нутритек, контролирующий не только существенную долю отечественного рынка (по результатам 2006 г. она оценивается на уровне 20%), но и 15% рынка детского питания Украины. Нутритек - единственный из российских производителей, представленный во всех сегментах рынка детского питания. Значительное присутствие на наиболее рентабельном рынке объясняет наиболее высокую эффективность Нутритека по сравнению с ВБД и Юнимилком.

С точки зрения *темпов роста* «желтую майку лидера» второй год подряд сохраняют Юнимилк. В прошлом году рост продаж компании составил 43%. По итогам первого полугодия виден эффект приобретения 13 заводов - рост выручки составил 89%, тогда как аналогичный рост ВБД лишь 19%. Здесь следует отметить, что столь высокие темпы роста у Юнимилка являются в основном результатом не интенсивного, а экстенсивного развития. В 2006 г. компания прогнозирует выручку порядка \$0.9 - \$1 млрд., т.е. двукратный рост по сравнению с прошлым годом на фоне увеличения объема продаж до 1.1 млн. тонн молока-продуктов. Рост продаж Нутритека в 2005 г. был чуть ниже темпов роста ВБД, составив 16.1% против 17.7% соответственно. В результате расширения производственных мощностей и органичного роста в текущем году Нутритек ожидает увеличения объема производства молочной продукции и детского питания, как минимум, в полтора и два раза к уровню 2005, тогда как совокупный рост продаж ВБД вряд ли существенно превысит 20% (в сегментах «Молоко» и «Детское питание» продажи вырастут более существенно).

Как мы говорили выше, лидирующие позиции на более маржинальном рынке детского питания и значительная доля этого сегмента в совокупном показателе выручки обуславливают наиболее высокую **рентабельность** Нутритека (рентабельность по EBITDA в 2005 г. – 15.6%) по сравнению с двумя другими компаниями. Наименее эффективным производителем является Юнимилк (5.5%) как в силу роста коммерческих затрат на фоне агрессивной экспансии, так и в силу того, что основной объем продаж приходится на наименее рентабельную традиционную молочную продукцию. Тем не менее, компания планирует увеличить не только долю брэндов с более высокой добавленной стоимостью в портфеле, но и расширить линейку продукции детского питания, что должно позитивно повлиять на рентабельность уже в текущем году. ВБД, хотя и уступает по эффективности Нутритеку, тем не менее, демонстрирует стабильный повышательный тренд. Рост рентабельности в последнее время (до 12.9% в первом полугодии 2006 г. с 8.3% за аналогичный период 2005 г.) объясняется как эффективным контролем затрат, так и увеличением доли детского питания в совокупных продажах. В первом полугодии доля себестоимости в выручке составила 68.8% по сравнению с 72.5% в первом полугодии прошлого года, коммерческих затрат – 13.8% против 14.4% соответственно. В настоящее время ВБД, также как и Нутритек находится в процессе активной интеграции производственных активов, в результате чего будет выстроена централизованная система контроля затрат, что также позитивно скажется на рентабельности.

При сравнении эмитентов **по долговой нагрузке** мы отмечаем, что по результатам текущего года она должна снизиться у всех компаний на фоне значимого роста операционных денежных потоков. ВБД характеризуется наиболее высоким качеством покрытия долга - компания способна финансировать капитальные затраты за счет собственных средств и генерировать свободные денежные потоки. В 2005 г. соотношение долга и EBITDA составляло у ВБД 2.0, а на текущий год мы прогнозируем его дальнейшее улучшение до 1.3 -1.4. Высокая долговая нагрузка Юнимилка (7.2 в 2005 г.) является основной причиной высокой доходности бумаг компании. В то же время финансовые прогнозы на текущий год вселяют определенную порцию оптимизма: увеличение объемов выпуска готовой продукции в натуральном выражении и рост доли продаж, характеризующейся большей нормой прибыли позволит, по нашим оценкам, сократить значение долг/EBITDA в текущем году до 4.9. Долговая нагрузка Нутритека (4.7) хотя и была в 2005 г. существенно ниже показателя Юнимилка, тем не менее, превышала уровень ВБД. Мы полагаем, что в текущем году рост собственных потоков позволит профинансировать **большую** часть запланированных инвестиций и избежать существенного увеличения кредитного плеча. Исходя из наших допущений, мы оцениваем показатель Долг/EBITDA Нутритека по результатам 2006 г. на уровне 3.5.

ВБД на порядок опережает своих конкурентов по уровню **финансовой прозрачности** и информационной открытости, несмотря на то, что все три компании готовят и публикуют консолидированную финансовую отчетность по МСФО. Нутритек в первом квартале следующего года планирует провести IPO, что должно позитивно сказаться на информационной прозрачности компании.

Таким образом, резюмируя, мы можем сказать, что на текущий момент самым высоким кредитным качеством характеризуется ВБД, как с точки зрения масштабов бизнеса, так и финансовых показателей. Юнимилк и Нутритек пока уступают лидеру, каждый по конкретным параметрам: первый – с точки зрения финансовых характеристик, а именно низкой рентабельности и высокого долгового бремени, второй – с точки зрения масштабов бизнеса, и оба – с позиции информационной прозрачности. Тем не менее, мы считаем, что у всех трех эмитентов есть потенциал дальнейшего роста и улучшения финансовых показателей, а соответственно, и кредитного качества. Рост эффективности деятельности у всех трех компаний связан не только с постепенным замедлением темпов экспансии, но и увеличением присутствия на высокомаржинальном рынке детского питания. Пик агрессивной экспансии ВБД, как мы полагаем, миновал, и компания целенаправленно следует стратегии улучшения качественных характеристик. Юнимилк, напротив, активно скупает производственные активы, что оказывает негативное влияние на финансы. Однако, как и у ВБД, количественный рост со временем перейдет в качественный, и компания начнет получать выгоды не только от масштаба, но и повышения эффективности контроля затрат. У Нутритека, на наш взгляд, также есть все шансы улучшить кредитное качество в силу дальнейшего упрочнения уже достаточно хороших позиций на рынке детского питания и IPO в первом квартале следующего года.

