

ВСЕ ИНТЕРЕСНОЕ ПРОИЗОШЛО ПОСЛЕ ОТЧЕТНОЙ ДАТЫ

Опубликована отчетность за II квартала и I полугодие 2010 г.

Рентабельность по итогам квартала повысилась, но до конца года она будет подвержена давлению со стороны растущих цен на сырье. Сегодня утром Вимм-Билль-Данн (ВБД) опубликовал финансовые результаты за II квартал и I полугодие 2010 г., которые отразили снижение операционных показателей относительно предыдущего квартала. Однако с точки зрения балансовых показателей отчетность малоинформативна, поскольку основные события, влияющие на долговую нагрузку ВБД, произошли уже после отчетной даты. Так, выручка компании за полугодие возросла на 17% относительно I полугодия 2009 г. и достигла 1 255 млн долл. Во II квартале 2010 г. выручка увеличилась менее значительно, чем в первом: на 15% против 19% соответственно. EBITDA во II квартале, так же, как и в первом, выросла лишь на 1% до 86 млн долл. В отчетном периоде закупочная цена на сырое молоко повысилась на 34,3% в долларовом выражении, результатом чего стало снижение как валовой рентабельности всей компании (на долю молочного сегмента приходится 68,6% совокупной выручки ВБД), так и ее рентабельности по EBITDA (с 14,8% до 12,7%). EBITDA составила 159,7 млн долл., что примерно совпадает с показателем I полугодия 2009 г. При этом до конца года рентабельность ВБД останется под давлением, поскольку по итогам года компания ожидает увеличения затрат на сырое молоко на 200 млн долл. больше, чем изначально планировалось. Чистая прибыль по итогам II квартала показала отрицательную динамику, упав на 31% до 36 млн долл. (по итогам полугодия показатель вырос на 7,1% до 69,5 млн долл.), однако оба эти результата были серьезно искажены влиянием курсовых разниц. Без их учета падение чистой прибыли по итогам полугодия составило бы 13,7%. Операционная эффективность ВБД за II квартал несколько снизилась (+ 0,7 п.п. от выручки относительно I квартала), но повысилась на 2,2 п.п. относительно I полугодия 2009 г., а операционные расходы составили 21,0% от выручки.

Долговая нагрузка за квартал практически не изменилась, на конец года останется умеренной. Во II квартале не произошло событий, сколько-нибудь значимых для кредитного профиля ВБД. Совокупный долг сократился на 1,9%, показатель Долг/EBITDA снизился на 0,1 п.п. до 1,5, а более чем двукратный рост краткосрочного долга связан с тем, что подлежащий погашению в I квартале 2011 г. синдицированный кредит был переклассифицирован в краткосрочный долг. Уже после отчетной даты компания заняла на долговом рынке около 333 млн долл., разместив два выпуска облигаций, а также выкупила у Danone 18,4% своих акций за 470 млн долл. Покупка была профинансирована имевшимися на тот момент у компании денежными средствами. До конца года компании предстоит исполнить оферту и погасить выпуски облигаций ВБД-3 и ВБД-2 на общую сумму около 200 млн долл. Учитывая продолжающееся подорожание сырого молока, мы снижаем наш прогноз по EBITDA за 2010 г. на 6,7% по сравнению с оценкой, которую мы представили в своем предыдущем обзоре, посвященном покупке компанией своих акций у Danone (от 12 августа). Тем не менее леввередж компании в результате погашения долга увеличится несущественно и останется умеренным – 1,8. В I полугодии капитальные затраты, составившие 65,4 млн долл., соответствовали объявленным ранее намерениям ВБД и были профинансированы за счет операционного денежного потока. Мы ожидаем, что во II полугодии их размер будет сопоставим с уровнем I полугодия, так что мы не прогнозируем увеличения долга с текущего уровня (то есть с учетом средств от размещения облигаций) до конца года. Однако для погашения в I квартале 2011 г. синдицированного кредита на 250 млн долл., компании, по нашей оценке, будет недостаточно собственных средств, и ей придется привлекать заимствования для его рефинансирования, что, учитывая достаточно устойчивый финансовый профиль ВБД, не должно составить проблем. У компании зарегистрированы выпуски биржевых облигаций на 20 млрд руб., так что при условии удачной конъюнктуры на рынке облигаций нельзя исключать, что ВБД в конце этого – начале следующего года предложит инвесторам новые выпуски.

На конец 2010 г. долговая нагрузка останется умеренной

Основные финансовые показатели ВБД по МСФО, млн долл.

	2008	2009	3М10	6М10	Изм. за год, %	2010П
Выручка	2824	2 181	615	1255	17.1	2610
ЕВИТДА	361	307	74	160	0.9	340
Чистая прибыль	102	117	34	70	7.1	
					Изм. за квартал, %	
Совокупный долг	650	499	485	476	(1.9)	617
Краткосрочный долг	234	213	201	444	121.4	257
Денежные средства	277	249	206	156	(24.0)	55
Чистый долг	401	246	279	319	14.4	562
Собственный капитал	644	703	736	686	(6.8)	
Активы	1577	1 489	1 546	1476	(4.5)	
Коэффициенты						
Норма ЕВИТДА, %	12.8	14.1	11.9	12.7		13.0
ЕВИТДА/Проц. расходы	3.6	7.1	37.1	13.2		
Долг/ЕВИТДА	1.8	1.6	1.6	1.5		1.8
Чистый долг/ЕВИТДА	1.1	0.8	0.9	1.0		1.7
Долг/Собств. капитал	1.0	0.7	0.7	0.7		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Находящиеся в обращении выпуски дороги. Размещенные два месяца назад выпуски ВБД БО-06/07 в настоящее время торгуются с доходностью около 7,8% к погашению через три года. На этих уровнях нам сложно рекомендовать их к покупке, поскольку на рынке существуют более дешевые альтернативы. К примеру, более короткие выпуски Северстали (Северсталь БО-02/04), которая обладает идентичными кредитными рейтингами и в разы превосходит ВБД по масштабам деятельности, торгуются с практически такой же доходностью, поэтому мы считаем их более привлекательными на фоне бондов ВБД. Купон на последующие три года обращения по выпуску ВБД-3 был установлен на уровне 7,45%, что соответствует доходности 7,59% по номиналу. Это примерно на 20 б.п. ниже уровня вторичного рынка, и мы ожидаем, что большая часть выпуска будет предъявлена к выкупу по оферте, которая назначена на 3 сентября.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010