



## Вимм-Билль-Данн

Мы рекомендуем покупать акции одного из крупнейших в России производителей продуктов питания компании «Вимм-Билль-Данн» (далее ВБД). Мы произвели оценку Компании методом дисконтированных денежных потоков и получили расчетную стоимость ВБД в \$4381,71 млн. В этом случае справедливая цена одной обыкновенной акции Компании составляет \$99,6, что означает потенциал роста не менее 14%. В то же время мы отмечаем достаточно стремительный рост по бумаге за последний период - с начала июля цены выросли с уровней \$72,75-77,5 до \$83-87 за акцию.

Мы полагаем что дополнительным фактором инвестиционной привлекательности бумаг Компании является интерес Danone к ВБД (к концу июня 2007 г. Danone увеличил свою долю уже до 18,4%). Мы считаем, что Danone намерен увеличить свою долю в капитале ВБД до блокирующего пакета (25%). И поскольку основные акционеры ВБД не заинтересованы в продаже своих акций в настоящий момент, Danone продолжит приобретать акции на открытом рынке. Поэтому мы не исключаем, что цена акций ВБД превысит установленный нами справедливый расчетный уровень. Несмотря на то, что наша расчетная цена превышает текущую рыночную цену только на 14%, мы выставляем рекомендацию «покупать» по бумагам ВБД.

Компания «Вимм-Билль-Данн» была основана в 1992 г. и занимается производством молочных продуктов, соков и напитков, а также детского питания. С 1998 г. Компания активно приобретает активы в регионах России и странах СНГ, создавая единую производственную сеть, в которую сейчас входит 36 предприятий. Одно из главных конкурентных преимуществ Компании заключается в том, что ВБД является производителем не регионального, а общенационального формата, стратегия которого производить продукты в том регионе, где они потребляются и на основе местного сырья.

Как мы полагаем, другим важным преимуществом Компании перед основными конкурентами (чьи акции торгуются на бирже - прежде всего «Лебедянским» и недавно вышедшим на рынок производителем детского питания «Нутритэком») является то, что Компания достаточно уверенно присутствует на всех основных сегментах рынка. «Вимм-Билль-Данн» контролирует 34,4% рынка молочных продуктов (основной конкурент на этом рынке - Danone - только 15,4%) и удерживает 19% на высоко конкурентном рынке соков (28% у Лебедянского, 21% - у Multon, 16% - у Nidan foods). А в сегменте детского питания ВБД практически вне досягаемости с долей рынка в 63%.

Ticker:	WBDF
Target Price USD:	99,6
Last Mid Price USD:	87
Potential Upside:	14,5%
Recommendation:	BUY

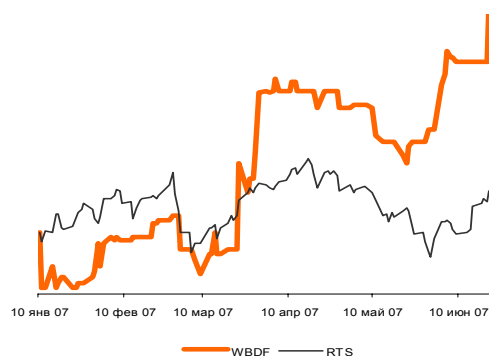
Shares, mn	44
MCap USD mn	3828
EV USD mn	436
Free Float	38,7%

	Key Financials USD mn	
	2006	2007 (F)
Revenue	1762	2171
EBITDA	218	281
EBITDA margin	12%	13%
EBIT	171,9	205,6
EBIT margin	10%	9,5%
Net Profit	108,5	136,4

	Key Multiples	
	2006	2007 (F)
P/E	35	32
P/S	2,17	2,00
EV/EBITDA	19,5	17,1

WBDF market performance	
Max с начала года	87,00
Min с начала года	50,00
absolute	58,10%
relative to RTS	46,20%

/relative to RTS/





В структуре производства и реализации ВБД 75% приходится на реализацию молочной продукции, 18% на соки и 7% на детское питание. При этом 48% реализации приходится на высокорентабельный рынок Москвы, 45% на другие регионы страны и 7% на Украину и страны Центральной Азии. Как нам представляется, Компания сможет сохранить за собой присутствие на московском рынке и экстенсивно развиваться на региональных рынках, в частности в 2007-2008 гг. планируется расширить присутствие в Сибирском и Уральском ФО. Можно прогнозировать, что к 2010 г. потребление основных для ВБД видов продукции увеличится на 39% по направлению молочных продуктов, на 65% для соков и на 28% для детского питания, но при этом уровень потребления 2010 г. будет составлять только порядка 30-80% по видам продукции от потребления в странах еврозоны.

