

# Нутринвестхолдинг

Август, 6

Flash Note

## Повышение оценки справедливой стоимости

<b>Ticker</b>	<b>NTRI</b>
<b>Price</b>	<b>\$52.3</b>
<b>Target price</b>	<b>\$71.6</b>
<b>Recom.</b>	<b>Покупать</b>

14 нед. max	53.8
14 нед. min	46.75
Капитализация	845
Free float	25.9%
P/E	36.6
P/S	2.2
EV/EBITDA	12.7
P/BV	4.6
Div yield, об.	0%
Div yield, пр.	0%

Нутритек – крупнейший производитель детского питания в России – 2 августа завершил размещение допэмиссии, в ходе которой было продано 2.175522 млн обыкновенных именных бездокументарных акций, что составляет 13.6% от увеличенного уставного капитала. По преимущественному праву было выкуплено 75% выпуска (1 805 710 акций), 15.4% объема (369 812 акций) было размещено по открытой подписке. Оставшиеся нерасмещенными 9.6% выпуска (230 728 акций) будут аннулированы. В преддверии IPO компания заявляла, что цена допэмиссии должна составить не менее 95% от цены первичного размещения, таким образом, Нутритек мог привлечь порядка \$108.8 млн, на \$11.2 млн меньше ожидавшихся \$120 млн.

Напомним, что в апреле Нутритек провел IPO, разместив 3.77 млн акций на российских площадках по \$53 за акцию. Объем размещения составил \$199 млн, из которых компания привлекла \$92 млн; капитализация Нутритека тогда составила \$729 млн.

Отметим, что при размещении в стоимости акций не были учтены планы Нутритека по выходу на юго-восточный рынок, в частности в Китай, которые, на наш взгляд, являются сильными предпосылками для роста капитализации компании в будущем. Так, исходя из имеющейся информации о планах Нутритека в Китае и Новой Зеландии, их реализация, по нашей оценке, увеличивает стоимость компании на 15-16% по отношению к справедливой стоимости компании без их учета.

Ранее мы провели оценку справедливой стоимости акций Нутритека с использованием модели дисконтированных денежных потоков на собственный капитал (free cashflows to equity discount model). Полученная нами справедливая цена составила \$70.7 за акцию, однако это значение было рассчитано, исходя из предположении о размещении полного пакета допэмиссии, т. е. с учетом общего числа акций 16.15625 штук. Поскольку фактически было размещено меньше акций, то, исходя из нового числа акций (15.925522), мы повышаем наш ценовой ориентир до \$71.6 за акцию, что соответствует потенциалу роста в 36.9%. Соответственно, мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Нутритека.

Также отметим, что после IPO новостной фон вокруг компании был наполнен позитивными сообщениями. После публикации сильной отчетности, которая оказалась лучше прогнозов организаторов, озвученных на IPO, и, соответственно, лучше ожиданий рынка, компания также объявила о значительном расширении сырьевой базы на Украине. Кроме того, в СМИ появились слухи о вероятном приобретении крупнейшего предприятия по производству детского питания в Белоруссии.

	2006	2007 E	2008 E	2009 E
Net margin	6.1%	7.0%	8.2%	9.3%
EBITDA margin	18.2%	16.9%	16.1%	17.0%
ROE	12.6%	11.8%	16.3%	19.7%
EPS, \$	1.4	2.3	3.5	5.0
DPS, \$	0	0	0	0
Payout ratio	0	0	0	0
Debt/Capital	57.6%	46.1%	48.0%	46.0%

Аналитический отдел

+7 495 785 53 36

Настоящий отчет подготовлен компанией "Брокеркредитсервис". Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

## Последние новости

### Нутритек увеличит поголовье коров почти в два раза

Из последних новостей, касающихся Нутритека, можно отметить его объявление о начале строительства двух молочно-товарных комплексов на 5 тыс. голов КРС каждый в конце 2007 - начале 2008 года. В текущий момент компания уже арендовала 11 тыс. га в Полтавской области на Украине и оформляет необходимые документы на эту землю, а также определяется с подрядчиком для строительства ферм. В будущем планируется увеличить арендованные площади до 15 тыс. га. По предварительным расчетам, строительство каждой фермы может обойтись компании примерно в \$15 млн, завершить его планируется за год. Комплексы создаются с целью максимального обеспечения сырым молоком Хорольского молочно-консервного комбината (входит в состав группы). По словам представителя компании, в следующем году Хорольский комбинат планирует увеличить производство детского питания на 15%.

Ранее заявлялось, что Нутритек в 2007-2008 годах увеличит поголовье КРС с 11 тыс. до 18 тыс. голов (на 63.6%), с учетом новых планов компании его поголовье возрастет не менее чем до 21 тыс. голов (на 90.9%). Помимо увеличения числа КРС планируется повысить показатели производства молока на одну корову с 6.3 т до 7.7 т (+22%), что увеличит рентабельность собственных сырьевых комплексов.

