

## Компания выкупит с рынка акции с последующим погашением

<b>Ticker</b>	<b>PKBA</b>
<b>Price</b>	<b>\$47</b>
<b>Target price</b>	<b>\$60.1</b>
<b>Recom.</b>	<b>покупать</b>

52 нед. max	\$50.5
52 нед. min	\$39.3
Капитализация	\$7 430 mln
Free float	4-5%
PE	15.8
PS	3.1
EV/EBITDA	6.9
PBV	3.5
Div. yield, об.	3.15%
Div. yield, np.	4.7%

В последнее время появилось несколько важных факторов для пересмотра нашей оценки справедливой стоимости акций пивоваренной компании Балтика. Во-первых, компания недавно опубликовала сильные финансовые результаты за I полугодие текущего года. Темпы роста российского рынка пива вновь превосходят прогнозы экспертов, соответственно, Балтика также демонстрирует рост продаж лучше ожиданий рынка. В натуральном выражении продажи компании повысились почти на 30%, выручка увеличилась на 36% по отношению к аналогичному периоду прошлого года. При этом в нашу предыдущую модель оценки акций компании мы закладывали рост продаж в 14.7%.

Также позитивными являются данные по увеличению доли Балтики на российском рынке пива почти на 2%, до 37.6%, по сравнению с первым полугодием 2006 года. Высокие темпы роста демонстрирует и экспортное направление: объем экспортных продаж с учетом лицензионных продаж на Украине составил 25.2%. Тем не менее несколько снизились показатели рентабельности в связи с ростом цен на сырье (ячмень) и транспортных расходов. Объем инвестиций в первом полугодии составил 143 млн евро. В августе завершился проект по увеличению производственных мощностей самарского предприятия Балтики более чем втрое, что также внесет вклад в рост продаж во втором полугодии.

Помимо публикации отчетности Балтика также сообщила о решении провести выкуп акций с рынка с их дальнейшим погашением. До 15 октября компания примет заявки на погашение до 6.1% обыкновенных и 9% привилегированных акций, на что она готова потратить до 396 млн евро. Мы неоднозначно относимся к этому шагу. Хотя снижение числа акций приведет к росту стоимости компании в расчете на одну бумагу, это также вызовет снижение ликвидности акций, рост процентных расходов, а также вывод из компании денежных средств, которые могли быть реинвестированы в бизнес либо направлены на выплату дивидендов.

В связи с недавней публикацией полугодовой отчетности Балтики по МСФО мы скорректировали наши прогнозы на 2007 год, в результате чего наша оценка справедливой стоимости компании была повышена на 8.7%, до \$9.7 млрд. Исходя из текущего числа обыкновенных акций, справедливую стоимость одной бумаги мы оцениваем в \$60.1. В случае если компания выкупит и затем погасит весь заявленный объем акций, после 15 октября ценовой ориентир должен быть повышен до \$64 за акцию. В целом мы сохраняем наш позитивный взгляд на дальнейшее развитие компании и рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

	2006	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Net margin	19.5%	17.0%	17.3%	17.6%	17.4%
EBITDA margin	31.9%	30.1%	29.0%	28.2%	27.5%
ROE	21.9%	30.4%	26.0%	26.7%	26.5%
EPS, \$	3.8	3.4	4.0	4.4	4.8
DPS, \$	1.6	1.7	2.2	2.4	2.6
LT Debt/Capital	4.3%	15.3%	8.7%	6.2%	4.2%