Компания представила хорошие результаты за 1 кв. 2007 г. Выручка увеличилась на 40,1% до \$542,8 млн. Наибольший вклад в прирост выручки внес сегмент молочных продуктов (рост продаж на 43,9%), прежде всего за счет увеличения объемов производства, а также увеличения средней цены реализации (+15,8%). Мы полагаем, что на динамике молочного сегмента продолжает сказываться фактор приобретения новых активов в 4 кв. 2006 г. Валовая рентабельность в молочном сегменте также увеличилась до 29,3% с 27,4% за счет опережающей динамики роста цен реализации над ценами на сырье – цена на сырое молоко выросла только на 11%.

Прирост выручки в сегменте детского питания составил 36,8%, при том, что рост цен реализации был меньше чем в молочном сегменте и составил 10,8%. В то же время валовая рентабельность выросла даже больше - до 44,8% (+7,5 п.п.). Мы полагаем, что именно на сегмент детского питания придутся следующие сделки Компании по направлению M&A, особенно принимая во внимание, что на рынке еще осталось достаточно много свободных активов, а сам рынок детского питания в достаточной степени фрагментирован по регионам.

Результаты направления по производству напитков и соков выглядят традиционно слабее, чем других сегментов (рост в 1 кв. 2007 г. на 26,4%, средние цены реализации выросли на 20,3%, а валовая прибыль выросла до 39,9% на 6 п.п.). Несмотря на это, мы достаточно позитивно смотрим на этот сегмент (по итогам 2005 г. соковое направление выросло всего на 2,3%). В структуре совокупной выручки, в отличие от предшествующих периодов, доля сокового сегмента перестала сокращаться и осталась практически на том же уровне (18%). По-видимому, начинают сказываться действия по оптимизации структуры соковых активов и улучшению маркетинговой политики. Компания прогнозирует существенное улучшение показателей в сегменте соков и напитков по итогам первой половины 2007 г. На наш взгляд, это связано с приходом на пост генерального директора ВБД Тони Майера, перешедшего в 2006 г. из Coca-Cola, где он возглавлял СД другого российского сокового производителя «Мултон».

Рост выручки по всем сегментам был обусловлен увеличением объема продаж на 10,5% и повышением средней цены реализации, опережавшим динамику цен на сырье во всех сегментах. В итоге, не смотря на рост цен на сырье (в первую очередь на молоко), издержки возросли только на 34,5% до \$368,87 млн. Как следствие, валовая прибыль увеличилась на 53,3%, а валовая рентабельность выросла до 32% (с 29,3%). Показатель EBITDA увеличился на 58,8% до \$70,4 млн, рентабельность по EBITDA составила 13% (по сравнению с 11,4% в 1 кв. 2006 г.). Расходы на продвижение и реализацию (selling&distribution expenses) возросли на почти 56%, в то время как общие и административные расходы увеличились только на 40%. Таким образом, Компании удается относительно успешно контролировать не только производственные, но и общие и административные издержки, не смотря на рост расходов selling&distribution. В итоге это обеспечило рост показателя EBIT (операционная прибыль) на 73,1% до \$51,4 млн, а EBIT margin составила 9,5%. Чистая прибыль увеличилась на 84,8% до \$32,1 млн, то есть при росте выручки на 40% Компания смогла обеспечить почти двукратное увеличение чистой прибыли, что привело к росту чистой рентабельности. Мы прогнозируем, что инвестиции Компании в ближайшие 1-2 года будут составлять порядка 7-8% от выручки.

Результаты Компании за 1 кв. 2007 г. и за 2006 г. позволяют строить достаточно позитивные предположения относительно перспектив дальнейшего развития ВБД (хотя и более умеренными темпами, чем в 2006-2007 гг.). Сама Компания предполагает, что ее среднегодовые темпы роста выручки в течение ближайших 5 лет составят не менее 23% и к 2010 г. выручка превысит уровень \$4000 млн, к 2012 г. – приблизится к уровню \$6000 млн; среднегодовой темп роста EBITDA составит 26,5% сам показатель EBITDA к 2010 г. превысит уровень \$600 млн долл. При этом рентабельность по EBITDA в 2007 г. составит 14%, а в 2008 г. – 15%





