

**Ключевые финансовые показатели Компании «Пивдом» согласно консолидированной финансовой отчетности, составленной по стандартам РСБУ на 01.01.05, 01.01.06 и 01.10.06, млн. руб.**

Показатели	2004	2005	9М 2006
Выручка	3 504.11	4 497.87	8 629.97
Прибыль от продаж	136.97	176.38	185.50
Рентаб-ть от продаж, %	3.91%	3.92%	2.15%
Чистая прибыль	97.89	121.82	127.31
Чистая рентаб-ть, %	2.79%	2.71%	1.48%
Активы	653.37	951.31	1 375.29
Оборотные активы	907.92	900.94	1 115.97
Собств. капитал	294.91	295.97	523.16
Долг	266.78	345.79	518.62
Долг/ выручка, раз	0.08	0.08	0.05
Долг / чист. прибыль, раз	2.73	2.84	3.06

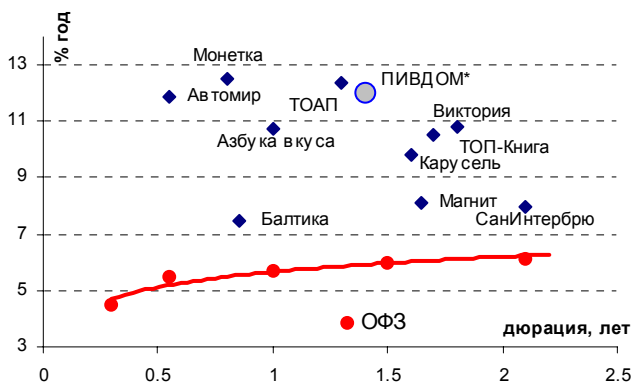
Источник: Компания «Пивдом»

#### Параметры облигационного займа

Эмитент	"Пивдом" (ООО)
Дата размещения	март 2007
Номинал	1 000 рублей
Объем эмиссии	1000 млн. руб.
Период обращения	(1092 дня) 3 года
Оферта	1.5 года
Ставка купона	1й - купон на конкурсе, 2 - 3 равны первому, 4 - 6 - определяются Эмитентом
Количество купонных периодов	6
Торговая площадка	ММВБ
Организатор	ИК "Еврофинансы" АКБ "СОЮЗ" (ОАО)

Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)

#### Позиционирование облигационного займа



\*Оценка Банка «СОЮЗ»

## РЕЗЮМЕ

**В апреле 2007 г.** будет размещен первый выпуск облигационного займа Компании «Пивдом» номиналом 1.0 млрд. руб.

Компания «Пивдом» – занимается продажей и дистрибуцией пива более 12 лет, обслуживая территорию в САО, СВАО, ВАО. Активная бизнес-стратегия, прозрачная бизнес-структура на фоне умеренной долговой нагрузки характеризуют высокое кредитное качество Эмитента.

#### Из положительных факторов кредитоспособности мы отмечаем:

- Устойчивую позицию на основном для Компании «Пивдом» рынке розничной торговли;
- Показатели долговой нагрузки в оптимальном диапазоне;
- Дальнейшую агрессивную экспансию в Москве и Московской области в среднесрочной перспективе;
- Диверсификацию источников заимствования и повышение публичности за счет дебютного выпуска рублевых облигаций.

#### ...в то же время отмечаем ряд недостатков:

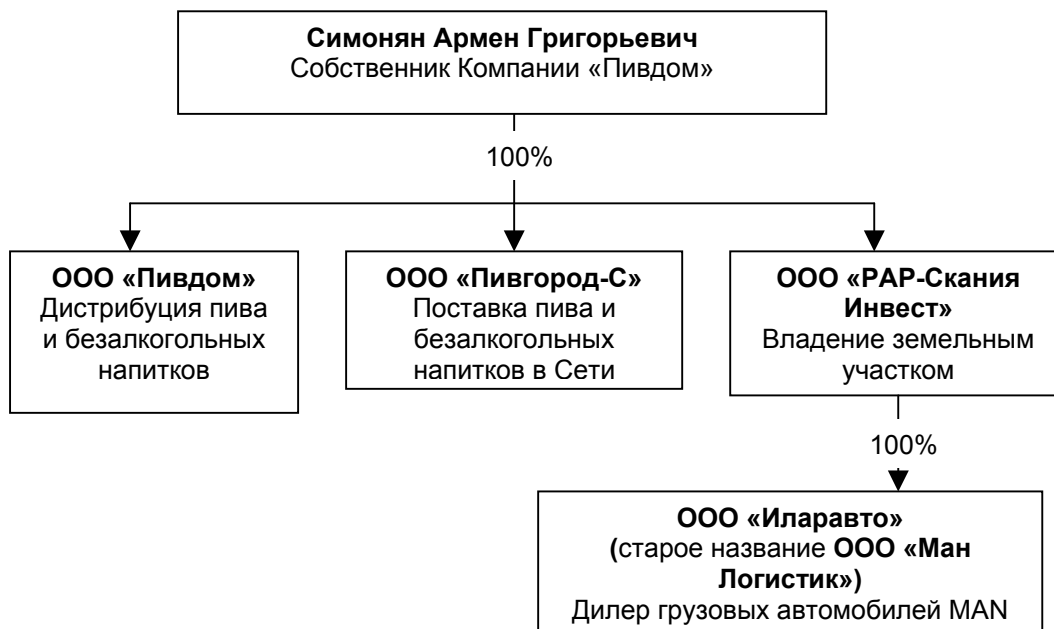
- Отсутствие аудированной консолидированной финансовой отчетности Компании «Пивдом», составленной по стандартам МСФО на момент размещения облигационного займа;
- Низкая рентабельность бизнеса, сглаживаемая высокими оборотами.

## Позиционирование займа

- Мы считаем, что кредитный риск Компании «Пивдом» находится на уровне близком к «Автомир» и несколько выше, чем у «ТОП-Книга».
- Справедливую доходность к полугодовой оферте выпуска облигаций Компании «Пивдом» мы оцениваем на уровне около 12% годовых

## Общие сведения

Основной деятельностью Компании «Пивдом» является дистрибуция пива в Москве и Московской области.



Основной целью Компании «Пивдом» в соответствии с перспективами развития отрасли и местом на рынке является поддержание лидирующих позиций на рынке. Для достижения этого в среднесрочной перспективе решаются следующие задачи:

**Задача 1. Развитие сети каналов реализации.** В течение 5 лет Компания «Пивдом» намерена достичь охвата не менее 85 % торговых точек северо-востока города Москвы и области.