## Выкуп акций: BVH получит 331 млн евро

**Балтика выкупит и погасит  
6% обыкновенных акций и  
9% привилегированных акций**

**Дата окончания приема  
бюллетеней на покупку –  
15 октября 2007 год**

**Эффект:**

**Возрастет стоимость компании  
на одну акцию**

**Снизится объем дивидендных  
выплат при сохранении DPS,  
либо будет повышена  
дивидендная доходность**

**BVH намерен участвовать в  
выкупе, чтобы не увеличить  
свою долю в компании**

**Т. е. он должен будет  
предложить к выкупу 8.97 млн  
обыкновенных акций – 90.6%  
от общего выкупа...**

**...и заработать около  
331 млн евро**

**Всего Балтика может потратить  
на выкуп 396 млн евро**

**В случае предложения к  
выкупу всего объема:**

**50% будет профинансировано  
за счет собственных средств**

**50% – за счет заемных средств**

Пивоваренная компания Балтика объявила о созыве внеочередного общего собрания акционеров для принятия решения об уменьшении уставного капитала компании путем приобретения части акций и их погашения. Собрание акционеров будет проведено в форме заочного голосования. Дата окончания приема бюллетеней для голосования – 15 октября 2007 года. При условии принятия внеочередным общим собранием акционеров положительного решения приобретение обыкновенных и привилегированных акций будет проходить у всех желающих участвовать акционеров в соответствии с законодательством РФ и порядком приобретения акций, утвержденным советом директоров. Балтика объявила следующие параметры выкупа:

Акции	Кол-во к выкупу, млн шт.	Доля от соотв. размещенных акций	Цена выкупа, за акцию	Текущая рыночная цена
Обыкновенные	9.89423	6.12%	1300 руб ( \$50.7)	\$47.25
Привилегированные	1.225114	9.04%	880 руб ( \$34.3)	\$31.5

На первый взгляд эта новость, конечно, позитивна. Во-первых, в случае выкупа акций с рынка возрастет стоимость компании в расчете на одну бумагу, а соответственно, и ценовые ориентиры большинства инвестиционных домов. Во-вторых, таким образом, Балтика может уменьшить суммарный объем дивидендных выплат, поддерживая прежний уровень дивидендной доходности, т. е. на реинвестирование в бизнес в будущем будет направляться больше средств. Либо она может повысить дивидендную доходность.

Но отметим, что Baltic Beverages Holding AG (владелец 90.63% обыкновенных акций Балтики) сообщил совету директоров о намерении участвовать в выкупе акций, для того чтобы в результате доля акций BVH не увеличилась. Это сообщение мы считаем определяющим. В случае если с рынка будет выкуплен весь заявленный объем акций, он должен быть распределен следующим образом: BVH должен будет продать Балтике 8.967 млн обыкновенных акций за 331.2 млн евро, если миноритарии предложат к продаже 0.927 млн акций (12% тех обыкновенных акций, которые официально находятся в свободном обращении – а это 9.37%). С учетом пакетов акций, находящихся в портфелях различных инвестфондов, фактический free-float мы оцениваем еще ниже – порядка 4-5%. Таким образом, после выкупа он станет еще меньше.

Но снижение ликвидности акций – не единственное отрицательное последствие выкупа. На покупку заявленного объема обыкновенных и привилегированных акций Балтике понадобится около 396 млн евро. В случае если к выкупу будет предъявлен весь заявленный объем, эта покупка будет наполовину профинансирована за счет собственных средств (чистая прибыль по итогам 2007 года, по нашим оценкам, составит \$394 млн, но порядка 55%, скорее всего, пойдет на выплату дивидендов), а оставшаяся часть – за счет долга. Представители компании сообщили, что если к выкупу будет предъявлено меньшее количество акций, то доля заемных средств снизится. В итоге получается, что Балтика покупает акции у своей материнской компании по цене выше рыночной и 40-50% покупки оплачивает заемными средствами, что увеличит ее процентные расходы на 13.5-17.5 млн евро в год. Тем не менее, с учетом экономии на налоге на прибыль давление на чистую рентабельность будет меньшим.

Таким образом, эффект от проведения выкупа и погашения акций смешанный. С одной стороны, растет стоимость компании в расчете на одну акцию. С другой – снижается ликвидность акций, возрастают процентные расходы, а собственные средства, которые могли быть реинвестированы в бизнес либо направлены на выплату дивидендов, уходят в материнскую компанию, которая сохраняет за собой прежний пакет акций. Тем не менее, ради справедливости отметим, что уровень долговой нагрузки компании сейчас находится на низком уровне, и рост процентных расходов мы считаем не критичным.