Рынок молочной продукции

Одна из ключевых характеристик российского рынка молочной продукции - небольшое количество производителей, занимающих ведущие позиции и контролирующих в совокупности более половины рынка. Так, в 2005 г. совокупная доля ВБД, Danone, Очаковского МЗ и Юнимилка на рынке молочной продукции превысила 60% в стоимостном выражении. Оставшаяся часть рынка, не занятая крупными российскими компаниями и международными игроками, поделена между региональными производителями, в основном выпускающими традиционную молочную продукцию (молоко, кефир, сметана и сливки) и являющимися потенциальными кандидатами на приобретение лидерами рынка. На некоторых локальных рынках продукция местных производителей имеет более прочные позиции по сравнению с продукцией национальных лидеров. Это связано как с более низким уровнем благосостояния населения, так и с высокой лояльностью потребителей к продукции местного производства, поэтому инновационная и дорогая продукция имеет больше шансов в крупных городах с более высокими доходами населения.



Источник: AC Nielsen

Наличие множества независимых средних и мелких заводов указывает на потенциал экстенсивного роста для лидеров рынка. Стратегия экстенсивного развития является наиболее простым и быстрым путем наращивания объемов продаж и увеличения рыночной доли на молочном рынке. Именно этой стратегии придерживался в течение последнего времени ВБД, агрессивно скупая производственные активы в ущерб рентабельности деятельности, и в настоящее время проводит Юнимилк, который за последние два года скупил более 20 независимых производителей на российском рынке. Интенсивный рост ограничен в силу недостаточной сырьевой базы в условиях снижения поголовья скота и, как следствия, высокой зависимости от роста цен на сухое молоко. Другой стороной экстенсивного роста является, во-первых, снижение рентабельности деятельности на фоне роста коммерческих затрат и расходов на ребрендинг и модернизацию приобретенных мощностей, что мы, собственно, и наблюдали в течение ряда лет у ВБД и в настоящее время у Юнимилка. Во-вторых, увеличивается кредитное плечо на фоне недостатка собственного финансирования.

Хотя объем потребления молока и молочной продукции в натуральном выражении в России устойчиво растет, тем не менее, по объемам потребления Россия значительно уступает многим развитым странам. Текущий уровень потребления молочной продукции на душу населения на отечественном рынке составляет 220 - 240 кг в год. В развитых странах потребление молочных продуктов в среднем составляет 400 кг/душу населения в год. Это указывает на наличие потенциала развития рынка. В первую очередь выгоды от роста потребления получают крупные компании, учитывая значительные масштабы деятельности, широкое географическое присутствие и диверсифицированные портфели брендов. По прогнозам специалистов объем потребления молочных продуктов в России будет расти со среднегодовыми темпами в 4-5%. В прошлом году рост отечественного рынка молочных продуктов составил 5.3%, в этом году ожидается замедление до 4.2%

Дальнейший рост рынка молочной продукции будет в основном обусловлен развитием региональных рынков и увеличением выпуска обогащенных продуктов, характеризующихся более высокой добавленной стоимостью. При этом будет продолжена рыночная консолидация и увеличение долей основных игроков за счет поглощения мелких региональных производителей. На фоне консолидации рынка мы будем наблюдать увеличение доли национальных и международных брендов и соответствующее обострение конкуренции как между крупными отечественными и западными производителями на федеральном уровне, так и между национальными и местными игроками на региональных рынках. Обострение конкуренции, в свою очередь, обусловит рост затрат на рекламу, маркетинг и модернизацию производственных мощностей, что может оказать понижающее давление на рентабельность. С другой стороны, изменение стиля потребления молочных продуктов и смещение потребительских предпочтений в сторону обогащенных молочных продуктов будет способствовать увеличению доли высокомаржинальных продуктов в объеме продаж ведущих производителей, что должно частично нивелировать отрицательные последствия роста затрат.

Рынок детского питания

В отличие от молочного рынка отечественный рынок детского питания характеризуется высокой степенью фрагментированности - производством детского питания в России занимаются около 50 компаний, среди которых присутствуют как отечественные, так и иностранные производители. При этом позиции российских игроков достаточно сильны в сегменте молочных продуктов, который с объемом в 300 млн. литров занимает наиболее значительную долю на рынке детского питания. В данном сегменте лидирующие позиции принадлежат марке «Агуша» ВБД, занимавшей по результатам 2005 г. 56%. В целом на рынке детского питания среди российских игроков наиболее сильные позиции занимают Лебедянский (соки «Фруто-Няня»), ВБД (молочная продукция «Агуша»), Нутритек (сухие смеси «Нутрилак»), Юнимилк (молочная продукция - «Тёма», соки и пюре - «Тип-Топ») и Азовский комбинат детского питания.

