

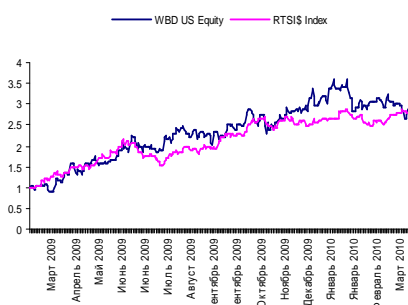
Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

Вимм-Билль-Данн – пересмотр рекомендации

Мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций «Вимм-Билль-Данна» с учетом опубликованных результатов 2009 года и пересмотра прогнозов. Целевая цена скорректирована до \$18,1 за АДР. С учетом того, что наша оценка ниже текущих котировок более чем на 10%, мы изменяем рекомендацию на «Продавать».

Вимм-Билль-Данн	
Тикер Bloomberg	WBD US
Цена АДР, \$	20.8
Free float, %	37%
Капитализация, \$ млн.	3660.8
EV, \$ млн.	3910.9
Целевая цена, \$	18,1
Потенциал, %	-13%
Рекомендация	Продавать

\$ млн.	2009	2010П
Выручка	2181	2580
ЕБИТДА	307	375
Чистая прибыль	117	157
P/S	1.7	1.4
P/E	31.4	23.4
EV/ЕБИТДА	12.8	10.4



- «Вимм-Билль-Данн» 23 марта опубликовал финансовые показатели 4 квартала и 2009 года в целом. Компания сумела достойно пережить сложную ситуацию на рынке в конце прошлого года, когда отрасль столкнулась с дефицитом сырого молока. Сокращение продаж было не столь значительным, как можно было предположить, в немалой степени из-за роста цен на продукцию. В результате продажи молочной продукции «Вимм-Билль-Данна» составили за год \$1530 млн., на 7,6% превысив наш прогноз. Выручка за год была на 5% выше прогноза, на уровне \$2181 млн.
- Значительный рост цен на сырое и сухое молоко в последние месяцы 2009 года оказал существенное давление на показатели рентабельности компании. Валовая рентабельность сегмента молочной продукции в 4 квартале снизилась до 24,9% по сравнению с 28,9% годом ранее. В целом по компании валовая рентабельность в 2009 году составила 33,4%, а рентабельность по ЕБИТДА – 14,1%. Мы ожидали показатели на уровне 34,1% и 14,6% соответственно.
- Менеджмент «Вимм-Билль-Данна» во время телеконференции уже предупредил о том, что рентабельность молочного сегмента по итогам 1 квартала 2010 года также будет ниже обычного для компании уровня, т.к. в январе-феврале цены на молоко оставались высокими. В то же время, в марте цены начали снижаться, и компания ожидает рост эффективности начиная со 2 квартала года.
- Результаты сегментов детского питания и напитков в 2009 года были гораздо менее волатильными. Продажи сегментов совпали с нашим прогнозом. Рентабельность производства детского питания немного пострадала от роста цен на молоко, но в целом остается на высоком уровне, и компания настроена весьма оптимистично относительно перспектив сегмента. Рентабельность сегмента напитков достаточно устойчива благодаря тому, что «Вимм-Билль-Данн» захеджировал цены на соковые концентраты на большую часть 2010 года.
- «Вимм-Билль-Данн» решил распределить часть полученной в предыдущие три года прибыли на дивиденды. Совет директоров компании принял решение выплатить за 2007-2008 годы по 30 рублей на акцию, список акционеров, имеющих право на участие в собрании, составляется по состоянию на 26 марта 2010 года. Дивиденды за 2009 год также предлагается утвердить на уровне 30 рублей на акцию.

Продажи

Результаты продаж молочной продукции в 4 квартале 2009 года стали приятным сюрпризом. В январе компания предупреждала, что дефицит сырья, с которым молокоперерабатывающая отрасль столкнулась в конце года, привел к снижению продаж молочного сегмента. Однако «Вимм-Билль-Данн» справился с ситуацией лучше, чем мы ожидали. Во-первых, снижение продаж в натуральном выражении было не столь существенным, а во-вторых, поддержку оказал рост средней цены реализации. В результате выручка сегмента за год составила \$1530 млн., на 7,6% превысив наш прогноз. По сравнению с 2008 годом продажи сократились на 11%, при этом в рублях снижение составило 6,7%. Средняя цена реализации молочной продукции за год снизилась в долларах на 22%, при этом на 5% превысив наш прогноз.