## Результаты Балтики за I полугодие

**Тем не менее финансовые результаты Балтики за первое полугодие определенно носят положительный характер**

**В первом полугодии Балтика увеличила продажи на 30% по отношению к аналогичному периоду 2006 года**

**Выручка выросла на 36%**

**Рост рынка в первом полугодии составил 22.7%**

Несмотря на неполную ясность относительно того, насколько готовящийся выкуп акций соответствует интересам миноритариев компании, недавно опубликованная отчетность Балтики за первое полугодие определенно носит позитивный характер. Результаты работы пивоваренной компании в первом полугодии были довольно сильными, что указывает на то, что по итогам года компания превзойдет наши ожидания по объему продаж. С учетом свежей информации мы скорректировали наши прогнозы и справедливую стоимость акций соответственно. Ниже следуют основные итоги полугодия.

В этом году темпы роста российского рынка пива вновь превосходят ожидания экспертов. Соответственно, высокие темпы роста продаж демонстрируют и пивоваренные компании. Доходы лидера рынка, компании Балтика, увеличивались быстрее рынка. В натуральном выражении продажи компании повысились на 29.6%, до 21.8 млн гл, рост продаж пива составил 30% (до 21.5 млн гл). Соответственно, выручка Балтики за первые шесть месяцев возросла на 36% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом рынок пива за 6 месяцев увеличился на 22.7%, тогда как в начале года эксперты говорили о замедлении темпов его роста до 4-5% в год. В компании сохранение высоких темпов роста рынка связывают с ростом на региональных рынках, а также с последствиями регулятивных мер в отношении рынка крепкого алкоголя и аномально теплой погоды в этом году.

млн евро	ИИ 2007	ИИ 2006	Изм
Выручка	1 067.3	785.3	35.9%
Валовая прибыль	552.9	412.8	33.9%
Валовая рентабельность	51.8%	52.6%	-0.8%
Операционная прибыль	256.1	183.6	39.5%
Операционная рентабельность	24.0%	23.4%	0.6%
EBITDA	317.8	241.9	31.4%
Рентабельность по EBITDA	29.8%	30.8%	-1.0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>188.2</b>	<b>145.1</b>	<b>29.7%</b>
Чистая рентабельность	17.6%	18.5%	-0.8%

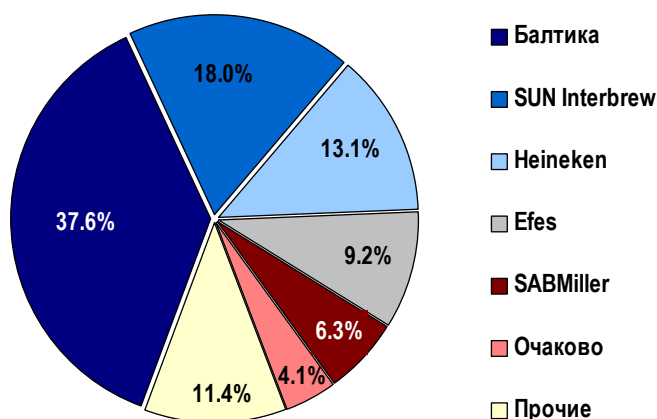
**Балтика увеличила долю рынка на 1.9%, до 37.6%**

Кроме того, Балтика продвигается к своей цели – достичь доли рынка в 40%. По итогам первого полугодия компания занимала 37.6% российского рынка пива, что на 1.9% выше показателя прошлого года. Принимая во внимание готовящееся расширение производственных мощностей компании (в Самаре и Новосибирске), а также активные действия Балтики по продвижению своих брэндов (рестайлинг и запуск новых брэндов), по нашему мнению, есть все основания, чтобы предполагать, что к концу следующего года Балтика может достичь своей цели.