Расширение собственной сырьевой базы позволит повысить контроль за поставками и ценами сырого молока, а также его качеством, что в итоге окажет положительное влияние на рентабельность комбината. В целом планы Нутритека на Украине укладываются в его общую стратегию по расширению собственной сырьевой базы, которая на текущий момент обеспечивает до 96% потребностей сегмента детского питания и около 20% сегмента молочной продукции. Отметим, что затраты на сырье составляют около 65% себестоимости производства молочных продуктов и порядка 25% – детского питания.

### Есть вероятность приобретения Нутритеком завода Беллакт, крупнейшего производителя детского питания в Белоруссии

Также одно из интересных известий о компании – слухи о том, что Нутритек ведет переговоры о покупке крупнейшего в Белоруссии производителя детских молочных смесей и сухого молока, завода Беллакт. Официально в текущий момент эта информация никак не подтверждается, однако о факте переговоров знают несколько участников рынка детского питания, на которые ссылались СМИ. При этом отметим, что Нутритек заявлял о намерении приобрести одно из крупнейших предприятий в СНГ и проявлял интерес к Беллакту два года назад, но сделка не состоялась. Тем не менее сегодня также существуют сомнения, что сделка состоится, поскольку менеджмент предприятия настроен против продажи. Кроме того, на последнем собрании акционеров было принято решение продать 51% акций государству. В концерне Белгоспищепром несколько месяцев назад заявляли, что Беллакт не будет продан Нутритеку. Таким образом, если сделка и состоится, то решение о ней будет приниматься с участием государства. Мы пока относимся нейтрально к этой информации и не учитывали ее при оценке справедливой стоимости компании. Тем не менее, на наш взгляд, стоит ожидать расширения деятельности Нутритека в белорусско-украинском регионе за счет сделок M&A.

## Основные факторы роста

Мы выделяем следующие факторы роста стоимости Нутритека в краткосрочном и долгосрочном периодах.

### Итоги 2006 года превзошли прогнозы

Одним из факторов, подтверждающим хорошую динамику развития компании, стала недавняя публикация отчетности за 2006 год, результаты которой превзошли как ожидания рынка, так и прогнозы организаторов IPO. Суммарный торговый оборот в 2006 году вырос на 65.3% и составил \$378.9 млн, уровень валовой маржи вырос с 17.6% в 2005 году до 19.1% в прошлом. Рентабельность по EBITDA поднялась с 14.9% до 18.1%, чистая маржа увеличилась более чем вдвое. Выручка Нутритека в сегменте детского питания повысилась на 119%, а в молочном сегменте – на 42.7%. Основным фактором роста показателей стало увеличение доли более маржинального сегмента детского питания в выручке

группы, а так же консолидация результатов предприятий, вошедших в группу в прошлом году.

**Модернизация и расширение мощностей и сырьевой базы в России и СНГ**

Инвестиционная программа Нутритека на 2007-2009 годы предполагает модернизацию и расширение существующих предприятий группы (запланированы вложения порядка \$70 млн), а также инвестиции в зарубежные и новые предприятия (около \$100 млн), в т. ч. M&A и предприятия в Китае и Новой Зеландии.

Нутритек планирует активно развиваться на новых для себя рынках СНГ и Восточной Европы, в том числе посредством следок M&A. При этом в случае проведения компанией в ближайшие несколько лет сделок по слиянию и поглощению на развивающихся рынках, в частности в СНГ и Восточной Европе, возможно появление факторов для пересмотра объемов продаж в сторону повышения.

**Развитие проектов в Китае и Новой Зеландии**

Проекты в Юго-Восточной Азии предполагают запуск двух крупных предприятий по выпуску детского питания и молочных продуктов в Китае и одного в Новой Зеландии. По прогнозам компании, в течение четырех лет Нутритек сможет занять до 2-3% китайского рынка, а совокупный объем продаж в Азии может достичь \$200 млн – около 53% от оборота компании в 2006 году.

На китайском рынке детского питания сейчас наблюдаются рост спроса на готовое детское питание, в частности среди городского населения. Кроме того, меняется и культура потребления – высокими темпами увеличиваются продажи молочных продуктов.

В сентябре 2007 года Нутритек ожидает первые финансовые поступления с завода в Новой Зеландии. Первые доходы из Китая должны поступить уже в следующем году, заводы начнут работать во второй половине 2008 года. В целом доля продаж детского питания в Южноазиатском регионе в суммарной выручке Нутритека, по нашим прогнозам, составит в 2012 году 8.4%.

**Запуск новых брэндов и усиление дистрибуции**

В 2007-2008 года Нутритек собирается запускать новые продуктовые брэнды и развивать систему дистрибуции, что в перспективе усилит позиции компании на рынке. Кроме того, стоит ожидать роста показателей рентабельности в молочном сегменте в результате выпуска продуктов с более высоким уровнем добавленной стоимости.