**Задача 2. Осуществление модернизации и технического перевооружения оборудования.** Компания «Пивдом» планирует провести модернизацию автопарка - замену старых автомашин на новые грузоподъемностью 4, 6, 10, 15 и 20 тонн. Осуществление модернизации планируется проводить в рамках стратегического сотрудничества с концерном «MAN».

**Задача 3. Повышение операционной эффективности.** Расширение ассортимента товара, совершенствование конкурентных качеств, уменьшение затрат на единицу продукции, уменьшение цикла реализации товара и, как следствие, повышение оборачиваемости.

**Задача 4. Расширение спектра оказываемых услуг.** Посредством совершенствования логистического направления бизнеса. Планируется расширение складских площадей и приобретение земельных участков под строительство распределительных центров равноудаленных друг от друга пропорционально территории покрытия доставки клиентам.

**Задача 5. Оптимизация в ведении финансовой отчетности.** Переход к составлению отчетности согласно международным стандартам финансовой отчетности.

**Задача 6. Оптимизация процесса работы.** Внедрение новых информационных технологий с целью эффективного и своевременного обслуживания клиентов.

## SWOT-анализ

<b>Сильные стороны</b>	<b>Слабые стороны</b>
Положительная динамика основных финансовых показателей Диверсификация бизнеса (дилер грузовых автомобилей MAN) Хорошо отлаженная система логистики Профессиональный менеджмент Прозрачность в организационной структуре Компании Умеренная долговая нагрузка	Отсутствие аудированной отчетности на момент размещения облигационного займа Договора поставки с основными производителями пива на срок не более года с правом пролонгации
<b>Возможности</b>	<b>Угрозы</b>
Рост рынка по итогам 9М2006 составил 9% в физическом объеме. В среднесрочной перспективе рост планируется на этом же уровне Построение логистической системы для дистрибуции других видов продукции Диверсификация источников заимствований	Экономический спад в России  Самостоятельная дистрибуция пивными компаниями Рост арендных ставок

*Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)*

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПИВА

В 2005 г. объем рынка розничной торговли пива составил 13,4 млрд. долл., что на 8% выше аналогичного периода 2004 г.

В 2005 г. в России производство пива выросло на 6,5 % и достигло 892 млн. дал пива. По итогам 2004 г было произведено 842 млн. дал пива, динамика роста - 11,5 %.

Основными факторами, оказывающими положительное влияние на развитие рынка, являются:

- Рост среднедушевых доходов населения;
- Изменение структуры потребления спиртных напитков - переключение потребителей с крепких спиртных напитков на пиво; развитие культуры потребления пива;
- Активные маркетинговые кампании производителей пива;
- Предложение продукции в новой упаковке, в частности технологий ПЭТ.

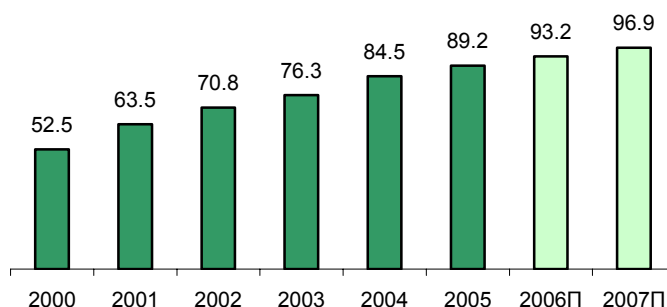
Кроме количественного роста, рынок пива претерпевает качественные изменения:

- Изменяется структура рынка по ценовым сегментам, в частности быстрый рост показывает сегмент суперпремиум за счет уменьшения доли среднеценового сегмента;
- Изменяется региональная структура рынка: наиболее быстрый рост ожидается в регионах в силу невысокого на данный момент уровня потребления.

На российском пивном рынке можно выделить пять ценовых сегментов:

- Супер-премиум (включая лицензионное пиво);
- Премиум;
- Основной ценовой сегмент;
- Экономичный ценовой сегмент;
- Дешевый ценовой сегмент.

Динамика российского рынка пива, млн. глитр.



Источник: Росстат, Euromonitor

### Продажи пива по основным ценовым сегментам в 2003 – 2005гг., млн. глитр.

Сегмент	2003	2004	2005
Супер-премиум	2,9	4,7	7,3
Премиум	15,4	17,1	14,7
Основной	21,5	21,6	21,6
Экономичный	28,0	28,2	29,9
Дешевый	8,5	13,0	15,6
<b>ИТОГО</b>	<b>76,3</b>	<b>84,5</b>	<b>89,2</b>

Источник: Бизнес Аналитика

Каналы сбыта пивной продукции делятся на:

- on-trade (immediate consumption) – канал продаж продукции немедленного потребления, к которому относят кафе, бары, рестораны и т.д. На данный сегмент приходится основная доля продаж;
- off-trade (future consumption) – точки продаж продукции отложенного потребления, к которому относят магазины, гастрономы, киоски, супермаркеты. В данном сегменте основной объем продаж приходится на несетевые продовольственные магазины, поскольку пиво – товар спонтанного спроса.

Существующая структура каналов сбыта несет в себе большие издержки по организации прямой дистрибуции для пивных компаний: необходимо осуществлять покрытие большого числа точек с большой частотой, чтобы обеспечивать наличие товара в киосках, которые не имеют площадей для хранения запаса продукции, и для сохранения доли полки.

### **Дистрибьюторские компании обладают следующими преимуществами по сравнению с прямой дистрибуцией:**

- Возможность, с одной стороны, обеспечить торговую точку широким ассортиментом продукции и снизить ее транзакционные издержки (например, по приему продукции, обработки накладных и т.д.), с другой, разнести расходы на транспорт и персонал на разные виды продукции;
- Собственный транспортный парк;
- Опытный персонал с высокими компетенциями в области продаж;
- Долговременные отношения и лояльность торговых точек;
- Отлаженные логистические маршруты.

В настоящее время все ведущие производители пива продают свою продукцию через дистрибуторов, успешное сотрудничество с которыми является основой для поддержания и завоевания доли рынка.

### **Рынок пива по итогам 3-го квартала 2006 года**

По данным Федеральной службы государственной статистики по итогам 9 месяцев 2006 г. в России произведено 770 млн. дал пива, что на 8,6% больше, чем за период с января по сентябрь 2005 года. Причинами более динамичного развития отрасли послужили как объективные, так и субъективные факторы. Среди объективных факторов следует отметить наметившиеся изменения структуры потребления алкоголя в пользу пива и вина. Данные изменения стали возможны благодаря более взвешенной акцизной и ценовой политике, проводимой Правительством РФ. К субъективным факторам можно отнести относительно жаркую погоду в течение достаточно продолжительного времени, что способствовало увеличению продаж продукции основных игроков пивоваренного рынка. Вместе с тем, ряд экспертов алкогольной индустрии увязали рост производства пивоваренной отрасли с возникшими проблемами на алкогольном рынке, мотивируя это тем, что неработающая система ЕГАИС и повышение акцизных ставок на слабоалкогольные коктейли ведут к росту продаж пива.