**Балтика продолжает увеличивать свою долю на рынке**

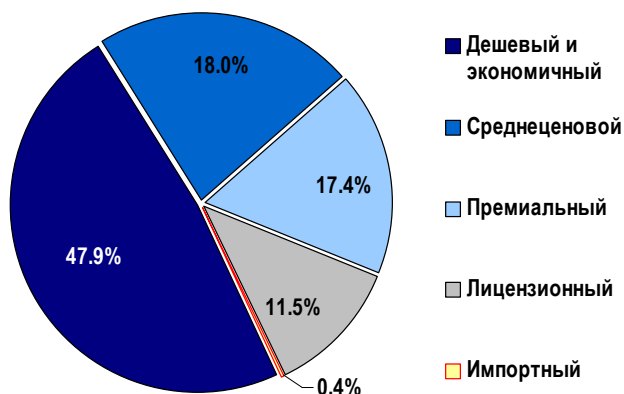
**Среди конкурентов также наращивает позиции на рынке SAB Miller (+0.6 к прошлому году)**

**Доля рынка Sun Interbrew и Heineken снижается**



Источник: Бизнес-Аналитика (июнь 2007)

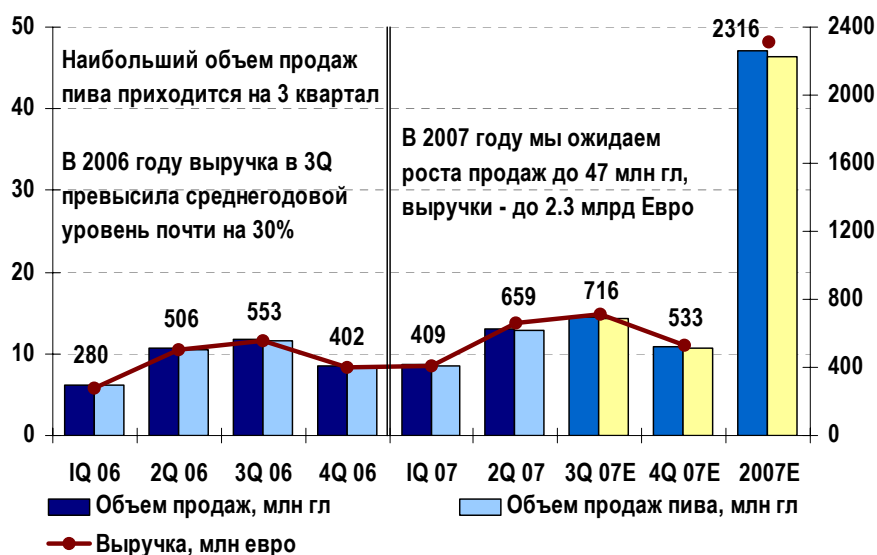
Структура российского рынка пива по ценовым сегментам (по объему)



За год Балтика улучшила свои позиции в среднеценовом, экономичном и лицензионном сегментах – 77% рынка

Наибольший объем продаж пивоваренных компаний приходится на 2-3 кварталы

Динамика продаж Балтики в 2006-2007 годах



Источник: данные компании, БКС

По итогам года рост объема продаж, по нашим прогнозам, составит порядка 26.4% в натуральном и 33.2% в денежном выражении – т. е. он повысится до 2.316 млрд евро.