**Рост рынков молочной продукции и детского питания**

Помимо перечисленных выше предпосылок роста стоимости компании также благоприятным является прогноз развития рынка детского питания, который демонстрирует одни из наиболее высоких темпов развития в потребительском секторе. В денежном выражении в 2006 году рынок вырос на 26%, среднегодовой рост рынка в 2001-2006 годах (CAGR) составил около 27%, а в 2007-2011 годах, по нашим прогнозам, он будет равен приблизительно 16.6%.

Темпы роста рынка молочных продуктов в последние годы постепенно замедляются, однако по объему рынок является одним из самых крупных в потребительском секторе. В 2006 году рост рынка составил порядка 7.5% в стоимостном выражении, и, согласно нашей оценке, пик темпов роста рынка молочной продукции придется на 2007 год, а в дальнейшем они будут плавно снижаться. Мы оцениваем среднегодовой рост рынка (CAGR) в 2007-2011 годах на уровне 6.6%.

## Оценка компании

### Проекты в Юго-Восточной Азии включены в оценку компании

Учитывая, что Нутритек продвинулся в развитии проектов в Юго-Восточной Азии достаточно далеко (в сентябре запускается завод в Новой Зеландии, создана рабочая группа в Сингапуре, приобретена компания Future Nutrition в Китае, завезено оборудование на завод по производству заменителя грудного молока в Китае и др.), мы включили оценку данных проектов в конечный вариант модели оценки стоимости компании.

### Основные предположения, заложенные в оценку

Основные предположения, на которые опираются наша модель оценки компании и прогноз темпов роста продаж, не изменились:

- По нашим прогнозам, среднегодовой рост продаж в сегменте молочных продуктов в 2007-2012 годах составит 17.5%, высокие темпы роста мы связываем с ожиданием увеличения объема производства компании;
- Мы считаем, что в результате модернизации имеющихся мощностей, запуска новых предприятий и установки новых производственных линий рост продаж в натуральном выражении составит 9.4% при ожидаемом темпе роста рынка в 6.6%;
- Наибольший темп роста продаж в сегменте детского питания мы ожидаем в секторе производства заменителей грудного молока (BMS) и клинического и специального детского питания – среднегодовой рост продаж в России (CAGR 2007-2012), по нашим прогнозам, должен составить 27.3%, что также связано с расширением мощностей в этом сегменте;
- Первые доходы из Китая должны поступить уже в 2008 году, заводы начнут работать во второй половине следующего года. В целом доля продаж детского питания в Южноазиатском регионе в суммарной выручке Нутритека, по нашим прогнозам, составит в 2012 году 8.4%.

Основные прогнозные показатели по объему продаж представлены ниже:

	2004	2005	2006	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	CAGR 2007-12
<b>Сегмент «молочные продукты»</b>										
<b>Цельномолочные продукты</b>										
Продажи, тыс. т	132.0	136.3	160.8	194.6	212.1	222.7	230.5	234.0	237.5	6.7%
Продажи, \$ млн	66.5	75.2	108.3	142.4	165.3	183.1	198.0	209.0	219.0	12.5%
Темп роста продаж		13.1%	44.0%	31.5%	16.1%	10.8%	8.2%	5.6%	4.7%	
продажи \$ / т	503.8	551.7	673.1	731.7	779.2	822.1	859.1	893.4	922.0	5.4%
Доля в суммарной выручке	33.7%	32.8%	28.2%	28.6%	24.4%	21.2%	20.3%	19.7%	19.3%	
<b>Сухое молоко, масла и сыры</b>										
Продажи, тыс. т	41.6	36.7	37.1	44.9	49.3	53.8	57.0	58.7	59.6	8.2%
Продажи, \$ млн	79.5	86.1	100.0	131.3	155.1	179.7	201.9	218.4	230.5	14.9%
Темп роста продаж		8.3%	16.2%	31.3%	18.1%	15.9%	12.4%	8.2%	5.6%	
продажи \$ / т	1 911	2 346	2 698	2 927	3 144	3 342	3 542	3 720	3 868	6.2%
Доля в суммарной выручке	40.3%	37.5%	26.0%	26.4%	22.9%	20.8%	20.7%	20.6%	20.3%	
<b>Детские молочные продукты и сухое детское питание</b>										
Продажи, тыс. тонн	4.7	5.2	6.0	7.8	8.9	9.9	10.4	10.8	11.2	11.0%
Продажи, \$ млн	12.9	16.1	21.3	30.2	37.5	44.5	49.5	54.1	57.9	18.2%
Темп роста продаж		24.8%	32.3%	41.7%	24.2%	18.8%	11.3%	9.2%	7.1%	
продажи \$ / т	2 745	3 096	3 561	3 881	4 192	4 485	4 754	4 992	5 191	6.5%
Доля в суммарной выручке	6.5%	7.0%	5.5%	6.1%	5.5%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	
<b>Продажи молочных продуктов в Китае и Новой Зеландии</b>										
Продажи, тыс. т				6.0	21.0	38.3	39.6	40.8	41.8	18.8%
Продажи, \$ млн				15.3	55.5	84.0	89.1	93.5	97.1	15.0%
Темп роста продаж					262.3%	51.4%	6.1%	5.0%	3.8%	
продажи \$ / т					2 642	2 722	2 798	2 848	2 891	2.3%
Доля в суммарной выручке					8.2%	9.7%	9.1%	8.8%	8.6%	
<b>Суммарные продажи, \$ млн</b>	<b>158.9</b>	<b>177.4</b>	<b>229.6</b>	<b>303.9</b>	<b>413.4</b>	<b>491.3</b>	<b>538.6</b>	<b>575.1</b>	<b>604.5</b>	<b>17.5%</b>
доля сегмента	80.5%	77.3%	59.7%	61.0%	61.0%	56.9%	55.3%	54.2%	53.3%	