Объем российского рынка детского питания в 2005 г. составлял по различным оценкам в пределах \$400-500 млн. и при этом имеет значительный потенциал роста до \$2 млрд. (по оценкам ВБД). Высокая фрагментированность и, как следствие, предстоящая консолидация, низкая степень насыщения (спрос в сегменте молочных продуктов удовлетворен на 30%, кисломолочных – на 2%), прогнозируемое увеличение рождаемости и рост доходов населения (расходы на продукты детского питания в среднем составляют около 40% от совокупных затрат на ребенка) – все это обуславливает высокие темпы роста, оцениваемые в 15-20%. На фоне прогнозного 4-5% роста молочного рынка рынок продукции детского питания приобретает все большую привлекательность для производителей соков и молочной продукции, и является перспективным направлением для развития бизнеса.

Помимо высоких темпов роста, опережающих динамику, как рынок соков, так и рынка молочных продуктов, производство детского питания характеризуется наиболее высокой рентабельностью (рентабельность EBITDA по международным аналогам 15 -18%) по сравнению с производством соков (13-16%) и молочной продукции (9-13%).

В связи с высокой привлекательностью рынка детского питания одной из основных тенденций ближайшего будущего станет увеличение доли этого сегмента в товарообороте молочных и пищевых производителей, что должно привести к росту темпов продаж и нормы прибыли. Кроме того, учитывая наличие огромного количества небольших производителей, нельзя не допустить, что после скупки региональных заводов, выпускающих традиционную молочную продукцию, крупнейшие игроки начнут приобретать производителей детского питания, тем самым способствуя консолидации рынка.

В отношении общерыночных тенденций можно отметить изменение культуры потребления продуктов детского питания, выражающееся в переходе потребителей на готовые продукты промышленного производства в отличие от продуктов домашнего приготовления, что опять же способствует сохранению высоких темпов роста рынка. С точки зрения потребительских предпочтений, можно также отметить, что наблюдается постепенное смещение спроса в пользу отечественной продукции, отвечающей высоким международным стандартам качества при более доступных ценах. Продукция отечественных компаний становится все более конкурентоспособной не только с точки зрения цены, но и экологичности, безопасности и обогащенности продукта - основных критериев, на которые ориентируются покупатели детского питания.

ВИММ-БИЛЛЬ-ДАНН

Вимм-Билль-Данн был образован в 1992 г., а в конце 90-х г. компания начала активную региональную экспансию за счет приобретения молочных предприятий в регионах России и странах СНГ. На настоящий момент ВБД объединяет 33 производственных предприятия в 22 регионах России и СНГ. ВБД обладает диверсифицированным портфелем брендов, объединяющим молочные продукты, соки и нектары, а также продукты детского питания. Портфель торговых марок насчитывает более тысячи видов молочных продуктов и сотни напитков. В 2005 г., по оценкам AC Nielsen (по 24 крупнейшим городам России), доля компании на российском рынке молочной продукции составила 34% и на московском - 45%. В целом по рынку основным конкурентом ВБД выступают французская компания Danone с рыночной долей в 14.3% (2005 г.) и Юнимилк, доля которого по результатам прошлого года составляла чуть менее 10%.

На рынке традиционных молочных продуктов основными конкурентами ВБД являются российские производители – Юнимилк (8.9%) и Останкинский МК, а также более мелкие производители на региональных рынках. На рынке обогащенных молочных продуктов ВБД конкурирует с Danone (25,8%), Ehrmann (8.2%) и Юнимилком (2.3%).

IFRS	2005	1H 2006	9M 2006
\$ млн.			
Sales	1 399,3	813,6	1 252,6
EBIT	83,85	73,38	110,7
EBITDA	140,9	104,9	175,2
Net Profit	30,3	46,7	66,2
CFO	113,9	84,0	100,4
Capex	99,8	50,4	86,2
Assets	920,6	968,2	1 027,4
Equity	387,0	448,7	473,0
Debt	275,6	287,8	312,4

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

SWOT Анализ

Преимущества	Недостатки
Неоспоримый лидер на рынке молочной продукции	Снижение темпов роста сокового сегмента в течение последних лет
Диверсифицированный портфель сильных национальных брендов	Сложная структура активов, не позволяющая обеспечивать централизованный контроль затрат
Лидирующие позиции на рынке молочных продуктов детского питания. Сильный бренд "Агуша"	
Широкое присутствие в регионах и развитая система дистрибуции	
Высокая прозрачность компании и публичность компании	
Широкое использование в производстве современных технологий, ноу-хау и инноваций	
Возможности	Риски
Интеграция молочных и соковых активов приведет к оптимизации и централизации системы контроля затрат и обеспечит экономию на масштабах	Резкое изменение валютного курса приведет к росту затрат на соковый концентрат и дальнейшему снижению рентабельности сокового направления
Повышение рентабельности за счет увеличения доли высокомаржинальных продуктов детского питания	Рост стоимости сырого молока приведет к увеличению себестоимости производства молочной продукции и снижению рентабельности в сегменте
Расширение присутствия на перспективном и развивающемся рынке минеральной воды	Ужесточение конкуренции приведет к увеличению затрат на рекламу и маркетинг
Упрощение структуры активов обеспечит оптимизацию контроля затрат и экономию на масштабах	Снижение уровня рождаемости негативно повлияет на показатели деятельности ВБД на рынке детского питания

С приобретением Очаковского молочного завода, доля которого по итогам 2005 г. оценивается в 3.1% на российском и 8.4% на столичном рынках, ВБД получил контроль практически над половиной рынка. В результате доля компании превысила 50% (с 45%) на столичном и 38% (с 34%) на федеральном рынке. Помимо наращивания производственных мощностей ВБД диверсифицировал портфель брендов, включив в него хорошо известные и популярные бренды Очаковского («33 коровы», «Пастушок», «Кремлевские продукты» и «Актилайф»), относящиеся к верхнему среднему ценовому сегменту, что также должно позитивно повлиять на общую рентабельность портфеля. Наряду с дальнейшим укреплением позиций на московском рынке компания продолжает скупать производственные активы в регионах – так, ранее ВБД заключил соглашение о приобретении омской компании «Манрос» - крупнейшего независимого молочного производителя Сибири и Дальнего Востока.