Результаты сегментов детского питания и напитков по итогам года практически совпали с нашим прогнозом. Сегмент детского питания по-прежнему демонстрирует наиболее динамичное развитие. В 4 квартале продажи в долларах выросли на 7,2% год-к-году, до \$67 млн. Выручка сегмента за год составила \$244 млн., на 4% меньше, чем в 2008 году.

Продажи напитков выросли в 4 квартале на 2,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, до \$103 млн. За год выручка сегмента снизилась на 14% при уменьшении средней цены реализации на 17,5% в долларах.

	4Q'08	4Q'09	4Q09/4Q08	2008	2009	2009/2008	2009П	2009Ф/П
Выручка, \$ млн.	629.4	586	-7.0%	2823.6	2181	-22.8%	2069	5.4%
Молочная продукция	466	415	-11.0%	2095.9	1530.2	-27.0%	1422	7.6%
Детское питание	63	67	7.2%	254.5	244.2	-4.0%	243	0.4%
Напитки	101	103	2.5%	473.2	406.6	-14.1%	404	0.7%
Средняя цена реализации, \$/кг								
Молочная продукция				1.42	1.11	-21.8%	1.06	5.0%
Детское питание				2.29	1.82	-20.6%	1.81	0.6%
Напитки				0.93	0.76	-17.5%	0.77	-1.1%

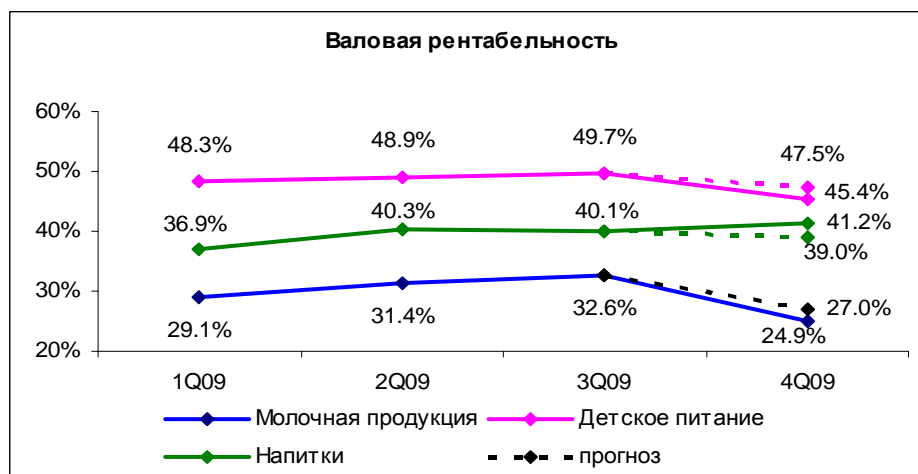
Источник: данные компании, прогноз ИК «Проспект»

Рентабельность

Дефицит сырого и сухого молока на рынке в конце 2009 года, связанный как с отсутствием поставок из Белоруссии, так и с сезонным повышением спроса на сухое молоко со стороны кондитерской отрасли, привел к существенному росту цен на сырье. По данным «Вимм-Билль-Данна», в середине декабря цены на сырое молоко были на 29% выше, чем в начале октября. Безусловно, эта ситуация не могла не оказать давление на показатели рентабельности «Вимм-Билль-Данна». И снижение показателей было даже более существенным, чем мы ожидали. Валовая рентабельность сегмента молочной продукции в 4 квартале снизилась до 24,9% по сравнению с 28,9% годом ранее. По итогам года рентабельность сегмента выросла на 0,3 п.п., до 29,4%, однако была ниже нашего прогноза на уровне 30,2%.

Эффективность сегмента детского питания также была немного ниже, чем мы ожидали. Валовая рентабельность за год составила 48% против нашего прогноза 48,6%. В 4 квартале показатель снизился до 45,4%.

Валовая рентабельность сегмента напитков в 2009 году составила 39,7%, мы прогнозировали показатель на уровне 39,2%. При этом в 4 квартале 2009 года рентабельность составила, по нашим расчетам, 41,2% против 40,7% годом ранее.