	2004	2005	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	CAGR 2007-12
<b>Сегмент «детское питание»</b>										
Сухое детское питания, пюре, соки, специальная вода										
Продажи, тыс. т	9.3	10.9	32.9	37.5	43.2	49.6	51.6	52.9	53.4	8.4%
Продажи, \$ млн	17.9	22.6	73.4	89.5	110.0	135.1	149.7	162.6	173.3	15.4%
Темп роста продаж		26.3%	224.7%	22.0%	22.9%	22.8%	10.8%	8.7%	6.6%	
продажи \$ / т	1 925	2 073	2 229	2 385	2 549	2 723	2 900	3 074	3 243	6.4%
Доля в суммарной выручке	9.1%	9.9%	19.1%	18.0%	16.2%	15.7%	15.4%	15.3%	15.3%	
Заменители грудного молока (BMS)										
Продажи, тыс. т	2.0	2.0	5.3	6.4	8.1	9.4	10.5	11.4	12.1	14.8%
Продажи, \$ млн	7.2	8.6	24.8	34.0	48.6	62.8	77.7	92.8	105.7	27.3%
Темп роста продаж		19.4%	188.9%	36.8%	42.9%	29.3%	23.8%	19.4%	14.0%	
продажи \$ / т	3 600	4 300	4 687	5 343	6 011	6 702	7 406	8 110	8 718	10.9%
Доля в суммарной выручке	3.6%	3.7%	6.5%	6.8%	7.2%	7.3%	8.0%	8.7%	9.3%	
Специальные BMS и клиническое детское питание										
Продажи, тыс. т	1.4	1.9	4.8	5.2	6.0	6.8	7.1	7.2	7.2	7.2%
Продажи, \$ млн	13.4	20.8	56.7	70.4	90.6	115.2	129.9	143.6	155.2	18.3%
Темп роста продаж		55.2%	172.5%	24.3%	28.6%	27.2%	12.8%	10.5%	8.1%	
продажи \$ / т	9 571	10 947	11 933	13 603	15 208	16 820	18 418	20 076	21 481	10.3%
Доля в суммарной выручке	6.8%	9.1%	14.7%	14.1%	13.4%	13.3%	13.3%	13.5%	13.7%	
Продажи BMS в Китае и Новой Зеландии										
Продажи, тыс. т					3.0	9.0	10.2	11.3	12.1	10.3%
Продажи, \$ млн					15.2	47.3	55.1	63.0	69.1	13.5%
Темп роста продаж						210.2%	16.6%	14.3%	9.7%	
продажи \$ / т					5 079	5 252	5 420	5 582	5 722	2.9%
Доля в суммарной выручке					2.2%	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	
Продажи прочего детского питания в Китае и Новой Зеландии										
Продажи, тыс. т						6.0	12.0	12.6	13.0	29.3%
Продажи, \$ млн						11.1	22.9	24.7	26.1	33.1%
Темп роста продаж							106.4%	8.2%	5.6%	
продажи \$ / т						1 785	1 845	1 904	1 961	3.2%
Доля в суммарной выручке						1.3%	2.3%	2.3%	2.3%	
<b>Суммарные продажи, \$ млн</b>	<b>38.5</b>	<b>52.0</b>	<b>154.9</b>	<b>193.9</b>	<b>264.4</b>	<b>371.4</b>	<b>435.3</b>	<b>486.7</b>	<b>529.3</b>	<b>22.7%</b>
доля сегмента	19.5%	22.7%	40.3%	39.0%	39.0%	43.1%	44.7%	45.8%	46.7%	
<b>Итого выручка, \$ млн</b>	<b>197.4</b>	<b>229.4</b>	<b>384.4</b>	<b>497.8</b>	<b>677.7</b>	<b>862.8</b>	<b>973.8</b>	<b>1 061.7</b>	<b>1 133.9</b>	<b>19.8%</b>

При прогнозе роста выручки мы отталкивались от предположений, что среднегодовой рост (CAGR) рынка детского питания в денежном выражении в 2007-2012 годах составит 16.6%, а рынка молочных продуктов – 6.6%. В связи с тем, что темпы роста рынка, на котором работает Нутритек, существенно превышают темпы экономического роста, мы использовали более высокую ставку долгосрочного темпа роста доходов компании, чем обычно, – 3.5% в год.