Приобретение производственных мощностей в разных регионах свидетельствует о том, что компания продолжает реализацию стратегии покупки молочных заводов, хотя и не столь агрессивными темпами, как ранее. Параллельно ВБД приступает к интеграции активов, как в области производства молочных продуктов, так и в области выпуска соков. В ближайшее время акционеры рассмотрят вопрос о реорганизации в форме присоединения 14 молочных предприятий, входящих в состав ВБД. 70% доля молочной продукции в совокупной выручке обуславливает значительно более прочные позиции компании на молочном рынке по сравнению с рынком соков. В связи с этим, помимо интеграции молочных активов, компания предпримет шаги по оптимизации сокового бизнеса, в том числе, как структуры управления, так и подразделений, дублирующих функции друг друга.

Помимо значимого присутствия на рынке молочных продуктов и рынке соков (которое компания в настоящее время пытается усилить после негативных тенденций в течение ряда последних лет) ВБД зарекомендовал себя как один из ведущих игроков на рынке детского питания. Продажи компании в сегменте детского питания демонстрируют наиболее высокие темпы роста (29.1% против 24.1% в сегменте «Молоко» и 2.6% в сегменте «Напитки» за первое полугодие 2006 г.), а их доля в совокупном показателе приближается к 7%.

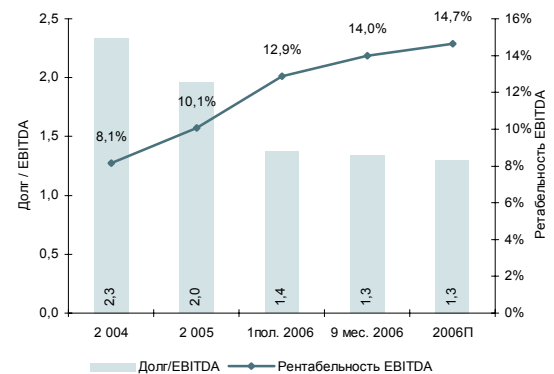
С 2003 г. также начато производство минеральной воды, а в марте текущего года компания объявила о выходе на рынок продуктов быстрого приготовления – было запущено производство каши под маркой «Веселый молочник». ВБД уже запустил продажи в Москве и Санкт-Петербурге и в дальнейшем предполагает расширить дистрибуцию и в другие регионы России.

Рейтинговая оценка финансового состояния

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,51	1,59	0,52	1,53
Debt ratio	0,30	1,51	0,30	1,51
Current ratio	1,97	3,00	2,02	3,00
Cash ratio	0,45	3,00	0,35	3,00
Рентабельность				
Net Margin	0,02	0,65	0,06	1,53
EBITDA Margin	0,10	0,56	0,13	1,13
Operating Margin	0,06	0,25	0,09	0,85
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	2,01	1,99	1,40	2,60
CFO/Total debt	0,41	3,00	0,58	3,00
EBIT interest coverage	3,67	1,44	13,14	3,00
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,18	2,77	0,19	2,94
Динамика операционной прибыли	0,65	3,00	1,43	3,00
Оценка надежности		1,90		2,26
Группа риска		Низкий		Низкий

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

Динамика Долг/ЕВITDA и рентабельности ЕВITDA



Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

ВБД относится к категории эмитентов, характеризующихся низким финансовым риском. В период с 2002 г. вплоть до первого полугодия прошлого года компания регулярно отражала понижение рентабельности, что в основном было связано с ослаблением позиций на рынке соков и ростом затрат на сырье как в соковом, так и молочном бизнесе. Тем не менее, с приходом в компанию нового руководства в конце прошлого года, уже по итогам 2005 г. удалось отразить рост рентабельности, и данная позитивная тенденция была продолжена и в текущем году. ВБД вплотную приступил к реструктуризации не только проблемного сокового бизнес-сегмента, но и оптимизации молочных активов. В данной связи следует отметить, что повышение рентабельности стало результатом как роста объема продаж и цен реализации, так и эффективного контроля затрат. Хотя ВБД представил результаты за девять месяцев текущего года, мы в целях обеспечения большей сопоставимости с данными Юнимилка используем отчетность за полугодие. Так, на фоне 19,35% роста выручки себестоимость реализации выросла лишь на 13,3%, а операционные затраты на 13,8%. Усиление контроля над затратами свидетельствует о том, что пик агрессивной экспансии ВБД, когда рентабельности деятельности не придавалось должного значения, миновал, и компания постепенно начинает получать выгоды от прочной позиции на рынке и наличия диверсифицированного портфеля брендов.

По результатам шести месяцев текущего года рентабельность ЕВITDA составила 12,9% по сравнению с 8,3% за аналогичный период прошлого года. Компания продолжила генерировать значительные денежные потоки, превысившие инвестиционные затраты на \$30 млн. Таким образом, на фоне роста денежных потоков и при неизменности объема долга соотношение Долг/ЕВITDA снизилось с уже приемлемого уровня в 2,0 до 1,4 по результатам первого полугодия. Учитывая стабильные собственные денежные потоки, мы не думаем, что по результатам текущего года компания существенно нарастит долговое бремя, в связи с чем видим возможность дальнейшего улучшения качества долгового покрытия до 1,3 и прогнозируем повышение рентабельности, обусловленное оптимизацией контроля затрат.