### **Пивоваренные компании**

Основные игроки пивоваренного рынка продолжают демонстрировать высокие результаты, опережающие темпы роста рынка. Для некоторых ведущих производителей 2006 г. проходил в условиях отсутствия продукции на складе, что, в свою очередь, являлось следствием нехватки производственных мощностей. Для обеспечения своих потребностей в продукции в третьем квартале сразу три крупнейших пивоваренных компании объявили о расширении своих производственных мощностей:

- Пивоваренная компания «Балтика» объявила об утроении мощностей филиала «Балтика-Самара».
- Компания «САН Интербрю» начала строительство завода в Ангарске стоимостью 80 млн евро.
- Пивзавод «Волга», входящий в группу компаний Хейнекен в России, в 2007 году намерен увеличить объем производства пива почти в 3 раза.

### **Стратегии пивоваренного рынка**

*С покупкой «Красного Востока» Efes смог начать атаку на Восток.*

Самое громкое поглощение последнего времени может дать второе рождение крупнейшему пивоваренному заводу Поволжья. Объем работ и изменений, которые уже сделаны в рамках модернизации завода «Красный Восток» и предстоящие планы руководства компании «Эфес» могут изменить соотношение сил на пивоваренном рынке. После реконструкции он сможет производить 30 млн. дал пива в год вместо нынешних 15 млн.

*Акционеры «Балтики», «Пикры», «Вены» и «Ярпива» на завершающем этапе объединения.*

Масштабный проект по объединению всех активов под единой маркой «Балтика» подходит к завершению. Данный проект, являющийся уникальным по своему размаху в рамках одной отрасли, с одной стороны, создал временные трудности и притормозил дальнейшее активное развитие предприятия, что отразилось на его текущих финансово-производственных показателях. По мнению компании, происходящий процесс реструктуризации системы дистрибуции оказал сдерживающее влияние на продажи в первом квартале 2006 г. С другой стороны, были созданы предпосылки для более устойчивого и конкурентоспособного развития концерна в ближайшем будущем: во 2-м квартале рост реализации пива объединенной компанией составил 8,5% при росте рынка в 8,7%. Для повышения эффективности бизнеса компания «Балтика» направила усилия на снижение себестоимости продукции за счет уменьшения расходов на основное сырье, и переориентировала инвестиционные потоки на создание собственных производств пивоваренного солода.

*«Очаково» усиливает позиции в Приволжском федеральном округе*

С открытием пивоваренного производства «Очаково» в Пензе увеличились производственные возможности компании в Приволжском федеральном округе. Пивобезалкогольный комбинат рассчитан на выпуск 26 млн. декалитров пива в год. «Очаково» отказалось от единой цены на всей территории

России и ввела поясные коэффициенты. Пересмотрены также принципы построения ассортиментных матриц. Из портфеля брендов были исключены некоторые низколиквидные позиции и добавлены более перспективные (была убрана бутылка емкостью 1,0 и 2,25 литра, введена емкость 2,5 литра)

### Анализ рынка тарированного пива

*На фоне продолжающегося роста сегмента «дешевого» пива эксперты говорят о сокращении количества рекламируемых в России пивоваренных брендов.*

Большинство специалистов пивоваренного рынка считают, что сокращение количества рекламируемых брендов происходит за счет вывода из производственной линейки крупных холдингов региональных марок вследствие оптимизации портфеля и, соответственно, увеличения доходности.

По данным TNS Gallup Media, в первом полугодии 2006 г. число медиаактивных пивных марок сократилось на 12% (до 124); в телевизионной рекламе осталось 39 марок – это самый низкий показатель с 2003 г.

Вместе с тем, уменьшение количества рекламируемых брендов проходит на фоне роста сегмента «дешевого» пива, который во многом формируется за счет региональных брендов. Безусловно, прямой взаимосвязи между данными процессами нет, однако снижение медиаактивности ведущих пивоваренных игроков в низкоценовом сегменте может стать фактором возможного снижения его популярности в будущем. Рост дешевых сортов относительно показателей прошлого года в сложившихся условиях, по нашему мнению, обусловлен активными действиями крупнейших игроков по выводу новых брендов в этой части ценового спектра.



По итогам на июль 2006 г. доля «дешевого» пива в натуральном выражении достигла своей рекордной отметки в 16,4% всего объема продаж. Поскольку динамика продаж низкоценовых сортов имеет особенно выраженный сезонный характер, то, сравнивая этот показатель с аналогичным периодом 2005 г. (15,8%), можно отметить, что рост дисконтных марок составил 0,6%.

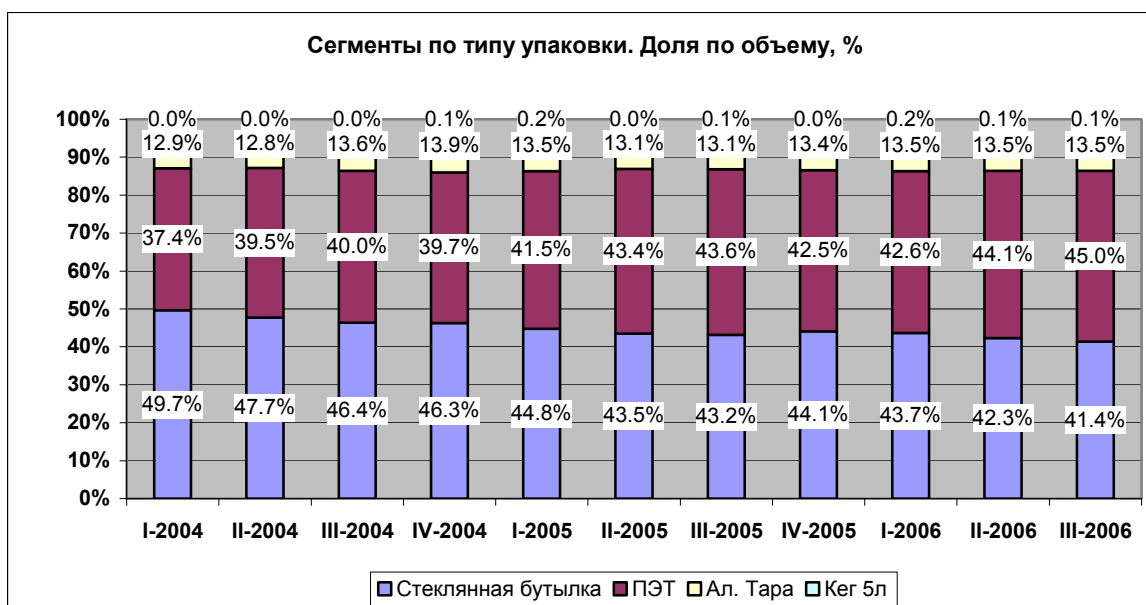
Аналогичное влияние сезонности наблюдается также в «среднеценовом» сегменте. За период январь-июль 2006 г. доля тарированного пива сократилась на 1,0% и составила 52,0%, а с начала 2004 г. его падение составило 9,4%. Интересно заметить, что на протяжении уже нескольких лет в 3-м квартале каждого года наблюдается некоторое замедление темпов снижения этой доли относительно показателей других кварталов.