С учетом нового количества акций, наша оценка справедливой стоимости компании по модели чистых денежных потоков на собственный капитал (free cashflows to equity discount model) составила \$71.6 за акцию.

\$, в расчете на 1 акцию	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Чистая прибыль	2.26	3.48	5.02	6.21	7.21	8.27
Изменение рабочего капитала	-3.18	-2.60	-3.09	-1.53	-1.68	-1.40
Капитальные вложения	2.26	2.55	2.71	2.20	2.00	1.85
Амортизация	1.86	1.85	2.11	2.14	2.08	2.07
Debt/Capital Ratio	0.46	0.48	0.46	0.42	0.40	0.37
Чистый денежный поток на капитал (FCFE)	3.77	4.47	6.37	7.06	8.27	9.30
Стоимость капитала	12.0%	11.9%	11.0%	11.0%	10.8%	10.2%
Дисконтированный FCFE на акцию	3.49	3.69	4.75	4.74	5.01	5.11
Сумма дисконтированного FCFE 2007-2011	21.68					
Долгосрочный темп роста	3.5%					
Конечная стоимость (Terminal price)	76.32					
Дисконтированная конечная стоимость	49.97					
<b>Стоимость акции</b>	<b>71.6</b>					
Безрисковая ставка	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
Бета-коэффициент	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Премия за рыночный риск	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Премия за страновой риск	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%
Стоимость капитала	12.0%	11.9%	11.0%	11.0%	10.8%	10.2%
Фактор дисконтирования	0.93	0.83	0.75	0.67	0.61	0.55
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

**Таблица чувствительности  
результата модели к  
изменению стоимости  
капитала и долгосрочного  
темпа роста**

Стоимость капитала	Долгосрочный темп роста (%)				
	2.50%	3.00%	3.50%	3.80%	4.00%
Стоимость капитала -0.5%	70.5	74.2	78.4	81.2	83.3
Стоимость капитала -0.2%	67.2	70.5	74.2	76.7	78.6
Стоимость капитала	65.2	68.2	71.6	74	75.7
Стоимость капитала +0.2%	63.2	66	69.3	71.4	73.0
Стоимость капитала +0.5%	60.5	63	65.9	67.9	69.2



## Сравнительный анализ

В качестве аналогов для проведения сравнительного анализа мы использовали коэффициенты Лебедянского, Вимм-Билль-Данна, ближайших российских конкурентов Нутритека, а также 14 крупных европейских и транснациональных производителей молочных продуктов и детского питания.

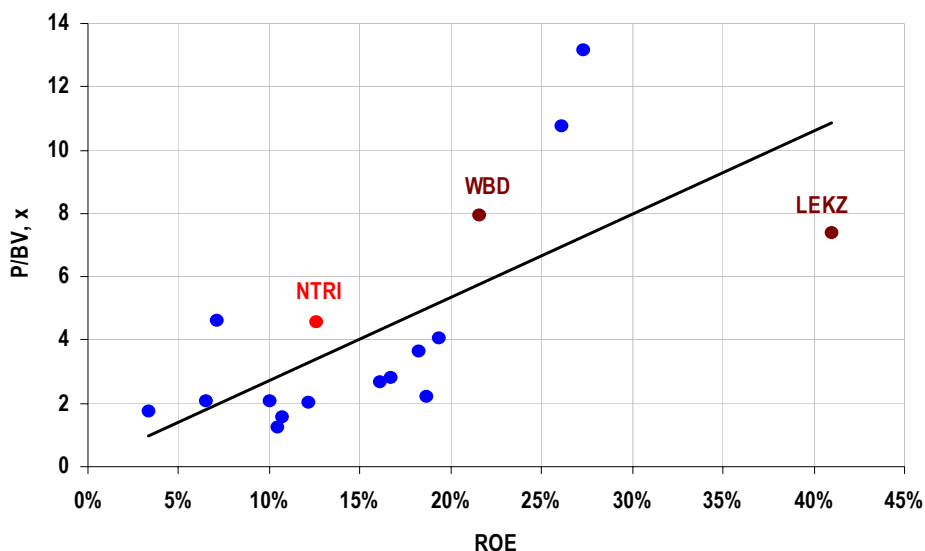
Сравнение коэффициентов Нутритека со средним значением аналогичных показателей для иностранных компаний дает смешанные результаты. Так, на 2007-2008 годы по показателям EV/EBITDA и P/E акции Нутритека выглядят недооцененными, но по показателю P/BV за 2006 год текущая рыночная оценка акций Нутритека выглядит адекватной. Коэффициент P/S Нутритека ниже среднего уровня для иностранных компаний. Показатели рентабельности собственных средств и активов ниже средних показателей по всем компаниям, особенно они отстают от Лебедянского и ВБД. Однако, на наш взгляд, частично это компенсируется высоким уровнем рентабельности по EBITDA – больше среднерыночного показателя на несколько процентов.