Кредитный вывод: из трех рассмотренных эмитентов ВБД является наиболее финансово устойчивой компанией со стабильно высокими показателями, как с точки зрения рыночного присутствия, так и позитивной динамики рентабельности и низкой долговой нагрузки. В связи с этим мы рассматриваем ВБД как своего рода *benchmark* для двух прочих эмитентов. На наш взгляд, спрэд к ОФЗ порядка 200 б.п. справедливо отражает статус компании в качестве ориентира для позиционирования сопоставимых компаний пищевого сектора. Для сравнения спрэд по облигациям Балтики (другого *benchmark* пищевого сектора) составляет порядка 160 б.п. Разница спрэдов в 40 б.п., по нашему мнению, адекватно отражает больший масштаб бизнеса, а также меньшую долговую нагрузку и более высокую рентабельность Балтики.

9 мес. 2006 г.	ВБД	Балтика
Sales, \$ млн.	1252,6	1697,5
Sales growth, %	22,1%	20,3%
EBIT, \$ млн.	110,7	442,6
EBIT Margin, %	8,8%	26,1%
EBITDA, \$ млн.	175,2	552,4
EBITDA Margin, %	14,0%	32,5%
Net Profit, \$ млн.	66,2	330,7
Net Profit Margin, %	5,3%	19,5%
Debt, \$ млн.	312,4	147,0
Debt / EBITDA	1,34	0,20
Net Debt, \$ млн.	245,9	101,4
Net Debt / EBITDA	1,05	0,14
Interest, \$ млн.*	10,3	16,6
Interest coverage	10,8	26,7
CFO, \$ млн.	100,4	513,3
Capex, \$ млн.	86,2	176,9
CFO / Debt	0,4	4,7
CFO / Capex	1,2	2,9

* - для ВБД приведена разница % расходов и доходов

Источник: данные компаний, оценка Банка ЗЕНИТ

ЮНИМИЛК

IFRS	2005	1H 2006
\$ млн.		
Sales	458,2	399,7
EBIT	7,7	12,2
EBITDA	25,4	28,3
Net Profit	(9,1)	1,9
CFO	14,6	0,3
Capex	24,6	42,4
Assets	328,8	644,6
Equity	58,3	209,3
Debt	182,4	291,3

Источник: данные компании,
оценка Банка ЗЕНИТ

Юнимилк – основанная в 2002 г. динамичная компания, развивающая полный цикл от производства и переработки молока до реализации молочной продукции, что позволяет ей создавать более высокую добавленную стоимость продукции, обеспечивая при этом контроль входящих затрат. Наличие собственной сырьевой базы также обеспечивает компании меньшую зависимость от колебаний рыночных цен на сырое молоко, а также от условий поставщиков. На сегодняшний день Группа Юнимилк с учетом приобретения новых мощностей включает 24 молочных предприятия.

SWOT Анализ

Преимущества	Недостатки
Существенный рост рыночной доли на российском рынке по итогам 2006 г. и прочные позиции на рынках Украины и Казахстана	Наиболее низкая рентабельность, обусловленная высокими коммерческими затратами, а также значительной долей низкомаржинальной продукции в объеме продаж
По масштабу бизнеса компания практически сравнялась с молочным сегментом ВБД	Большое количество брендов обуславливает низкую степень их узнаваемости
Представленность во всех продуктовых сегментах рынка молочной продукции	Высокая долговая нагрузка
Наличие полного производственного цикла, позволяющего контролировать затраты и снижать зависимость от рыночной конъюнктуры и поставщиков сырья	Невысокая доля более рентабельного детского питания в структуре продаж
Возможности	Риски
Унификация брендов позволит компании обеспечить лучшую узнаваемость марок	Рост затрат на модернизацию и переоборудование приобретенных мощностей
Выход на прочие рынки СНГ укрепит позиции компании как одного из лидеров рынка молочной продукции и расширит рынки сбыта	Увеличение размера инвестиций в экспансию и, как следствие, рост долгового бремени
Увеличение доли в высокомаржинальной продукции в объеме продаж будет способствовать росту рентабельности	

Стоит отметить, что Юнимилк осуществляет региональную экспансию с учетом присутствия активов ВБД. Таким образом, компания старается сократить свои затраты на продвижение и дистрибуцию, которые в условиях активного развития и без того являются достаточно существенными и стали одной из ключевых причин чистого убытка 2005 г. в размере \$9.1 млн. Однако в первом полугодии текущего года компании удалось выйти на положительный финансовый результат, составивший \$1.9 млн. Тем не менее, на фоне роста объема продаж и валовой рентабельности, компания все же не смогла избежать существенного роста коммерческих затрат, темпы которых превысили темпы роста выручки и обусловили снижение операционной рентабельности до 4.4% с 5% годом ранее.