**Балтика продолжает наращивать экспортные продажи**

**Рост за первые 6 месяцев составил 15%**

**Динамика роста экспортных продаж**

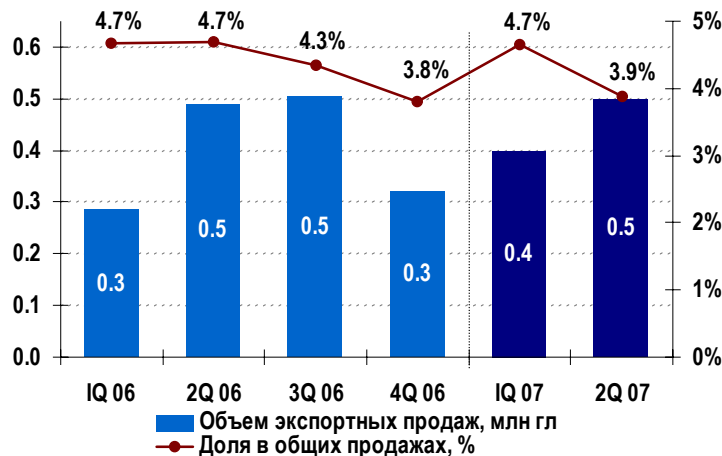
**Несмотря на высокий рост продаж пива в России, доля экспортных продаж в суммарных показателях снизилась незначительно**

**Активизация на рынке Великобритании**

**Запуск производства в Великобритании**

**Рост экспортного направления — один из основных факторов повышения капитализации Балтики в будущем**

В свете высокой конкуренции на российском рынке пива, а также прогнозов относительно замедления темпов его роста до 3-5% в последующие 5 лет разумными выглядят действия Балтики по расширению экспортного направления. Объем экспортных продаж в первом полугодии увеличился на 15%, до 0.9 млн гл, а с учетом лицензионных продаж на Украине рост этого показателя составил 25.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Но столь высокий рост был обусловлен главным образом повышением экспортных продаж в первом квартале текущего года (+40.4% по отношению к I кварталу 2006 года).



Источник: данные компании

Основная часть экспортных продаж Балтики приходится на СНГ, хотя также продукция компании поставляется и в страны дальнего зарубежья, такие как США, Германия, Великобритания, Китай и другие. С этого года компания активизировала свою деятельность и на британском рынке. Весной она подписала лицензионное соглашение сроком до конца 2021 года со Scottish & Newcastle UK Ltd. о начале производства бренда «Балтика №3 классическое» в Великобритании. Производство было запущено в мае. В связи с этим планируется значительное расширение дистрибуции. Только в сегменте он-трейд (бары, кафе, рестораны) к концу 2007 года по планам компании «Балтика №3» должна продаваться в 2800 точках против сегодняшних 500. Планируется развивать и сотрудничество с крупнейшими розничными сетями, такими как Tesco, Waitrose, Sainsbury. Согласно прогнозам, к концу четвертого квартала пиво этой марки появится более чем в 1500 розничных магазинах. Предполагаемый объем продаж «Балтики №3» в Великобритании в этом году превысит 1 млн л. Кроме того, уже запущена новая рекламная компания на этом рынке. По словам директора по экспорту «Балтики», на продвижение «Балтики №3» в Великобритании в 2007 году будет потрачено около 1 млн фунтов (\$2 млн). В ходе телефонной конференции, посвященной результатам компании в первом полугодии, ее представители сообщили, что по отношению к прошлому году рост продаж в дальнем зарубежье ожидается на уровне 20%. На наш взгляд, увеличение продаж в UK может значительно превысить этот прогноз.

Мы считаем, что в долгосрочной перспективе развитие экспортного направления станет одним из наиболее важных факторов роста капитализации Балтики. Отметим, что на рынках стран СНГ компания уже занимает сильные позиции, и при этом остается потенциал для их улучшения. В этом году Балтика сообщила, что рассматривает вопрос покупки предприятия в СНГ для обеспечения дальнейшего роста продаж. Но рынки дальнего зарубежья характеризуются высоким уровнем конкуренции, и неудивительно, что Балтика пока действует постепенно. Но тем не менее первые шаги по выходу на этот рынок и знакомство его потребителей с компанией сделаны, и результаты достигнуты неплохие. К моменту, когда темпы роста российского рынка опустятся до 3-5%, увеличение продаж за рубежом станет одним из дополнительных факторов роста выручки Балтики. Но нельзя не учитывать риски того, что действия Балтики могут не оказаться столь результативными, как рассчитывает компания. К 2010 году мы ожидаем роста доли доходов экспортного направления до 8-10% от совокупной выручки.