В целом сравнительный анализ указывает на то, что акции Нутритека торгуются с дисконтом по отношению к компаниям как развитых, так и развивающихся рынков, в том числе и российского.

		EV/EBTDA			PE Ratio									EBITDA
		Цена	Мсрп	2006	2007E	2008E	2006E	2007E	2008E	P/S	P/BV	ROE	ROA	маржа
NTRI RU	Нутритек	52	845	12.7	10.4	8.2	36.4	23.0	15.0	2.2	4.6	13%	4.9%	18.2%
<b>Российские компании</b>														
LEKZ RU	Лебедянский	96.0	1959	12.3	10.1	8.6	20.5	18.5	16.1	2.8	7.4	41.0%	23.5%	19.6%
WBD US	Вимм-Билль-Данн	96.7	4255	16.5	11.0	8.7	56.2	28.3	20.1	2.4	7.9	21.6%	9.1%	12.4%
<b>Среднее по российским компаниям</b>				<b>13.9</b>	<b>10.5</b>	<b>8.5</b>	<b>37.7</b>	<b>23.3</b>	<b>17.0</b>	<b>2.5</b>	<b>6.6</b>	<b>25%</b>	<b>13%</b>	<b>16.7%</b>
<b>Зарубежные компании</b>														
<b>Молочная продукция</b>														
600597 CH	Bright dairy & food	1.6	1 627	19.5	17.9	16.5	63.5	66.0	66.4	1.7	4.6	7.1%	4.1%	6.9%
2319 HK	China mengniu dairy	3.5	5 045	22.8	16.4	12.8	56.4	40.0	30.8	2.4	13.2	27.3%	10.5%	8.4%
005990 KS	Maeil dairy industry	44.8	601	n/a	6.8	6.3	-	19.1	17.7	0.7	2.7	16.1%	7.6%	7.9%
2261 JP	Meiji dairies	5.7	1 885	8.9	8.6	8.3	15.6	16.1	15.6	0.3	1.6	10.7%	3.7%	6.2%
PLT IM	Parmalat	1.9	3 075	15.5	13.3	12.1	33.6	19.0	23.6	1.1	2.1	10.0%	4.8%	11.9%
NESN VX	Nestle	383.2	153 571	11.2	10.2	9.3	19.6	17.5	15.8	1.9	3.6	18.2%	9.0%	16.6%
2267 JP	Yakult honsha	23.3	4 091	15.1	12.9	11.4	29.5	30.2	29.1	1.8	2.1	6.5%	4.3%	12.1%
DCG LN	Dairy crest	353.4	468	10.4	8.9	8.4	15.6	13.0	12.3	0.7	2.8	16.7%	5.1%	10.0%
DF US	Dean foods	29.4	3 821	10.4	10.3	9.6	14.0	19.1	17.0	0.4	2.0	12.2%	3.3%	9.0%
RWD LN	Robert wiseman dairies	208.4	152	6.3	5.9	5.4	13.3	13.0	11.8	0.5	2.2	18.7%	10.7%	9.0%
<b>Среднее по молочной продукции</b>				<b>13.3</b>	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	<b>29.0</b>	<b>25.3</b>	<b>24.0</b>	<b>1.2</b>	<b>3.7</b>	<b>14.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>9.8%</b>
<b>Детское питание</b>														
PODRRA CZ	Podravka	107.74	582	8.16	9.66	8.92	26.316	39.532	30.997	0.9	1.8	3.3%	1.8%	8.9%
NOVN VX	Novartis	53.78	146 763	13.10	12.38	11.58	17.467	16.16	14.678	4.9	4.1	19.4%	11.4%	27.6%
NUM NA	Koninklijke numico	39.16	7 531	16.83	14.71	13.01	39.203	31.999	27.32	3.9	10.8	26.1%	5.5%	19.1%
PNSUT TI	Pinar sut mamulleri	4.99	224	-	6.42	5.99	-	14.111	13.715	0.8	1.3	10.4%	6.1%	11.3%
<b>Среднее по детскому питанию</b>				<b>12.7</b>	<b>10.8</b>	<b>9.9</b>	<b>27.7</b>	<b>25.5</b>	<b>21.7</b>	<b>2.6</b>	<b>4.5</b>	<b>14.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>16.7%</b>
<b>Среднее по зарубежным компаниям</b>				<b>13.2</b>	<b>11.0</b>	<b>10.0</b>	<b>28.7</b>	<b>25.3</b>	<b>23.3</b>	<b>1.6</b>	<b>3.9</b>	<b>14.48%</b>	<b>6.28%</b>	<b>11.78%</b>
<b>Среднее по всем компаниям</b>				<b>13.3</b>	<b>10.8</b>	<b>9.5</b>	<b>31.5</b>	<b>24.7</b>	<b>20.9</b>	<b>2.1</b>	<b>4.9</b>	<b>18.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>14.4%</b>