Тем не менее, двукратный рост амортизационных отчислений позволил сохранить рентабельность по EBITDA практически без изменений на уровне 7.1% (по сравнению с существенным ростом у ВБД до 12.9% с 8.3% в первом полугодии прошлого года). В 2006 г. эмитент закладывает норму EBITDA на уровне 7.9%, которая, с нашей точки зрения является чуть завышенной, принимая во внимание инвестиционные проекты, запланированные и осуществленные компанией во втором полугодии. Мы полагаем, что по итогам года компании не удастся избежать роста коммерческих расходов, а также затрат на модернизацию и переоборудование приобретенных производственных активов. Так, недавно стало известно, что помимо покупки 13 региональных молокозаводов (уже консолидированных в отчетность с текущего года) Юнимилк приобрел три завода группы компаний «Ратмир», производящих весь спектр молочной продукции общим объемом производства 110 тыс. тонн в год, и в настоящее время завершает переговоры о покупке входящего в холдинг «Красный Восток» молочного завода «Эдельвейс-М» с объемом выпуска в 220 тыс. тонн готовой продукции в год и годовой выручкой более \$100 млн. При полной загрузке перерабатывающих мощностей завода (1 тыс. тонн молока в сутки) Эдельвейс-М занимает второе место после Лианозовского МЗ (ВБД). В целом же за последние два года компания приобрела более 20 молочных заводов на территории России, следуя стратегии занять лидирующие позиции в ключевых регионах.

Вследствие активного расширения мощностей, компания столкнулась с проблемой снижения управляемости портфеля брендов, насчитывающего до 50 наименований, и было принято решение об их унификации, посредством сокращения общего числа марок (практически в пять раз) и замещения большинства региональных марок всероссийскими. Уже на текущий момент доля продукции под национальными брендами достигла 36% в структуре продаж, а к середине 2007 г. эмитент планирует полностью избавиться от небрендовой продукции и вывести на национальный уровень самые сильные из региональных марок

Этот фактор вкупе с увеличением высокомаржинальных видов продукции рассматриваются в качестве драйверов роста рентабельности. Увеличение количества брэндов с более высокой добавленной стоимостью в портфеле позволяет компании прогнозировать чистую прибыль порядка \$7 млн. по сравнению с убытком прошлого года.

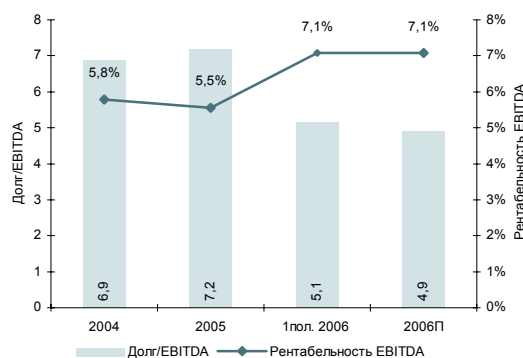
Наряду с экспансией производственных мощностей на рынке молочной продукции Юнимилк увеличивает свое присутствие и на перспективном рынке детского питания. Недавно компания приобрела у «Первого комбината детского питания» торговую марку «Тип-Топ», занимающую около 15% рынка и насчитывающую до 150 наименований продукции. Скорее всего, комбинат в будущем также будет приобретен Юнимилком. «Тип-Топ» будет второй маркой в портфеле продуктов детского питания Юнимилка после марки «Тема», под которой компания производит детских молочные продукты и которая на сегодняшний день является одним из приоритетных направлений бизнеса. Помимо этого компания выпускает мясные продукты для детей и строит завод по производству молочного детского питания в Ростовской области мощностью 30 т. в сутки.

Рейтинговая оценка финансового состояния

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,82	0,00	0,68	0,50
Debt ratio	0,55	0,00	0,45	0,00
Current ratio	0,98	0,92	0,77	0,07
Cash ratio	0,06	0,68	0,04	0,27
Рентабельность				
Net Margin	-0,02	0,00	0,00	0,24
EBITDA Margin	0,06	0,00	0,07	0,02
Operating Margin	0,03	0,00	0,04	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	7,18	0,00	5,14	0,00
CFO/Total debt	0,08	0,00	0,00	0,00
EBIT interest coverage	0,44	0,61	1,60	0,91
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,43	3,00	0,89	3,00
Динамика операционной прибыли	2,26	3,00	0,64	3,00
Оценка надежности				
			0,68	
			0,67	
Группа риска		Высокий		Высокий

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

Динамика Долг/ЕВITDA и рентабельности ЕВITDA



Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

На настоящий момент Юнимилк относится к эмитентам с высоким финансовым риском, которым присуща высокая зависимость от возможностей рефинансирования долга и собственные средства которых недостаточны для обслуживания существующей долговой нагрузки. Одной из главных проблем Юнимилка, на наш взгляд, является достаточно весомое кредитное плечо – по итогам прошлого года соотношение Долг/ЕВITDA составило 7,2, а по результатам первого полугодия снизилось до 5,1. Кроме того, мы обращаем внимание на краткосрочность кредитного портфеля, в котором по итогам первого полугодия, несмотря на направление части привлеченных средств на рефинансирование, на «короткие» долги пришлось 65% по сравнению с 51% на начало финансового года.

Программа капитальных затрат на 2006 г. предусмотрена в размере 2,7 млрд. руб. Основными направлениями вложения средств являются улучшение качества продукции, обновление упаковочных решений, запуск новых видов продукции, наряду с модернизацией приобретенных активов, а также развитие брэндов и системы дистрибуции.

Кредитный вывод: самая низкая среди аналогов рентабельность является результатом превалирования доли низкомаржинальной традиционной молочной продукции в товарообороте и значительных операционных затрат, связанных с экстенсивным ростом компании. Масштабы экспансии существенно превышают способности собственного финансирования, что обуславливает высокую долговую нагрузку. Более низкое кредитное качество Юнимилка по сравнению с ВБД, с одной стороны, и сопоставимый масштаб молочного бизнеса, с другой, обуславливают разницу в спредах к ОФЗ порядка 150 б.п.

