

Финансовая отчетность Нутритека Картина проясняется

▪ **Результаты деятельности за апрель-сентябрь 2006 г.** Нутритек подготовил финансовую отчетность по МСФО за шестимесячный период, заканчивающийся 30 сентября 2006 г., обзор которой проводила компания MRI Moores Rowland. Впервые в отчетности группы были консолидированы результаты всех недавних приобретений за полный отчетный период, что наконец позволяет нам оценить истинные масштабы деятельности компании. Учитывая различия в сферах консолидации, мы не принимали во внимание темпы роста таких ключевых показателей как выручка или EBITDA.

▪ **Сегменты рынка.** Валовая рентабельность в сегментах молочной продукции и детского питания составила 10.4% и 27.3% соответственно. В первом случае рентабельность немного возросла по сравнению с аналогичным периодом 2005 г., во втором – несколько снизилась. На показатели компании в сегменте молочной продукции влияют сезонные факторы, и значительная часть сухого молока реализуется во втором полугодии (с октября по март), поэтому снижение результатов в сегменте молочной продукции в апреле-сентябре 2006 г. на фоне годовых показателей 2005 г. не вызывает опасений. На долю продуктов детского питания пришлось 38% от суммарной выручки и 61% от валовой прибыли.

▪ **Денежные потоки.** Рост денежных потоков сдерживал объем оборотного капитала компании, который увеличился более чем на USD80 млн, главным образом из-за резко возросшей дебиторской задолженности. Скорее всего, это связано с увеличением торговых запасов дистрибуторов и предоставлением более длительных товарных кредитов. Операционный денежный поток после оборотного капитала и капитальных затрат оказался отрицательным, и для его финансирования компания продала все казначейские акции (на сумму свыше USD40 млн), сократила остатки денежных средств и увеличила чистый долг на USD8 млн.

▪ **Долговая нагрузка.** По нашим оценкам, отношение Совокупный долг/EBITDA в настоящее время составляет 3.5, а EBITDA/Процентные расходы – 2.5, что свидетельствует о повышении кредитоспособности компании. Субординация облигаций Нутритека вряд ли может вызывать опасения, так как стоимость заложенных по банковским кредитам активов не превышает USD10 млн. Риски же по-прежнему связаны со структурой долга по срокам погашения – объем единовременного погашения CLN в ноябре 2007 г. составляет 56% общей суммы долга.

▪ **Налоги.** В одном из примечаний к отчетности говорится о существенном улучшении налоговой дисциплины. Возможно, именно это стало причиной заметного роста начисленного и особенно уплаченного налога на прибыль, однако в долгосрочной перспективе эффект будет позитивным ввиду снижения соответствующих рисков.

▪ **Условия размещения долговых обязательств.** Участники рынка уделяют излишнее внимание вопросу, нарушил ли Нутритек одно из условий размещения CLN, которое предусматривало минимальный уровень отношения Чистый долг/Чистые материальные активы. В пищевой промышленности, где стоимость торговых марок имеет принципиальное значение, данное условие представляется нам практически неуместным. Мы полагаем, что формулировка этого требования в соглашении о выпуске CLN допускает двоякое толкование и не позволяет однозначно оценить, выполнено ли указанное требование. До сих пор аудиторы предоставляли попечителю свидетельство соблюдения условий размещения (как и в случае с отчетностью за апрель-сентябрь 2006 г.), а коэффициенты долговой нагрузки и покрытия оставались в установленных договором пределах. Таким образом, с нашей точки зрения вопрос не заслуживает того внимания, которое ему уделяли в последнее время.

▪ **Ценообразование.** С нашей точки зрения, подготовленная отчетность позволяет получить более четкое представление о деятельности компании; кроме того, она отражает более устойчивое финансовое положение, чем раньше. Если сравнить показатели кредитоспособности Нутритека и ЮНИМИЛК (см. табл. справа), спрэды по рублевым облигациям Нутритека представляются нам необоснованно широкими. Потенциал роста котировок рублевых обязательств ограничен из-за короткой дюрации; тем не менее, для инвесторов, которые предпочитают приобретать облигации и держать их до оферты, мы видим интересные возможности для покупки по доходности выше 10.5%. Оферта по рублевым облигациям выставлена раньше срока погашения CLN, а сами инструменты включены в условие перекрестного невыполнения обязательств соглашения о выпуске CLN.

Нутритек: основные финансовые показатели по МСФО

USD млн, если не указано иное	2005	апр. – сен. 2006
Выручка	229.3	179.1
Валовая прибыль	40.3	30.0
EBITDA	36.4	24.8
Валовая рентабельность	17.6%	16.8%
Рентабельность EBITDA	15.9%	13.8%
Совокупный долг	168.6	175.7
Совокупный долг/EBITDA	4.6	3.5
Процентные расходы	15.3	9.6
EBITDA/Процентные расходы	2.4	2.6
Капитальные затраты и приобретения	96.4	16.2

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Нутритек и ЮНИМИЛК: сравнительные показатели

USD млн, если не указано иное	Нутритек	ЮНИМИЛК
Выручка	179.1	392.0
Рентабельность EBITDA	13.8%	8.0%
EBITDA	24.8	31.5
Совокупный долг/EBITDA	3.5	4.6
EBITDA/Уплаченные процентные расходы	2.3	2.5
Текущий спрэд облигаций к кривой ОФЗ	640	390

*ЮНИМИЛК: показатели без pro-forma корректировки

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва

Вознесенский переулок, 22

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

Dnangle@rencap.com

Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

Nzagvozdina@rencap.com

Алексей Языков

Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

Rnash@rencap.com

Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoisseev@rencap.com

Павел Мамай

Николай Подгузов

Дмитрий Поляков

Петр Гришин

Наргиз Садыхова

Валентина Крылова

Анастасия Головач

Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@rencap.com

Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@rencap.com

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@rencap.com

Елена Савчик

Роман Елагин

Ирина Елиневская

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин

Vpantuyushin@rencap.com

Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас

Rwallace@rencap.com

Ирина Черная

Жанна Старостина

Валерия Кутеева

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

Akazbegi@rencap.com

Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@rencap.com

Файг Байрамов

Светлана Дрыгуш

Юлия Голеусова

Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян

Ooganisian@rencap.com

Александр Фомичев

Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@rencap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100