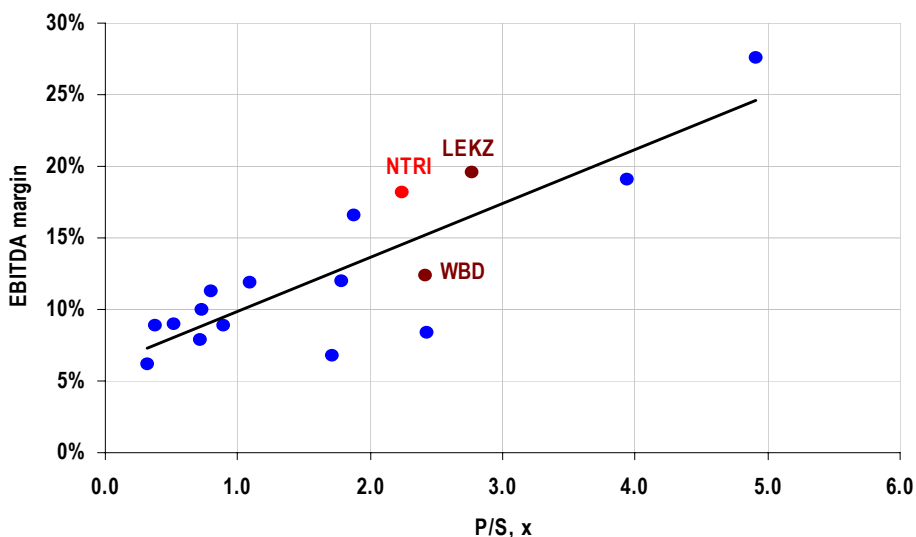
источник: данные компании, оценка БКС

На графике сравнения показателей рентабельности собственных средств (ROE) и отношения цены акции к собственным средствам (P/BV) акции, лежащие выше средней линии, считаются переоцененными по отношению к акциям, лежащим ниже. Данный график показывает, что акции Нутритека несколько переоценены рынком, однако в связи с увеличением собственного капитала в 2007 году (допэмиссия) показатель P/BV должен снизиться до уровня рынка.



источник: данные компании, оценка БКС

На представленном ниже графике акции, лежащие выше средней линии, являются недооцененными относительно бумаг, лежащих ниже. Данный график показывает, что Нутритек недооценен рынком. При этом в ближайшие несколько лет с увеличением доли сегмента детского питания общий уровень рентабельности продолжит расти, что открывает потенциал для дальнейшего увеличения стоимости компании.



источник: данные компании, оценка БКС

В итоге сравнительный анализ указывает на то, что акции Нутритека на текущий момент выглядят недооцененными рынком как по отношению к акциям российских производителей, так и по отношению к бумагам зарубежных компаний.



## Приложение

### Отчет о прибылях и убытках

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Выручка</b>	196.2	229.8	370.2	513.1	677.7	862.8	973.8	1061.7	1133.9
Себестоимость	166.7	189.5	299.4	411.1	539.3	676.3	756.9	820.8	870.9
Валовая прибыль	29.5	40.4	70.8	101.9	138.4	186.4	216.9	240.9	263.0
Коммерческие и общехозяйственные расходы	10.4	19.8	32.1	45.2	58.6	73.3	80.8	87.6	90.1
Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (EBITDA)	29.2	34.3	67.3	86.5	109.3	146.7	170.1	186.4	205.7
Рентабельность по EBITDA	14.9%	14.9%	18.2%	16.9%	16.1%	17.0%	17.5%	17.6%	18.1%
Амортизация	10.2	13.7	28.5	29.7	29.5	33.6	34.0	33.1	32.9
Прибыль до уплаты налогов, процентов (EBIT)	19.0	20.6	38.8	56.8	79.8	113.1	136.1	153.3	172.8
Чистые процентные доходы/(расходы)	-10.3	-15.3	-18.8	-15.1	-15.4	-16.3	-14.7	-12.1	-9.2
Прочие внеоперационные доходы/расходы	7.4	1.6	8.4	5.4	7.9	7.6	7.6	8.2	7.8
Налог на прибыль	1.8	0.8	7.1	11.1	17.0	24.4	30.1	34.6	39.7
<b>Чистая прибыль</b>	<b>16.3</b>	<b>6.5</b>	<b>22.7</b>	<b>36.0</b>	<b>55.4</b>	<b>80.0</b>	<b>98.9</b>	<b>114.8</b>	<b>131.7</b>