Что касается сегмента «премиального» пива, то его доля, остается стабильной и продолжает колебаться на уровне 21-23% рынка. За июль-август 2006 г. доля этого сегмента снизилась по сравнению с первым кварталом на 1,2%, хотя в первом квартале 2006 г. была зафиксирована его максимальная величина за последние годы на уровне 23,3%.

### Тара и упаковка

Главными событиями стали появление на рынке супер-большой ПЭТ упаковки емкостью 5 л и нового типа тары – алюминиевой бутылки.

Компания «САН Интербрю» сообщила о начале производства пива в новой пятилитровой ПЭТ-упаковке, не имеющей аналогов в мире. Вслед за «САН Интербрю» и другие производители пива могут начать выпуск своей продукции в 5-литровой упаковке.



Внимание производителей к сегменту ПЭТ упаковки на рынке пива объясняется продолжающимся ростом популярности этого вида тары у потребителей, что подтверждается данными исследований розничных продаж. Только за период январь-август 2006 г. рост доли ПЭТ составил 2,4% (достигнув отметки в 45%). Доля «стекла» по данным на август 2006 г. составила 41,4%.

*В настоящее время рынок пива продолжает наращивать свои обороты, хотя и умеренными темпами (прирост составляет 4-7% в год), в сегменте алкогольной продукции. Мы не прогнозируем стагнации развития в среднесрочной перспективе, поскольку он еще далек от насыщения по сравнению со странами Европы, где потребление на душу населения приходится более 90 литров пива в год. Сейчас в России потребляется 65 л пива в год на человека.*

*Приход на рынок новых игроков возможен за счет покупки иностранными инвесторами российских пивоваренных компаний или в результате их слияния и объединения.*

## Торговая деятельность

Компания «Пивдом» занимается продажей и дистрибуцией пива более 12 лет. Годом основания принято считать 1993 год. До 2002 г. Компания «Пивдом» занимается оптовой продажей пива и безалкогольных напитков в соответствии со спецификой рынка и ведения бизнеса того времени, реализует продукцию сетевым магазинам. В 2003 г. было открыто подразделение ON TRADE – продажи кафетериям, ресторанам и гостиницам. В 2004 г. заключен договор с «MAN» на поставку уникальных грузовых автомобилей с целью оптимизации работы и снижению транспортных расходов. В течение 2004 – 2005 г. были заключены договора на поставку пива с крупнейшими торговыми Сетями универсамов в Москве.

На Московском рынке на данный момент каждая из торговых компаний пивной отрасли имеет свой территориальный ареал деятельности, закрепленный в договорах с поставщиками пива. Компания «Пивдом» обслуживает территорию Северного, Северо-Восточного и Восточного округов Москвы. Для эффективного охвата Московской области открыты два филиала в Дмитрове и Красноармейске с арендуемыми складами общей площадью 3 000 кв. м.

Ежегодно компания наращивает свои обороты по реализации продукции на занимаемой нише в рынке Московского региона. За 12 месяцев 2004 г. Компанией было реализовано 13,9 млн. дал пивной продукции крупнейших пивоваренных компаний России. За 2005 г. объем реализации составил 17,7 млн. дал, что на 27% выше по сравнению с 2004 г. За 9 месяцев 2006 г. было реализовано 14,0 млн. дал, что свидетельствует об интенсивном росте объемов продаж и развитии в течение 2006 год.

Компания «Пивдом» имеет прямые дилерские соглашения с ведущими компаниями – лидерами российского рынка слабоалкогольных и безалкогольных напитков. Сотрудничество с несколькими крупнейшими пивоваренными холдингами позволяет Компании «Пивдом» диверсифицировать риски поставок и предлагать своим клиентам широкий ассортимент ведущих пивных брендов.

### Динамика структуры продаж Компании «Пивдом» по маркам за 2004 – 1 п/г 2006 г.,%

	2 004	2 005	9М 2006
Клинское (SUN Interbrew)	25.7%	26.1%	0.7%
Золотая бочка(SABMiller)	16.8%	20.5%	22.9%
Бочкарев (Heineken)	14.5%	9.4%	12.5%
Балтика (BBH)	10.1%	6.0%	26.9%
Очаково (Очаковский пивкомбинат)	4.1%	6.2%	6.0%
Невское (BBH)	6.7%	8.3%	9.0%
Прочие марки пива	15.0%	18.5%	20.0%
Безалкогольные напитки	7.0%	5.0%	2.0%
<b>Итого:</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Компания «Пивдом» обслуживает все виды торговых точек. Компания активно развивает сотрудничество с торговыми сетями. С 2004 года является крупнейшим поставщиком Сети универсамов «Пятерочка». Кроме этого обслуживаются Сети: «Перекресток», «Спар», «МосМарт», «Квартал», «Матрица», «Ням-Ням», «Алые Паруса», «Карусель», «Магнолия», «Гастрономир».

### Динамика структуры продаж Компании «Пивдом» по маркам за 2004 – 9М 2006 г.,%

	2 005	9М 2006
Супермаркеты и сетевые магазины	43.4%	47.3%
Прочие магазины	11.6%	18.1%
Op-trade (рестораны, кафе, автозаправочные станции)	13.0%	18.0%
Оптовые продажи	19.4%	12.0%
Павильоны	12.6%	4.6%
<b>Итого:</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

С 2004г. Компания «Пивдом» импортирует продукцию из Армении: пиво «Котайк» и «Эребуни» от производителя ООО «Котайк «Пивоваренный завод»; минеральную воду «Бжни» от производителя АОЗТ «Завод минеральных вод «Бжни» и сок «Зовк» от производителя АООТ «Ереванский завод ЗОВК» (АОЗТ «Завод минеральных вод «Бжни» и АООТ «Ереванский завод ЗОВК» входят в холдинг SIL Group). Данная продукция завоевала ряд наград на российских и международных выставках.