**Рост цен на сырье и транспортных расходов привел к снижению показателей рентабельности Балтики**

**Поддержку показателям маржи оказали сохраняющийся эффект синергии и изменение структуры портфеля продуктов**

Несмотря на сильные данные компании по продажам, показатели рентабельности незначительно снизились в первом полугодии в связи с ростом цен на сырье и транспортных расходов – так, стоимость солода поднялась на 14%, а тарифы на доставку повысились на 15%. В результате валовая маржа опустилась на 0.8%, до 51.8%, рентабельность по EBITDA снизилась на 1%, до 29.8%, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Тем не менее отметим, что Балтика продолжает получать синергетический эффект от объединения – компания оценивает его в 1.4% роста операционной прибыли. По нашим оценкам, положительный эффект от интеграции четырех компаний будет присутствовать до конца текущего года.

Отметим также, что значительную поддержку росту операционной прибыли оказали увеличение объемов продаж, изменение структуры портфеля продуктов компании и оптимизация затрат, – все это привело к росту операционной прибыли на 2.4%. Таким образом, благодаря перечисленным факторам Балтика сумела нивелировать негативный эффект от роста цена на сырье и транспортировку.

Однако в связи с увеличением эффективной налоговой ставки (с 24.7% до 28.1%) рост чистой прибыли Балтики (+29.7%) оказался меньше роста операционного дохода (+39.5%). Соответственно, чистая рентабельность снизилась почти на процент – с 18.5% в прошлом году до 17.6% по итогам первого полугодия этого года.

**Объем капитальных вложений в первом полугодии составил 143 млн евро**

Объем инвестиций в первом полугодии составил 143 млн евро, и они осуществлялись по двум направлениям – расширение производственных мощностей и увеличение сырьевой базы. В рамках первого Балтика сейчас ведет строительство нового пивоваренного завода в Новосибирске мощностью 4.5 млн гл, что увеличит текущие суммарные мощности компании на 11.3%. Запуск нового завода ожидается в первом квартале 2008 года. На новом заводе будут производиться все основные брэнды федерального уровня.

Помимо этого в августе этого года завершился проект по увеличению производственных мощностей на заводе Балтика-Самара. Общая стоимость инвестиционного проекта составила 101 млн евро в год. В итоге мощность предприятия была увеличена более чем втрое, с 2 млн гл до 6.5 млн гл, а суммарные мощности Балтики возросли еще на 11.3% к началу года. На дополнительных мощностях будет производиться пиво среднеценового сегмента и лицензионное Tuborg.

В итоге в следующем году мощности Балтики увеличатся на 22.5%, что дает предпосылку для сохранения высокого роста выручки и в 2008 году, несмотря на замедление темпов роста рынка. Но при этом Балтике придется оказать серьезную маркетинговую поддержку своим основным брэндам, поскольку конкуренция между главными игроками на рынке продолжит повышаться. Таким образом, в будущем мы ожидаем увеличения доли маркетинговых расходов в коммерческих расходах Балтики, что, соответственно, будет оказывать давление на рентабельность компании.

В свете таких перспектив мы считаем рациональными действия Балтики по расширению собственной сырьевой базы и установление контроля за другой расходной составляющей – стоимостью сырья. Весной этого года компания открыла свою третью солодовню в Ярославле, где располагается завод Ярпиво. Мощность нового солодовенного завода составляет 50 тыс. т солода в год, инвестиции в данный проект равнялись \$28 млн. Ранее Балтика располагала только двумя солодовенными предприятиями: Балтика-Тула (запущено в 2004 году) и петербургская солодовня «Суфле», в которой Балтике принадлежит 30% акций. Таким образом, с запуском ярославского предприятия компания увеличила мощности по производству солода до 265 тыс. т. В прошлом году суммарные потребности Балтики в пивоваренном ячмене составляли около 600 тыс. т, соответственно. С учетом ожиданий роста продаж по итогам года на 30% в натуральном выражении в текущем году ее потребности увеличатся до 800 тыс. т, т. е. компания сможет обеспечивать себя сырьем на 30-33%.