### Бухгалтерский баланс

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Активы</b>									
Денежные средства	1.0	33.8	16.8	25.7	13.6	17.3	19.5	21.2	22.7
Краткосрочные инвестиции	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Дебиторская задолженность	31.8	56.9	115.3	164.2	210.1	258.8	282.4	307.9	328.8
Товарно-материальные запасы	23.6	22.4	51.3	71.8	94.2	117.3	131.5	143.3	153.1
Прочее	1.7	26.9	32.5	58.9	57.1	64.7	69.5	81.6	101.4
Текущие активы	58.1	140.0	215.9	320.6	375.0	458.1	502.9	554.0	606.0
Основные средства	137.6	184.6	185.6	196.8	209.9	219.5	220.5	219.3	215.9
Прочие долгосрочные активы	3.1	48.2	61.3	67.6	74.1	80.0	85.0	89.8	90.8
<b>Итого активы</b>	<b>198.8</b>	<b>372.9</b>	<b>462.8</b>	<b>585.0</b>	<b>659.1</b>	<b>757.6</b>	<b>808.4</b>	<b>863.2</b>	<b>912.7</b>
<b>Обязательства</b>									
Кредиторская задолженность	26.5	39.6	43.3	62.0	88.7	111.2	124.4	134.9	143.2
Краткосрочные займы и кредиты	29.6	21.8	141.7	40.0	60.0	60.0	60.0	60.0	40.0
Текущие обязательства	84.0	64.1	187.8	106.4	154.5	179.4	193.7	205.0	193.8
Долгосрочные обязательства	31.2	164.2	57.6	155.0	158.9	167.0	145.6	137.1	138.3
<b>Итого обязательства</b>	<b>115.2</b>	<b>228.4</b>	<b>245.4</b>	<b>261.4</b>	<b>313.4</b>	<b>346.4</b>	<b>339.3</b>	<b>342.1</b>	<b>332.2</b>
<b>Собственный капитал</b>									
Акционерный капитал	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Нераспределенная прибыль	47.6	55.9	84.0	105.6	138.8	206.9	266.2	317.9	377.1
Собственный капитал	47.7	106.1	180.6	305.7	338.9	406.9	466.2	517.9	577.2
<b>Итого собственный капитал и обязательства</b>	<b>198.8</b>	<b>372.9</b>	<b>462.8</b>	<b>585.0</b>	<b>659.1</b>	<b>757.6</b>	<b>808.4</b>	<b>863.2</b>	<b>912.7</b>

## Коэффициенты

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS, \$	1.2	0.5	1.4	2.3	3.5	5.0	6.2	7.2	8.3
SPS, \$	14.3	16.7	23.2	32.2	42.6	54.2	61.1	66.7	71.2
EV, \$mln	19.2	86.6	857.4	898.0	900.4	886.2	860.5	842.6	836.1
MC, \$mln	0.0	0.0	828.1	828.1	828.1	828.1	828.1	828.1	828.1
EV/EBITDA, x	0.7	2.5	12.7	10.4	8.2	6.0	5.1	4.5	4.1
P/E, x	0.0	0.0	36.6	23.1	15.0	10.4	8.4	7.3	6.3
P/S, x	0.0	0.0	2.2	1.6	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
P/BV, x	0.0	0.0	4.6	2.7	2.5	2.0	1.8	1.6	1.4
Dividend yield, %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE, x	34.3%	6.1%	12.6%	11.8%	16.3%	19.7%	21.2%	22.2%	22.8%
ROA, x	9.6%	5.5%	8.4%	9.7%	12.1%	14.9%	16.8%	17.8%	18.9%
Net margin	8.3%	2.8%	6.1%	7.0%	8.2%	9.3%	10.2%	10.8%	11.6%
EBITDA margin	14.9%	14.9%	18.2%	16.9%	16.1%	17.0%	17.5%	17.6%	18.1%
Current Ratio	0.7	2.2	1.1	3.0	2.4	2.6	2.6	2.7	3.1
Quick Ratio	0.4	1.4	0.7	1.8	1.4	1.5	1.6	1.6	1.8
Debt/Capital Ratio	70.7%	68.3%	57.6%	46.1%	48.0%	46.0%	42.1%	39.8%	36.5%
Debt/Equity Ratio	45.9%	138.9%	25.5%	45.7%	41.3%	34.4%	25.7%	21.2%	19.1%
Debt/EBITDA Ratio	394.2%	665.9%	364.8%	302.2%	286.7%	236.1%	199.5%	183.5%	161.5%
Assets/Equity	4.2	3.5	2.6	1.9	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6

источник: данные компании, оценка БКС

## BCS Research Group

**Макс Шейн**

Руководитель департамента  
Нефть, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**

электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**

Банки, телекомы, валюта  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**

Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**

Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**

Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbovovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbovovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**

Ассистент  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**

Транспорт, строительство  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Вячеслав Жабин**

Металлургия, горнодобывающая  
промышленность  
[sla@msk.bcs.ru](mailto:sla@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**

Машиностроение  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**

Ассистент  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

**Евгений Старцев**

Директор департамента  
внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7475

**Павел Васев**

Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Сергей Цуркан**

Sales Trader  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Денис Новиков**

Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Ольга Карельская**

Консультант по инвестициям  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Евгений Тупикин**

Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Ринат Темербеков**

Sales Trader  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

**Андрей Бычин**

Консультант по инвестициям  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**

Консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Александр Пименов**

Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.