Мы в нашей модели закладываем более консервативные абсолютные темпы роста и показатели рентабельности: по нашим прогнозам, выручка по итогам 2007 г. составит порядка \$2170 млн (+23%) и \$3845 млн в 2010 г., а ежегодные темпы роста будут находиться в диапазоне 21-23% в 2008-2009 гг. и 18-20% в 2010-2011 гг. Показатель EBITDA на 2007 г. мы прогнозируем на уровне \$280 млн (+29%) и \$560 млн в 2010 г. (+25%). Рентабельность по EBITDA мы прогнозируем на уровне 13% в 2007 г. и 14% в 2008 г., а операционную рентабельность - на уровне 9-10% в 2007-08 гг. и 10-11% в 2009-2010 гг. Основными факторами дальнейшего повышения показателей рентабельности мы считаем рост продаж, повышение цен реализации (опережающее динамику цен на сырье), а также оптимизацию ассортимента ряда.

**Дополнительным очень важным фактором инвестиционной привлекательности бумаг Компании мы полагаем дальнейшее увеличение доли в капитале ВБД. В конце июня 2007 г. Danone увеличил свою долю до 18,4% с 13,7%. И мы ожидаем, что Danone продолжит постепенно увеличивать свою долю, что будет оказывать поддержку акциям ВБД - фактически за счет скупки Danone стоимость акций ВБД за последние 52 недели выросла более чем на 200%. При этом мы не исключаем, что фактор скупки акций со стороны Danone приведет к тому, что цена акций ВБД превысит установленный нами целевой уровень.**

Danone постоянно увеличивает свою долю в капитале ВБД на протяжении последних 5 лет (4% акций ВБД в 2002 г., 7,2% в 2003 г., 8,3% в 2005 г., 9,9% в 2006 г., 12,9% в середине ноября 2006 г., 13,7% в начале 2007 г., 18,4% в середине 2007 г.). Таким образом, увеличение Danone доли в капитале ВБД ускорилось в последнее время, и размер принадлежащего Danone пакета акций ВБД вырос почти вдвое за последние 9 мес. Часть этого могла быть приобретена, когда акционеры ВБД продали 10% акций в ноябре 2006 г., однако остальная часть накопленного пакета акций была приобретена на открытом рынке.

В сегменте молочных продуктов Danone почти в 2 раза уступает ВБД по доле на российском рынке. Мы не можем утверждать, что Danone намерен приобрести ВБД или часть бизнеса ВБД (несмотря на то, что подобные предположения неоднократно высказывались участниками рынка), но существует ряд аргументов в пользу этой сделки. Сделка M&A позволит Danone стать лидером на российском рынке. Из трех крупных новых для Danone рынков (Россия, Мексика, США), Россия является единственным рынком, на котором Danone не занимает лидирующих позиций, но Danone не сможет стать лидером в ближайшее время, если не займется приобретением активов. Кроме того, объединенная компания будет контролировать около 45% российского рынка молочных продуктов: слияние усилит позиции крупнейшей компании как в отношении с розничными сетями, так и позволит снизить цены на сырье. В то же время, портфели продукции ВБД и Danone различаются, - не исключено, что сделка M&A состоится, только когда завершится реструктуризация сокового направления ВБД, и упростится структура Компании по направлениям бизнеса. Тем не менее, мы считаем, что Danone продолжит увеличение своей доли в ВБД как минимум до блокирующего пакета, но он может выкупать акции только на открытом рынке, что, несомненно, служит дополнительным сильным драйвером по бумаге.

Мы произвели оценку «Вимм-Билль-Данна» методом дисконтированных денежных потоков. В наших расчетах мы исходили из того, что прогнозный период составляет 7 лет, темп роста Компании в постпрогнозный период составит 3,0%. Приведенная стоимость денежных потоков составляет \$1163,65 млн, приведенная остаточная стоимость \$3654,1 млн. Расчетная стоимость Компании по DCF оценке при чистом долге, оцениваемом нами в \$436 млн, составляет \$4381,71 млн.

В этом случае справедливая цена одной обыкновенной акции «Вимм-Билль-Данна» составляет \$99,6, что означает потенциал роста от текущих котировок на продажу 14%. В то же время мы отмечаем достаточно стремительный рост по бумаге за последний период и полагаем, что дополнительным фактором инвестиционной привлекательности бумаг Компании является интерес Danone к ВБД. Мы считаем, что Danone намерен увеличить свою долю в капитале ВБД до блокирующего пакета. И поскольку основные акционеры ВБД не заинтересованы в продаже своих акций, Danone продолжит приобретать акции на открытом рынке, поэтому мы не исключаем, что цена акций ВБД превысит установленный нами справедливый расчетный уровень. Несмотря на то, что наша расчетная цена превышает текущую рыночную цену только на 14%, мы рекомендуем покупать бумаги «Вимм-Билль-Данна».




**ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ (mn USD)**

WBDF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	2171,20	2670,58	3231,40	3845,36	4499,07	5173,94	5898,29
Темп роста выручки %	23	23	21	19	17	15	14
ЕБИТДА	281,60	356,22	448,84	561,05	650,82	748,44	853,23
Темп роста ЕБИТДА %	29	27	26	25	16	15	14
ЕБИТДА margin	0,13	0,13	0,14	0,15	0,14	0,14	0,14
Операционная прибыль	205,60	271,86	355,20	456,18	534,41	619,23	709,79
Операционная рентабельность	0,09	0,10	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12
ЕБИТ	205,60	271,86	355,20	456,18	534,41	619,23	709,79
Taxes (Less)	49,34	65,25	85,25	109,48	128,26	148,61	170,35
NOPAT	156,26	206,62	269,95	346,69	406,15	470,61	539,44
Depreciation&Amortization (Add)	76,00	84,36	93,64	104,88	116,41	129,22	143,43
CapEx (Less)	161,00	148,12	137,75	129,49	123,01	118,09	114,55
Net Working Capital Change (Less)	41,00	51,00	46,00	41,00	37,00	34,00	36,00
Free Cash Flow	30,26	91,86	156,02	281,08	362,55	447,74	532,33
Discounted Cash Flow	27,51	75,91	117,22	191,98	225,12	252,74	273,17

**РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ АКЦИЙ**

WACC	10%
Сумма DCF	1163,65
Темп роста в постпрогнозном периоде	3%
Free cash Flow в 1-й постпрогнозный год	548,30
Terminal Value	7832,81
Present Value of Terminal Value	3654,06
Evaluation Value	4817,71
Net Debt, 2007 (F)	436,00
MCap	4381,71
Total Shares, mn	44,00
Fair Price per Share	99,58
Current Price	87,00
Potential Upside	14%







## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ДОХОДНЫЙ ДОМ»

410012, Россия, г. Саратов, ул. Вольская, 70  
www.ddom.ru  
E-mail: mail@ddom.ru  
Телефон: (845-2) 274-555 (многоканальный)  
Телефон горячей линии: (845-2) 27-57-37 (многоканальный)

Филиалы инвестиционной компании «Доходный Дом»:

### ВОЛГОГРАД

Адрес: 400001, г. Волгоград, ул. Калинина, д. 13  
Телефон: (8442) 26-99-22

### УЛЬЯНОВСК

Адрес: 432700, г. Ульяновск, ул. Советская, д. 5  
Телефон: (842-2) 410-222

### ВОРОНЕЖ

Адрес: 394030, г. Воронеж, ул. Свободы, д. 69А.  
Телефон: (473-2) 96-99-00

### ПЕНЗА

Адрес: 440052 г. Пенза, ул. Свердлова, д. 2. офис 501-502  
Телефон: (8412) 35-90-10

### БАЛАКОВО

Адрес: 413840, Саратовская область, г. Балаково,  
ул. Факел Социализма, 21 (здание "Балаково - Банка").  
Телефон: (8453) 44-40-92

## ПРИНЦИП ВЫСТАВЛЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций на 15% и более  
НАКАПЛИВАТЬ – соответствует потенциалу роста 5-15%  
ДЕРЖАТЬ - соответствует потенциалу роста/снижения от -5% до +5%  
ПРОДАВАТЬ - соответствует потенциалу снижения от -5%

Потенциал роста / снижения определяется как разница между текущей рыночной ценой по бумаге и рассчитанной нами справедливой стоимостью акции.

## ЗАЯВЛЕНИЕ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный отчет не содержит никаких предложений (не является офертой) о покупке или продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Данный отчет составлен на основе информации, которая являлась общедоступной в момент подготовки обзора, приведенной в публичных источниках, которые Компания полагает надежными, но за достоверность которых Компания не может нести ответственности и не может претендовать на их абсолютную точность и полноту. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения при изменении мнения или информации относительно компаний упомянутых в этом отчете. Данный отчет может быть использован только в информационных целях, Компания не может нести ответственности за прямые или косвенные убытки, возникающие при использовании данного материала. Ни отчет целиком, ни какая-либо часть его не может быть использована без согласия Компании.

© 2007