Ввод дополнительных собственных мощностей компании по производству сырья снижает риск перебоев с поставками, а также дает возможность для дополнительного контроля за издержками. Отметим, что при производстве пива на солод приходится порядка 40% себестоимости. Особенно важным является открытие нового предприятия в свете стратегии компании по дальнейшему расширению своих производственных мощностей, что потребует поиска новых поставщиков.

## Основные риски

### Риски инвестиций в компанию

В качестве основных рисков, которые могут оказать негативное влияние на динамику денежных потоков компании в будущем, мы выделяем следующие:

- *Растущая конкуренция на российском рынке пива.* Мы считаем, что Балтике придется наращивать уровень маркетинговых расходов, что будет оказывать давление на рентабельность компании.
- *Рост цен на сырьевых рынках.* С ростом объемов производства пива в России спрос на сырье для него повышается, причем объем производства солода увеличивается сравнительно меньшими темпами. В текущем году цены на солод выросли на 14%.
- *Замедление темпов роста пивного рынка.* По прогнозам экспертов и основных игроков рынка, темпы роста отрасли в 2008-2012 годах замедлятся до 3-5% в год. В этих условиях сложно ожидать сохранения темпов роста продаж на текущих высоких уровнях. Тем не менее в России уровень потребления пива на 1 человека по-прежнему отстает от аналогичного показателя в Европе более чем на 20%.
- *Маркетинговая программа Балтики в дальнем зарубежье может не принести желаемых результатов.* В этом случае наши ожидания относительно роста экспортных продаж и лицензионного производства за границей, заложенные в модель оценки, окажутся неадекватными.

## Пересмотр стоимости компании

В связи с публикацией свежих данных за первое полугодие по продажам Балтики и росту рынка пива, которые заметно превзошли наши ожидания, мы скорректировали наши прогнозы на 2007-2012 годы. В результате прогноз по выручке на 2007 год был повышен на 16%. Однако наибольшие расхождения с предыдущим прогнозом наблюдаются в той его части, которая касается периода 2008-2011 годов, в связи с учетом проекта по увеличению мощностей на предприятии в Самаре, который не был учтен в наших предыдущих оценках, а также роста объема производства за границей. Кроме того, поскольку на протяжении года Балтика заявляет о поиске объекта поглощения в странах, где объемы ее продаж довольно велики (Украина, Казахстан, Белоруссия), мы заложили в нашу модель дальнейшее увеличение производственных мощностей в 2008-2009 годах. Прогноз относительно роста продаж свыше 55 млн гл в год в 2009-2012 годах основан на ожиданиях роста лицензионного производства и продаж пива в других странах (Великобритания и пр.).

	2006	ИИ 07	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	CAGR 2008-12 E
Объем продаж, млн гл	37.2	21.8	47.0	53.6	56.3	58.3	60.0	61.5	5.5%
Изм. к пред. периоду	10.3%	29.6%	26%	14.0%	5.0%	3.5%	3.0%	2.5%	
<b>Объем выручки, млн евро</b>	<b>1740</b>	<b>1067</b>	<b>2316</b>	<b>2786</b>	<b>3079</b>	<b>3348</b>	<b>3614</b>	<b>3875</b>	<b>10.8%</b>
Изм. к пред. периоду	20.8%	35.9%	33%	20%	11%	9%	8%	7%	
Предыдущий прогноз выручки			1996	2139	2310	2460	2608	-	
Отклонение			16%	30%	33%	36%	39%	-	
Рост российского рынка пива	10%	22.7%	16%	6%	5.0%	4.0%	3.5%	3%	<b>4.3%</b>