Компания «Пивдом» располагает собственным транспортным парком. Тоннаж автомобилей и их количество в автопарке подобраны согласно выверенной маршрутизации по торговым точкам севера и северо-востока Москвы. В парке Компании «Пивдом» имеются грузовые автомобили MAN с уникальными семидверными кузовами. В 2006 г. Компания «Пивдом» заключила дилерское соглашение с компанией «MAN» на продажу грузовых автомобилей концерна на территории Москвы. Кроме этого будет осуществляться техническое обслуживание и ремонт данных автомобилей.

*Данный факт позволяет Компании «Пивдом» диверсифицировать собственный бизнес и извлекать, тем самым, дополнительный доход. В результате каких-либо серьезных изменениях на рынке пива, в том числе, при расторжении контрактов с производителями, наличие собственного парка дает возможность начать осуществлять перевозки любых других видов продукции. В течении некоторого времени потребуются перезаключение контрактов на приобретение продукции (дилерские соглашения) с новыми поставщиками, а обширная клиентская поможет снизить риск не реализации нового вида продукции.*

## Цель облигационного займа

Денежные средства, привлеченные в ходе эмиссии Облигаций Компании «Пивдом», будут направлены:

- На создание собственного логистического и сервисного центра для развития дистрибьюторского бизнеса Компании.

Создание логистического центра позволит расширить перечень услуг Компании своим клиентам и повысить эффективность дистрибьюторской деятельности:

- наличие собственных складских площадей сократит арендные платежи Компании;
- внедрение ведущих технологий по управлению грузами позволит сократить время на перефасовку и обработку грузов и снизить затраты на персонал.

- На создание сервисного центра для обслуживания грузовых автомобилей MAN.

Создание сервисного центра по обслуживанию автомобилей снизит стоимость обслуживания автопарка. В то же время создание сервисного центра необходимо для полноценного развития дилерского бизнеса по продаже грузовых автомобилей MAN.

Реализация проекта будет осуществлена на территории земельных участков общей площадью 6,6 га, находящихся в собственности Компании «Пивдом», на пересечении Алтуфьевского шоссе и МКАД.

- На реструктуризацию существующего кредитного портфеля Компании.

Анализ проводился на основании данных консолидированной неаудированной финансовой отчетности за период с 2004г. по 9М 2006 г., составленной по стандартам РСБУ, а также по предварительным консолидированным данным об итогах 2006 г.

### Финансовые результаты за 2004 – 2006 г.

Наименование статьи, млн. руб.	2004	9М 2005	2005	9М 2006	2006
<i>Выручка</i>	3 504.11	3 221.14	4 497.87	8 629.97	12 164.71
Себестоимость	3 249.09	2 876.43	4 012.05	8 100.77	11 401.90
<b>Валовая прибыль</b>	255.02	344.71	485.82	529.20	762.80
Расходы, не относящиеся на себестоимость (постоянные расходы)	118.05	215.26	309.44	343.70	491.52
<b>Прибыль от продаж</b>	136.97	129.46	176.38	185.50	271.29
Прочие расходы, в том числе проценты по кредитам	33.40	36.71	49.27	52.12	96.66
<b>Прибыль до налогообложения</b>	103.57	92.75	127.11	133.38	174.63
<b>Чистая прибыль</b>	97.89	89.16	121.82	127.31	168.56

Невысокая рентабельность характерна для данного бизнеса: торговая наценка составляет в среднем 12%, отпускные цены дистрибутора регулируются договорными отношениями с поставщиками. Соответственно, увеличение рентабельности возможно только путем минимизации издержек. Выручка Компании «Пивдом» стремительно росла за последние годы. Большой рост продаж в 2006 г. обусловлен как внешними, так и внутренними факторами по отношению к Компании «Пивдом»:

Внешние факторы:

- Переключение потребителей на пиво в связи с перебоями в поставках других видов алкоголя;
- Благоприятные погодные условия для продажи пива;
- Сокращение «серых» поставок пива.

Внутренние факторы:

- Повышение охвата точек;
- Расширение ассортимента продукции и увеличения числа дистрибьюторских договоров.

### Структура расходов Компании «Пивдом» по итогам 9М 2006 г.

Статья	Доля в соответствующих расходах, %
<b>Переменные расходы</b>	
Себестоимость реализованной продукции	98,50%
Переменная составляющая зарплаты	0,91%
Транспортные расходы по доставке товара покупателю	0,39%
Оборотные налоги	0,20%
<b>Итого переменных расходов:</b>	<b>100%</b>
<b>Постоянные расходы</b>	
Аренда и коммунальные платежи	46,01%
Транспортные расходы	21,77%
Командировочные и представительские расходы	16,52%
Лизинговые платежи	14,16%
Прочее	1,55%
<b>Итого постоянных расходов:</b>	<b>100%</b>

Выручка Компании «Пивдом» за 2006 г. составила 12 164,71 млн. руб., что в 2,70 раз больше по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. Чистая прибыль на конец 2006 г. составила 168,56 млн. руб., что на 38,37% выше периода 2005 г. Данный рост обусловлен динамичным развитием Компании «Пивдом».

### Баланс Компании «Пивдом», 2004 – 2006 г., млн. руб.

Статья	2004	3 кв. 2005	2005	3 кв. 2006	2006
<b>Активы</b>					
<b>Внеоборотные активы</b>					
Основные средства	5.93	7.22	13.68	259.31	259.31
Долгосрочные финансовые вложения	3.00	26.20	36.69	0.00	0.00
<b>Итого по разделу I</b>	<b>8.93</b>	<b>33.42</b>	<b>50.37</b>	<b>259.31</b>	<b>259.31</b>
<b>Оборотные активы</b>					
Товары для перепродажи	500.38	644.12	644.28	840.23	665.46
Дебиторская задолженность (до 12 мес.)	132.17	234.67	246.88	245.70	457.73
Денежные средства	11.88	29.13	9.79	30.05	41.73
<b>Итого по разделу II</b>	<b>644.44</b>	<b>907.92</b>	<b>900.94</b>	<b>1 115.97</b>	<b>1 164.92</b>
<b>Всего активы</b>	<b>653.37</b>	<b>941.34</b>	<b>951.31</b>	<b>1 375.29</b>	<b>1 424.23</b>
<b>Пассивы</b>					
<b>Собственный капитал и нераспределенная прибыль</b>					
<b>Итого по разделу III</b>	<b>294.91</b>	<b>296.24</b>	<b>295.97</b>	<b>523.16</b>	<b>564.42</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>					
<b>Итого по разделу IV</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>					
Кредиты банков	266.78	319.81	345.79	518.62	672.27
Кредиторская задолженность	91.68	325.29	309.55	333.50	187.55
<b>Итого по разделу V</b>	<b>358.46</b>	<b>645.09</b>	<b>655.34</b>	<b>852.13</b>	<b>859.82</b>
<b>Всего пассивы</b>	<b>653.37</b>	<b>941.34</b>	<b>951.31</b>	<b>1 375.29</b>	<b>1 424.23</b>

На конец 2006 г. активы Компании «Пивдом» составили 1 424,23 млн. руб., увеличившись на 49,71% по сравнению с уровнем 2005 г. Приобретение в 2006 г. двух земельных участков на пересечении Алтуфьевского шоссе и МКАД общей площадью 6,6 га под строительство логистического центра стало фактором интенсивного роста внеоборотных активов, которые на конец 2006 г. составили 259,31 млн. руб. (18,21% от всех активов).