Нутритек - третий по масштабам бизнеса российский игрок на молочном рынке после ВБД и Юнимилка. Выручка компании в 2005 г. составила \$230 млн., что в два раза ниже показателя Юнимилка и в шесть – ВБД. Нутритек на настоящий момент объединяет более десятка предприятий, выпускающих молочную продукцию и детское питание, два агрохолдинга, обеспечивающие предприятия качественным сырьем, и хладокомбинат.

Если на рынке молочной продукции доля компании невелика, то в сегменте детского питания компания является лидером не только на российском рынке, но и на рынках СНГ. Доля компании на российском рынке продуктов детского питания в 2006 г. оценивается на уровне 20%. Упрочнению позиций в этом сегменте способствовало приобретение в первом квартале текущего года группы «Славекс» - одного из лидеров отечественного рынка детского питания с годовой выручкой в 2005 г. в \$24.6 млн. С другой стороны, интеграция собственной сети продаж с широкой дистрибьюторской сетью Славекса позволит существенно расширить географию присутствия и облегчит вывод на рынок новых брендов. Кроме того, в феврале Нутритек приобрел более 50% Хорольского молочно-консервного комбината детских продуктов, являющегося крупнейшим на Украине производителем сухих детских молочных смесей с рыночной долей около 15%.

НУТРИТЕК

IFRS	2005	1П 2006
\$ млн.		
Sales	229,2	179,1
EBIT	22,1	13,0
EBITDA	35,8	26,6
Net Profit	8,4	6,1
CFO	(6,4)	(79,0)
Capex	96,4	15,7
Assets	371,8	415,9
Equity	144,0	194,9
Debt	168,6	175,7

Источник: данные компании,
оценка Банка ЗЕНИТ

SWOT Анализ

Преимущества	Недостатки
<p>Лидер на рынке продуктов детского питания в России (20%) и странах СНГ (на Украине - 15%)</p> <p>Высокая рентабельность, обеспеченная значительной долей высокомаржинальных продуктов детского питания в совокупных продажах</p> <p>Представленность во всех продуктовых сегментах рынка детского питания</p> <p>Развитая система дистрибуции</p> <p>Наличие полного производственного цикла, позволяющего контролировать затраты и снижать зависимость от рыночной конъюнктуры и поставщиков сырья.</p> <p>На рынке молочной продукции компания представлена в ключевых регионах с достаточно широким ассортиментом</p>	<p>Достаточно высокая долговая нагрузка по результатам прошлого года</p> <p>Уровень прозрачности значительно ниже по сравнению с ВБД</p>
Возможности	Риски
<p>Унификация региональных марок цельномолочной продукции под единым национальным брендом обеспечит лучшую узнаваемость марок</p> <p>Интеграция производственных активов повысит уровень контроля затрат и будет способствовать экономии на масштабах</p> <p>Повышение уровня обеспеченности собственным сырьем позволит обеспечить снижение себестоимости продукции и рост валовой рентабельности</p> <p>Запланированное IPO повысит качество компании в глазах инвесторов на фоне повышения степени прозрачности и позволит привлечь дополнительные средства для дальнейшего развития компания без увеличения кредитного плеча</p>	<p>Рост затрат на модернизацию и переоборудование приобретенных мощностей</p> <p>Увеличение размера инвестиций в экспансию, как следствие, рост долгового бремени.</p> <p>Рост затрат на дистрибуцию и продвижение брендов может оказать понижающее давление на рентабельность</p>

В целях увеличения объема продаж компания выводит на рынок детского питания новые продукты, относящиеся к среднему ценовому сегменту, темпы роста которого являются наиболее высокими. Увеличению темпов роста продаж в текущем году будет способствовать и приобретение новых мощностей, которые планируется расширить более чем в полтора раза. В целях повышения узнаваемости продукции и укрепления позиций на молочном рынке компания объявила об унификации всех региональных марок цельномолочной продукции (около 30) под единой федеральной торговой маркой «Ферма N1».

Увеличение доли высокомаржинальной продукции детского питания в выручке компании (37.5% по сравнению с 30% за аналогичный период прошлого года), способствует росту рентабельности группы. Так, валовая рентабельность в сегменте детского питания более чем в два с половиной раза превышает аналогичный показатель в производстве молока и составляет по результатам первого полугодия 27.3% по сравнению с 10.35% соответственно. Кроме того, в дальнейшем поддержанию рентабельности на высоком уровне будет способствовать увеличение выпуска высокомаржинальной обогащенной молочной продукции. По результатам первого полугодия 2006 г. (у Нутритека на 30.09.2006) рентабельность EBITDA составила 14.9% против 12.9% у ВБД и 7.1% у Юнимилка.

В настоящее время Нутритек интегрирует производственные активы, в результате чего будет выстроена централизованная система контроля затрат, что также позитивно скажется на рентабельности по группе в целом. Тем не менее, учитывая планы активной региональной экспансии, рост затрат на модернизацию и переоснащение приобретенных мощностей может оказать обратное влияние на эффективность. Нутритек, как и Юнимилк, имеет собственную сырьевую базу, что снижает зависимость компаний от роста цен на сырое молоко. В целях обеспечения еще большей независимости от рыночной конъюнктуры компания планирует повысить уровень обеспеченности собственным сырьем более чем втрое, до 40%.