Источник: данные компании, расчеты и прогнозы ИК «Проспект»

Рентабельность по EBITDA «Вимм-Билль-Данна» в 4 квартале 2009 года снизилась до 10,2% по сравнению с 12,4% годом ранее. За год показатель вырос на 1,3 п.п., до 14,1%, оказавшись ниже нашего прогноза на уровне 14,6%. Помимо снижения валовой рентабельности в 4 квартале давление на EBITDA оказало и увеличение операционных издержек. Доля SG&A в выручке выросла по итогам года с 23,4% до 23,7%. При этом в 4 квартале 2009 года доля расходов была на уровне 25,2%. В немалой степени рост был связан с тем, что «Вимм-Билль-Данн», стремясь улучшить положение с продажами, увеличил расходы на рекламу и маркетинг. За год доля этих расходов в выручке выросла до 6,4% по сравнению с 5% в 2008 году.

Основные показатели

	2008	2009	Изм-е	2009П	2009Ф/П
Выручка	2824	2181	-22.8%	2069	5.4%
Валовая прибыль	913	728	-20.2%	706	3.2%
<i>Валовая рентабельность</i>	32.3%	33.4%		34.1%	
ЕБИТДА	361	307	-15.1%	303	1.2%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	12.8%	14.1%		14.6%	
Чистая прибыль	102	117	14.5%	129	-9.9%
<i>Чистая рентабельность</i>	3.6%	5.3%	48.3%	6.2%	

Источник: данные компании, прогноз ИК «Проспект»

Чистая прибыль «Вимм-Билль-Данна» по итогам 2009 года была на 10% ниже нашего прогноза. Связано это было как более низкой операционной прибылью, чем мы ожидали, так и с увеличением эффективной ставки налогообложения, которая в 4 квартале выросла, по нашим расчетам, до 43,6%

Прогноз и перспективы

Волатильность цен на сырье по-прежнему остается одной из основных проблем «Вимм-Билль-Данна», ведь в немалой степени именно от этого зависят финансовые показатели компании. Что касается сырого молока, то в январе-феврале цены на него оставались высокими, однако в марте ситуация начала меняться к лучшему. Менеджмент «Вимм-Билль-Данна» во время телеконференции предупредил о том, что по итогам 1 квартала показатели рентабельности, прежде всего в молочном сегменте, будут в связи с этим невысокими. Однако уже начиная со 2 квартала 2010 года компания ожидает рост показателей.

Сегмент детского питания также в определенной степени зависит от цен на сырое молоко, однако зависимость эта меньше, в частности, благодаря разнообразной продуктовой линейке, включающей не только молочные продукты. Менеджмент компании по-прежнему настроен весьма оптимистично относительно перспектив сегмента детского питания.

Что касается сегмента напитков, то здесь ситуация с производственными издержками выглядит гораздо более стабильной благодаря долгосрочным контрактам на поставку соковых концентратов. В настоящее время, по словам менеджмента компании, «Вимм-Билль-Данн» захеджировал цену сырья почти на весь год.

Обновление модели

С учетом результатов «Вимм-Билль-Данна» за 2009 год и ожиданий менеджмента относительно динамики показателей в текущем году мы внесли изменения в наш прогноз операционных и финансовых показателей компании. Изменения коснулись в основном показателей 2010-2011 годов. Мы немного повысили наш прогноз выручки «Вимм-Билль-Данна», в частности, благодаря повышению цен реализации продукции. Что касается показателей эффективности, то был немного понижен прогноз валовой рентабельности в текущем году, прежде всего в молочном сегменте. Также в связи с повышением прогноза операционных расходов мы понизили наш прогноз рентабельности по EBITDA, на 0,6 п.п. в 2010 году.