Структура оборотных средств, составляющих 81,79% валюты баланса, характерна для торговых компаний. Ее основную долю занимают товары для перепродажи, которые на конец 2006 г. составили 665,46 млн. руб. или 57,12% от оборотных средств. Размер товарной массы за период с 2005 г. в абсолютном значении вырос на 3,2%. Это обусловлено увеличением числа контрагентов и необходимостью постоянно иметь широкую ассортиментную линейку продукции. В тоже время долевое соотношение товары/оборотные средства за период с 2005 г. упали с 73,73% до 57,12%, что свидетельствует об отсутствии затоваривания и эффективной работе склада.

Дебиторская задолженность на конец 2006 г., составляющая 457,73 млн. руб. или 39,29% от оборотных средств, сформирована из задолженности от покупателей. Вся дебиторская задолженность является текущей и сроки ее погашения, зависящие от типа торговых точек, варьируются от 7 до 21 дня. Просроченная задолженность отсутствует.

Собственный капитал Компании «Пивдом» на конец 2006 г. составляет 564,42 млн. руб., что на 90,70% выше по сравнению с 2005 г. Он полностью покрывает внеоборотные средства. За счет собственного капитала имеется возможность финансировать оборотную деятельность на 26,19%. Оставшаяся сумма компенсируется за счет заемных средств, которые являются основным источником формирования имущества Компании «Пивдом». На 01.01.2007 г. обязательства составляют 859,82 млн. руб. или 60,37% пассивов. При этом 78,19% от общего объема обязательств приходится на кредиты банков, оставшийся объем на кредиторскую задолженность.

На 01.01.2007 г. объем кредитного портфеля Компании «Пивдом» составил 672,27 млн. руб.

#### Структура кредитного портфеля Компании «Пивдом» на 01.01.2007 г., млн. руб.

Наименование кредитора	Наименование заемщика	Сумма	Срок погашения
КБ "Русь-Банк"	ООО «Пивдом»	49.50	25.06.2007
КБ "Авангард"	ООО «Пивдом»	30.00	04.06.2007
КБ "Русский Банк Развития" (ЗАО)	ООО «Пивдом»	18.72	26.04.2007
ОАО "Импэксбанк"	ООО «Пивдом»	90.00	30.06.2007
ОАО "Импэксбанк"	ООО «Пивгород-С»	50.00	14.06.2007
ОАО "Импэксбанк"	ООО «Пивдом»	28.67	25.06.2007

Лефортовское отд. № 6901 СБ РФ	ООО «Пивдом»	60.00	29.08.2007
Лефортовское отд. № 6901 СБ РФ	ООО «Пивдом»	80.00	18.12.2007
Лефортовское отд. № 6901 СБ РФ	ООО «Пивдом»	78.49	24.02.2007
ОАО "Внешторгбанк"	ООО «Пивдом»	186.89	27.06.2007
<b>Итого</b>		<b>672.27</b>	

Срок кредитных обязательств не превышает одного года, что характерно для торговых организаций с низкими сроками оборачиваемости запасов.

Объем кредиторской задолженности на конец 2006 г., составляющий 187,55 млн. руб., полностью состоит из задолженности поставщикам за товар. Сроки погашения задолженности – 1 кв. 2007 г. Просроченная задолженность отсутствует.

**Основные финансовые показатели, 2004 – 2006 г.**

	2004	9М 2005	2005	9М 2006	2006
<b>Показатели рентабельности, %</b>					
Валовая рентабельность	7.28	10.70	10.80	6.13	6.27
Рентабельность от продаж	3.91	4.02	3.92	2.15	2.23
Чистая рентабельность	2.79	2.77	2.71	1.48	1.39
Рентабельность активов	20.96	13.75	18.54	13.49	19.05
Рентабельность собственного капитала	33.19	40.13	41.16	32.45	29.87
<b>Показатели деловой активности, дней</b>					
Оборачиваемость активов	68.06	80.00	77.20	43.63	42.73
Оборачиваемость запасов	56.21	61.30	58.61	28.39	21.30
Оборачиваемость оборотного капитала	67.13	77.16	73.11	35.40	34.95
Оборачиваемость собственного капитала	30.72	25.18	24.02	16.60	16.94
Оборачиваемость дебиторской задолженности	13.77	19.94	20.03	7.79	13.73
Оборачиваемость кредиторской задолженности	9.55	27.64	25.12	10.58	5.63
<b>Показатели ликвидности</b>					
Коэффициент текущей ликвидности	1.80	1.41	1.37	1.31	1.35
Коэффициент критической ликвидности	0.40	0.41	0.39	0.32	0.58
Коэффициент абсолютной ликвидности	0.03	0.05	0.01	0.04	0.05
<b>Показатели долговой нагрузки</b>					
Платный долг (краткосрочный), млн. руб.	266.78	319.81	345.79	518.62	672.27
Платный долг/выручка	0.08	0.07	0.08	0.05	0.06
Платный долг/валовые активы	0.41	0.34	0.36	0.38	0.47
Платный долг/прибыль от продаж	1.95	1.85	1.96	2.10	2.48
Платный долг/чистая прибыль	2.73	2.69	2.84	3.06	3.99
% к уплате/прибыль от продаж	0.24	0.28	0.28	0.28	0.36

Источник: АКБ «СОЮЗ»

Снижение рентабельности на протяжении анализируемого периода обусловлено ростом затрат на реализацию продукции. Так на конец 2006 г. валовая рентабельность составила 6,27%, снизившись на 4,53% по сравнению с 2005 г. В абсолютном значении прибыль из года в год имеет тенденцию к росту. Снижение рентабельности активов и капитала объясняется ростом оборотного капитала, необходимого для развития бизнеса, а также значительным ростом продаж.