Результаты финансовой отчетности за первое полугодие весьма позитивны. Рост выручки в долларовом выражении по сравнению с показателем аналогичного периода прошлого года составил 76% до \$179 млн. Рентабельность EBITDA повысилась до 14,9% с 12,3%. На основе рейтинговой оценки Банка ЗЕНИТ компания относится к группе эмитентов с умеренным финансовым риском. В основном это объясняется долговой нагрузкой компании выше среднего, а также отрицательными денежными потоками. По результатам первого полугодия Нутритек отразил существенный отрицательный операционный денежный поток в размере \$79 млн., что в первую очередь является результатом весомого увеличения оборотного капитала, в частности роста дебиторской задолженности. При этом до учета оборотного капитала операционный поток компании составил \$21 млн.

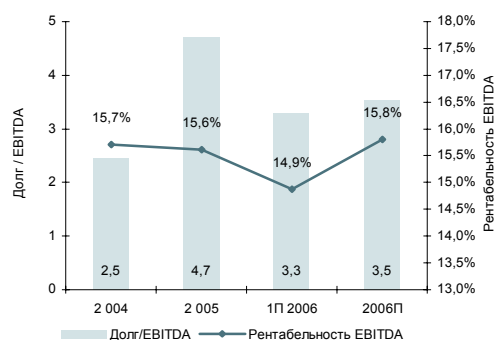
По заключению аудитора, Нутритек по результатам первого полугодия текущего года не нарушил ни одной ковенанты, предусмотренной кредитным договором. Долг/EBITDA на уровне 3.3 не превысило предусмотренное кредитным договором по CLN ограничение в 4.0; процентное покрытие за счет EBITDA составило 2.9, не нарушив предельного коэффициента в 2:1; соотношение чистого долга и стоимости чистых активов не превысило допустимый коэффициент 1:1.

Соотношение Долг/EBITDA снизилось до 3.3 по сравнению с 4.7 по итогам прошлого года: в абсолютном выражении финансовый долг вырос на 24% до \$167 млн., тогда как EBITDA продемонстрировала опережающую динамику, даже несмотря на рост операционных затрат. По результатам 2006 г. мы прогнозируем долговое покрытие на уровне 3.5. На текущий год компания запланировала 50% рост продаж на фоне приобретения производственных активов и вывода на рынок новых продуктов, относящихся к наиболее быстрорастущему среднеценовому сегменту. Увеличение доли детского питания и обогащенной молочной продукции с высокой добавленной стоимостью будет способствовать повышению рентабельности. Тем не менее, рост затрат на продвижение продукции будет отчасти нивелировать положительный эффект роста выпуска более маржинальных категорий продуктов. Таким образом, мы исходим из предположения, что в текущем году эффективность деятельности останется практически без изменений на уровне прошлого года (мы допускаем 15,8% по EBITDA). А размещение 17,5% пакета акций в первом квартале 2007 г. должно позволить компании привлечь дополнительные средства на развитие без увеличения долгового бремени в дальнейшем.

Рейтинговая оценка финансового состояния

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,61	0,92	0,53	1,45
Debt ratio	0,45	0,00	0,42	0,28
Current ratio	2,18	3,00	2,79	3,00
Cash ratio	0,53	3,00	0,14	1,97
Рентабельность				
Net Margin	0,04	1,02	0,03	0,95
EBITDA Margin	0,16	1,72	0,15	1,58
Operating Margin	0,09	0,79	0,06	0,25
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	4,71	0,00	3,30	0,70
CFO/Total debt	-0,04	0,00	-0,90	0,00
EBIT interest coverage	1,71	0,94	2,30	1,09
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,16	2,61	0,76	3,00
Динамика операционной прибыли	0,07	1,63	0,77	3,00
Оценка надежности				
		1,30		1,44
Группа риска		Умеренный		Умеренный

Динамика Долг/EBITDA и рентабельности EBITDA



Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

Помимо сравнения Нутритека с двумя крупнейшими игроками молочного рынка, мы провели сравнение с менее крупными эмитентами пищевого сектора и продуктовым оптовым оператором, облигации которых имеют относительно сопоставимую дюрацию и близкую доходность, а именно, с компаниями «Талосто» (производство мороженого), «Дымовское КП» (производство колбас) и «Санвэй» (импортер фруктов и овощей).

	Доходность	Дюрация	Выручка \$		Долг /
			млн, 2006П	ЕВITDA % 2006П	ЕВITDA, 2006П
Нутритек	11,71%	170,0	358	15,8%	3,5
Талосто	10,67%	251,0	154	23,0%	1,5
Дымов	11,18%	467,4	105	5,8%	8,0
Санвэй	10,43%	166,0	275	6,3%	4,0

Источник: данные компаний, оценка Банка ЗЕНИТ

Исходя из вышеприведенного сравнения прогнозных на 2006 г. показателей, очевидно, что доходность Нутритека завышена относительно и этих компаний, учитывая объем бизнеса, высокую рентабельность, приемлемую долговую нагрузку и наиболее высокую степень информационной и структурной прозрачности.

Кредитный вывод: в целом компания характеризуется стабильным кредитным качеством, выражающемся в наиболее высокой норме прибыли, хороших темпах роста и достаточно умеренной долговой нагрузке. Основным «минусом» является небольшой масштаб бизнеса. Фактор предстоящего IPO позитивно скажется на имидже компании в глазах инвесторов и повысит степень информационной и финансовой прозрачности. Рост доходности может объясняться негативной рыночной конъюнктурой. На наш взгляд, справедливая доходность облигаций Нутритека не должна превышать 11% годовых к оферте.

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@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.