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка_old	2544	2935	3370	3727	4051	4388
Выручка_new	2580	2952	3361	3718	4041	4377
Валовая рентабельность_old	34.4%	34.5%	34.5%	34.5%	34.6%	34.6%
Валовая рентабельность_new	34.2%	34.6%	34.7%	34.7%	34.8%	34.8%
Рентабельность по EBITDA_old	15.1%	15.1%	15.2%	15.4%	15.5%	15.6%
Рентабельность по EBITDA_new	14.5%	15.0%	15.2%	15.4%	15.5%	15.6%
Чистая рентабельность_old	7.2%	8.2%	8.7%	8.8%	8.9%	8.9%
Чистая рентабельность_new	6.1%	7.4%	8.3%	8.6%	8.6%	8.7%

С учетом обновленного прогноза финансовых показателей, мы внесли изменения в нашу модель DCF. Кроме того, была немного понижена ставка дисконтирования, с 12,4% до 12%.

Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ЕВИТ	262	316	370	419	457	495
Налог на ЕВИТ	52	63	74	84	91	99
Амортизация	113	129	140	153	170	189
Сарех	150	171	185	186	202	219
Изменение неденежной части оборотного капитала	37	40	48	29	26	27
Денежный поток	136	169	203	274	308	339
Ставка дисконтирования	12%					
Дисконтированный денежный поток		151	162	195	195	192
Сумма ДДП	896					
Темпы роста в постпрогнозном периоде	3.5%					
Продленная стоимость	4126					
Приведенная продленная стоимость	2341					
Стоимость компании	3237					
Чистый долг, 2010П	229					
Доля миноритариев	10					
Стоимость акционерного капитала	2999					
Кол-во акций, млн.шт.	44					
Стоимость на акцию, \$	17.0					

Также мы обновили нашу оценку сравнительным методом с учетом нового прогноза финансовых результатов 2010 года.

	Мсар, \$млн.	EV, \$млн	P/E		P/S		EV/EBITDA	
			2009	2010	2009	2010	2009	2010
Вимм-Билль-Данн	3660.8	3911	31.4	23.4	1.7	1.4	12.8	10.4
Развитые рынки								
Nestle	184088	206124	18.4	17.8	1.8	1.8	11.4	12.4
Danone	35812	45294	17.5	17.0	1.7	1.7	11.1	11.3
Dean Foods	2854	7050	10.2	10.1	0.3	0.2	7.4	7.3
Dairy Crest	707	1347	7.5	7.4	0.3	0.3	5.8	6.0
Bongrain	1135	1746	14.1	10.3	0.2	0.2	6.0	5.5
Robert Wiserman Dairies	543	585	11.2	12.0	0.4	0.4	5.5	5.5
Среднее по развитым рынкам			13.1	12.4	0.8	0.8	7.9	8.0
Развивающиеся рынки								
China Mengnui Dairu Co	5404	5214	28.5	23.0	1.5	1.3	15.8	13.5
Fraser & Neave	4613	7547	18.9	12.5	1.3	1.2	11.5	10.1
Inner Mongolia Yili Industrial Group	3552	3266	39.2	29.6	1.0	0.9	17.6	14.0
Bright Dairy&Food Co	1521	1444	73.0	56.3	1.3	1.1	24.7	21.4
Vitasoy International holdings	814	791	22.8	20.1	2.1	1.8	12.2	10.8
Tiger Brands	4781	4871	17.1	16.3	2.1	1.6	13.9	10.2
Среднее по развивающимся рынкам			33.3	26.3	1.5	1.3	15.9	13.3
Дисконт/премия ВБД к развитым рынкам			139.3%	88.0%	120.3%	82.5%	62.4%	30.6%
Дисконт/премия ВБД к развивающимся рынкам			-5.6%	-11.1%	10.0%	9.0%	-20.0%	-21.7%

Источник: Bloomberg, ИК «Проспект»

Для оценки мы использовали мультипликаторы EV/EBITDA и P/E за 2010 год компаний-аналогов, работающих как на развитых, так и на развивающихся рынках. Итоговая оценка была рассчитана как средневзвешенная. Мультипликаторам были присвоены равные веса. Показатели разных групп страны также рассматривались как равнозначные.

	EV/EBITDA'10	P/E'10
Оценка по мультипликатору		
развитые рынки	2745	1947
развивающиеся рынки	4745	4117
Итоговая оценка по мультипликатору	3745	3032
Вес мультипликатора	0.5	0.5
Итоговая оценка компании, \$ млн.	3388	
Стоимость на АДР, \$	19.3	

Итоговая оценка и рекомендации

Для получения итоговой оценки справедливой стоимости бумаг «Вимм-Билль-Данна» мы использовали результаты оценки двумя методами, DCF и рыночных мультипликаторов, которым были присвоены равные веса.