Средний срок погашения дебиторской задолженности на конец 2006 г. составляет 14 дней, срок погашения кредиторской задолженности 6 дней, что свидетельствует о значительной деловой активности и предоставлении товарных кредитов своим покупателям. На конец 2006 г. наблюдается снижение сроков погашения дебиторской и кредиторской задолженностей, тем самым подтверждая оптимальную политику руководства в отношении своих контрагентов. Отличие в показателях 9М 2006 г. обусловлено периодом низкого сезона, а 4 квартал полностью формирует итог деятельности за год.

Срок оборачиваемости запасов Компании «Пивдом» на конец 2006 г. значительно снизился по сравнению с аналогичными периодами 2004 г., 2005 г. и составляет 21 день. Данное значение оптимально и соответствует значению, общепринятому в торговле (20-30 дней), что свидетельствует об отсутствии затоваривания и возможности четко оплачивать свои долги.

Показатели ликвидности хоть и ниже оптимальных значений, но по сравнению с началом 2006 г. некоторые из них имеют тенденцию к росту. Наконец 2006 г. коэффициент текущей ликвидности

составляет 1,35, что говорит о возможности за небольшой срок погасить собственные обязательства за счет текущих активов.

Рост долга в последние годы вызван ростом масштабов деятельности и нацеленностью на дальнейшее развитие. При этом вышеперечисленные в таблице соотношения указывают на сравнительно низкий уровень долговой нагрузки и возможности дополнительно привлечь заемные средства.

**Финансовое состояние Компании «Пивдом» можно признать устойчивым. Основные финансовые показатели близки к оптимальным значениям. В результате роста выручки наблюдается рост баланса в целом. В 2007г. планируется дальнейшее наращивание объемов продаж, а также начало развития направления по реализации грузовых автомобилей MAN, в соответствии с дилерским соглашением. Это способствует нивелированию рисков Компании «Пивдом» с точки зрения диверсификации бизнеса.**

## Позиционирование облигационного займа

В марте 2007 года состоится размещение дебютного выпуска Компании «Пивдом» на сумму 1000 млн. руб. Срок обращения облигаций составляет 3 года, предусмотрена полуторагодовая оферта.

На рынке рублевых облигаций не представлено аналогов данного эмитента, что затрудняет определение точного значения справедливой доходности займа. Мы считаем, что наилучшим объектом сравнения являются выпуски облигаций монопродуктовых торговых компаний. Мы выделили следующих эмитентов: ТД «ТОАП» (торговля авиационным топливом), ТОП-КНИГА (торговля книгами), ГК «Автомир» (торговля автомобилями).

Данные компании обладают схожей структурой баланса и операционных потоков, что позволяет произвести адекватное сравнение финансовых показателей и коэффициентов. На основе отчетности за 3 квартал 2006 года мы сделали следующие выводы:

Компания «Пивдом» обладает большим объемом выручки, чем ТОП-КНИГА, но уступает ТД «ТОАП» и ГК «Автомир». Показатели ликвидности у всех рассматриваемых компаний близки по значению, и их можно признать удовлетворительными. С точки зрения рентабельности деятельности Компания «Пивдом» уступает ТОП-КНИГЕ и близка к ГК «Автомир». Долговая нагрузка сравнима с ГК «Автомир» и несколько ниже, чем у ТД «ТОАП». На основе финансовых показателей мы не выделяем явного лидера, лучше выглядит ТОП-КНИГА остальные компании, на наш взгляд, находятся на одном уровне.

В силу различия торгуемых товаров возникают риски, которые по нашему мнению и определяют различия в кредитном риске данных компаний.

### Компания «Пивдом» vs ТОП-КНИГА

В отличие от ТОП-КНИГИ Компания «Пивдом» не является конечным продавцом товара, как следствие он обладает более высоким риском потери доли рынка, так как компании-производители (пивовары) могут, как сменить «посредника - дистрибьютора», так и работать напрямую с торговыми точками. В силу широкой торговой сети и высокой доли как на столичном, так и российском рынке риск снижения доли рынка по причине производителя (издателя) у ТОП-КНИГИ существенно ниже. Опять же широкая географическая диверсификация точек продаж у ТОП-КНИГИ относительно Компании «Пивдом» снижает риск потери доли рынка. Из основного преимущества отметим товарную специфику – потребление пива в меньшей степени подвержено экономическим рискам и связанным с этим снижением благосостояния граждан.

### Компания «Пивдом» vs ТД «ТОАП»

Ключевой риск ТД «ТОАП» относительно Компании «Пивдом» – работа на достаточно рискованном рынке авиаперевозок, который помимо общеэкономических рисков подвержен риску растущих цен на нефть и ряду других. Отчасти этот риск подтверждается разницей ставок облигаций авиаперевозчиков и пивоваров. Из недостатков Компании «Пивдом» опять же отметим узкую географическую диверсификацию деятельности.

### Компания «Пивдом» vs ГК «Автомир»

В отличие от других сравниваемых компаний у Компании «Пивдом» и ГК «Автомир» есть одно сходство - направление автодиллерства. Компания «Пивдом» с недавнего времени начала активно развивать данное направление. Из преимуществ ГК «Автомир» отметим большие масштабы бизнеса, но в тоже время спрос на пиво менее волатилен и подвержен рискам, чем торговля автомобилями, что делает финансовые потоки Компании «Пивдом» более прогнозируемыми и стабильными в средней и долгосрочной перспективе.

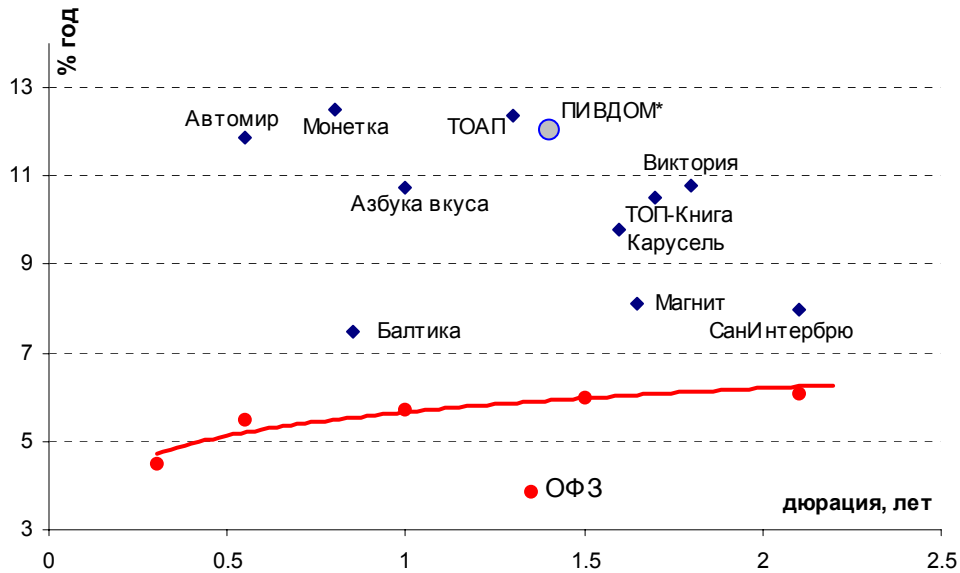
### Плюсы и минусы Компании «Пивдом»