	DCF	MM
Полученная стоимость компании, \$ млн.	2999	3388
Вес метода	0.5	0.5
Итоговая оценка компании, \$ млн.	3193	
Стоимость на АДР, \$	18.1	

Согласно нашим расчетам, справедливая цена акций «Вимм-Билль-Данна» составляет \$18,1 на АДР.

Текущие котировки выше целевой цены более чем на 10%, в связи с этим мы понижаем нашу рекомендацию до «Продавать».

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка	2580	2952	3361	3718	4041	4377
Себестоимость	1697	1932	2197	2427	2636	2854
Валовая прибыль	883	1020	1165	1291	1405	1523
<i>Валовая рентабельность</i>	34.2%	34.6%	34.7%	34.7%	34.8%	34.8%
SG&A	611	693	781	857	932	1010
Прочие операционные доходы и расходы	10	12	13	15	16	18
Операционная прибыль	262	316	370	419	457	495
<i>Операционная рентабельность</i>	10.1%	10.7%	11.0%	11.3%	11.3%	11.3%
Финансовые расходы	54	33	20	19	18	18
Прибыль до налогообложения	208	283	350	401	439	477
Налог на прибыль	50	62	70	80	88	95
Доля миноритариев	1	2	2	2	2	2
Чистая прибыль	157	219	278	318	349	379
<i>Чистая рентабельность</i>	6.1%	7.4%	8.3%	8.6%	8.6%	8.7%

Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства и эквиваленты	207	223	240	410	602	819
Запасы	221	251	286	316	343	371
Дебиторская задолженность	134	154	175	193	210	228
Прочие текущие активы	100	100	100	100	100	100
Итого текущие активы	662	728	800	1019	1255	1517
Основные средства	737	780	824	857	889	919
Гудвил	115	115	115	115	115	115
Нематериальные активы	40	40	40	40	40	40
Прочие долгосрочные активы	10	10	10	10	10	10
Итого долгосрочные активы	902	945	989	1022	1054	1084
Всего активов	1564	1672	1789	2041	2309	2602
Банковские займы	175	175	75	75	73	70
Кредиторская задолженность	155	162	168	186	202	219
Прочие текущие обязательства	114	115	118	119	121	123
Итого краткосрочные обязательства	443	452	361	380	397	412
Банковские займы	261	157	152	147	143	143
Прочие долгосрочные обязательства	35	30	30	30	30	30
Итого долгосрочные обязательства	296	187	182	177	173	173
Доля меньшинства	10	10	10	10	10	10
Уставный капитал	30	30	30	30	30	30
Добавочный капитал	164	164	164	164	164	164
Нераспределенная прибыль	697	850	1044	1267	1511	1777
Прочие статьи	-76	-21	-1	13	24	36
Итого капитал	814	1023	1237	1474	1729	2007
Всего обязательств и акционерного капитала	1564	1672	1789	2041	2309	2602

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Чистая прибыль	157	219	278	318	349	379
Доля миноритариев	1.5	1.7	1.7	2.0	2.2	2.4
Амортизация	113	129	140	153	170	189
Изменение в оборотном капитале						
Изменение дебиторской задолженности	-22	-19	-21	-19	-17	-17
Изменение товаров и запасов	-29	-31	-34	-30	-27	-28
Изменение кредиторской задолженности	19	8	6	18	16	17
Прочие статьи	-9	2	2	2	2	2
Денежный поток от основной деятельности	230	309	372	445	495	543
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-150	-171	-185	-186	-202	-219
Кредиты и займы	-63	-105	-105	-5	-5	-3
Дивиденды	-83	-47	-66	-83	-96	-105
Денежный поток от финансовой деятельности	-121	-122	-170	-88	-100	-108
Увеличение денежных средств	-41	16	17	170	192	216
Денежные средства на начало года	249	207	223	240	410	602
Денежные средства на конец года	207	223	240	410	602	819

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Потавин Александр**

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itinvest.ru

Габбасов Роман

Электроэнергетика
доб. тел.: 6156
gabbasov@prsp.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itinvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itinvest.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363**Лобанов Александр**

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (095) 937 3363

Факс: +7 (095) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.