Преимущества	Недостатки
Работа на низкорисковом «пивном» рынке	Низкая региональная диверсификация деятельности
Хорошие финансовые показатели и их положительная динамика	Относительно небольшие масштабы деятельности
Диверсификация бизнеса за счет направления аренды автотранспорта и авто-диллерства	

На основе приведенного сравнения рисков операционной деятельности и качества финансовой отчетности мы считаем, что по кредитному качеству Компания «Пивдом» уступает ТОП-КНИГЕ и приблизительно соответствует ГК «Автомир» и ТД «ТОАП».

В результате, мы оцениваем справедливую доходность к полуторагодовой оферте облигационного займа Компании «Пивдом» около 12.0% годовых.

По выпуску Компании «Пивдом» при размещении инвесторам может быть предоставлена премия к справедливому уровню до 50 б.п.



\* Оценка Банка «СОЮЗ»

**Финансовые показатели анализируемых компаний за 3 кв. 2006 г.**

	"ТОП-КНИГА"	Гр. "ПИВДОМ"	ТД "ТОАП"	ГК "Автомир"
<b>Основные финансовые показатели</b>				
Выручка (млн. руб.)	4051	8630	15520	20592
Валовая прибыль (млн. руб.)	1874	529	546	3373
Прибыль от продаж (млн. руб.)	288	186	202	833
Чистая прибыль (млн. руб.)	110	127	112	528
Активы (млн. руб.)	2978	1375	5666	6478
Собственный капитал (млн. руб.)	657	523	154	2383
Коэффициент автономии	0.22	0.38	0.03	0.37
<b>Показатели ликвидности</b>				
Основные источники формирования (млн. руб.)	1069	782	1333	1086
Коэффициент текущей ликвидности	1.55	1.31	1.02	1.62
Коэффициент "критической оценки"	0.41	0.32	0.90	0.61
Коэффициент абсолютной ликвидности	0.07	0.04	0.03	0.11
<b>Показатели рентабельности</b>				
Рентабельность валовая, %	46.3	6.13	3.5	16.4
Рентабельность продаж, %	7.1	2.15	1.3	4.0
Рентабельность чистая, %	2.7	1.48	0.7	2.6
Рентабельность активов, %	9.7	13.5	4.8	8.2
Рентабельность собственного капитала, %	22.4	32.5	96.7	29.5
<b>Показатели деловой активности, дней</b>				
Срок оборачиваемости активов	201	44	100	87
Срок оборачиваемости запасов	188	28	12	36
Срок оборачиваемости оборотного капитала	145	35	99	57
Срок погашения дебиторской задолженности	32	8	85	18
Срок погашения кредиторской задолженности	72	11	76	15
<b>Показатели долговой нагрузки</b>				
Платный долг, млн. руб.	1252	519	1211	2998
В том числе:				
долгосрочный долг	942	0	0	1443
краткосрочный долг	310	519	1211	1555
Платный долг/выручка	0.23	0.05	0.06	0.11
Платный долг/прибыль от продаж	4.35	2.10	4.50	2.69
Платный долг/активы	0.42	0.38	0.21	0.46
Проценты к уплате/прибыль от продаж	0.32	0.28	0.22	-

## Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
<b>Заместитель председателя Правления</b> Рукавишников Алексей Михайлович	<a href="mailto:info@banksoyuz.ru">info@banksoyuz.ru</a>	729-55-49
<b>Анализ финансовых рынков</b>		
Богословский Дмитрий	<a href="mailto:Dmitry.bogoslovsky@banksoyuz.ru">Dmitry.bogoslovsky@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5272)
Горбачева Елена	<a href="mailto:Gorbachevaea@banksoyuz.ru">Gorbachevaea@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5666)
Лукьянов Павел	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5272)
Свиридов Станислав	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5668)
Чердаков Евгений	<a href="mailto:Evgeny.Cherdakov@banksoyuz.ru">Evgeny.Cherdakov@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5487)
<b>Долговые инструменты</b>		
Автухов Михаил	<a href="mailto:bond@banksoyuz.ru">bond@banksoyuz.ru</a>	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	<a href="mailto:Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru">Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5689)
<b>Долговой рынок капитала</b>		
Бахшиян Шаген	<a href="mailto:BahshiyanSG@banksoyuz.ru">BahshiyanSG@banksoyuz.ru</a>	729-55-67 (5311)
<b>Брокерское обслуживание и доверительное управление</b>		
Бабаджанов Сухроб	<a href="mailto:BabadzanovSS@banksoyuz.ru">BabadzanovSS@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5476)
<b>Операции на фондовых рынках</b>		
Илья Палей	<a href="mailto:PaleyIY@banksoyuz.ru">PaleyIY@banksoyuz.ru</a>	729-55-18 (5368)
Спаскин Андрей	<a href="mailto:SpasskinAY@banksoyuz.ru">SpasskinAY@banksoyuz.ru</a>	729-55-18 (5458)
Прошкин Геннадий	<a href="mailto:Gennady.Proshkin@banksoyuz.ru">Gennady.Proshkin@banksoyuz.ru</a>	729-55-18 (5384)
Сковпень Денис	<a href="mailto:Denis.Skovpen@banksoyuz.ru">Denis.Skovpen@banksoyuz.ru</a>	729-55-18 (5138)
<b>Денежные рынки</b>		
Тихонов Денис	<a href="mailto:Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru">Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5244)
<b>Оценка финансовых рисков</b>		
Куринов Наран	<a href="mailto:KurinovNB@banksoyuz.ru">KurinovNB@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»  
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1  
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505  
E-mail: [info@banksoyuz.ru](mailto:info@banksoyuz.ru) Internet: [www.banksoyuz.ru](http://www.banksoyuz.ru)

## Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний или/и их ценных бумаг или рынков или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагает полноты изложения информации. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, представленная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний и/или намереваться приобрести такие доли капитала и/или выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации. Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа. По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00.