Источник: Данные компании, оценка БКС

## Расчет справедливой стоимости акций

### Оценка с помощью модели DCF (FCFE)

Повышаем ценовой ориентир на 8.7%, до \$60.1 за акцию

Для оценки компании мы использовали модель чистых денежных потоков на собственный капитал (free cashflows to equity discount model), в результате чего справедливая стоимость компании Балтика составила \$9.71 млрд. На текущий момент капитализация компании равняется \$7.43 млрд, что соответствует 30.7-процентному потенциалу роста. Из расчета текущего числа обыкновенных акций (161.5 млн шт.) мы повышаем наш ценовой ориентир на 8.7%, с \$55.3 до \$60.1 за акцию, и сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

млн евро	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Чистая прибыль	394.9	483.2	543.1	581.5	627.3	671.9
Изменение рабочего капитала	32.1	41.8	38.4	24.6	20.1	12.5
Капитальные вложения	280.0	139.3	110.8	137.3	137.3	135.6
Амортизация	153.4	158.0	156.5	157.9	157.5	156.7
Debt/Capital ratio	0.35	0.23	0.21	0.19	0.18	0.18
Чистый денежный поток на капитал (FCFE)	292.0	465.5	548.8	578.3	627.3	678.9
Стоимость капитала	11.2%	11.1%	10.9%	10.8%	10.5%	9.9%
Дисконтированный FCFE на акцию	271.68	389.84	414.55	394.31	387.19	381.32
Сумма дисконтированного FCFE 2007-2011	1857.6					

Долгосрочный темп роста	2.0%
Конечная стоимость (Terminal price)	8 594
Дисконтированная конечная стоимость	5 126
Стоимость компании, евро	6 984
Стоимость компании, \$	9 708
Число обыкновенных акций, млн шт.	161.5
<b>Стоимость акции, \$</b>	<b>60.1</b>
Число акций в случае выкупа и погашения всего заявленного объема (9.89423 млн шт.)	151.6
<b>Стоимость акции, с учетом нового числа акций</b>	<b>64.0</b>

	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Безрисковая ставка	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.3%
Бета-коэффициент	1.1	1.1	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	11.2%	11.1%	10.9%	10.8%	10.5%	9.9%
Фактор дисконтирования	0.93	0.84	0.76	0.68	0.62	0.56
Payout ratio	58.1%	55%	55%	55%	60%	60%

В случае если будет выкуплено и погашено 9.89 млн обыкновенных акций, ценовой ориентир будет повышен до \$64 за акцию

В случае если после 15 октября к выкупу будет предложен весь заявленный объем акций (9.89423 млн шт.), число акций Балтики сократится до 151.648904 млн штук, а их справедливая стоимость будет находиться в диапазоне от \$35.88 до \$39.47 за акцию. Мы ожидаем, что не более 5% миноритариев компании предложат к выкупу свои акции, что соответствует ценовому ориентиру \$37.7 за акцию.

## Сравнительный анализ

**Сравнительный анализ подтверждает, что акции Балтики недооценены рынком**

Сравнительный анализ подтверждает результат оценки акций компании с помощью модели DCF. По основным сравнительным коэффициентам, за исключением P/S, акции Балтики выглядят недооцененными по отношению к акциям компаний, работающих как на развитых, так и на развивающихся рынках. Средняя премия по отношению к другим производителям пива в развитых и развивающихся странах по текущему коэффициенту EV/EBITDA составляет 61%, по текущему показателю P/E – 50%. Отношение капитализации компании к ее выручке (P/S 3.1x), напротив, почти на 30% превышает среднерыночный уровень. Коэффициент P/BV указывает на то, что акции Балтики адекватно оценены рынком – дисконт составляет всего 3%. Несмотря на это, Балтика выделяется высокими показателями рентабельности как собственных средств (ROE) и активов, так и операционной маржи (EBITDA margin), которые заметно превышают среднерыночные уровни, что отчасти оправдывает высокое значение коэффициента P/S.

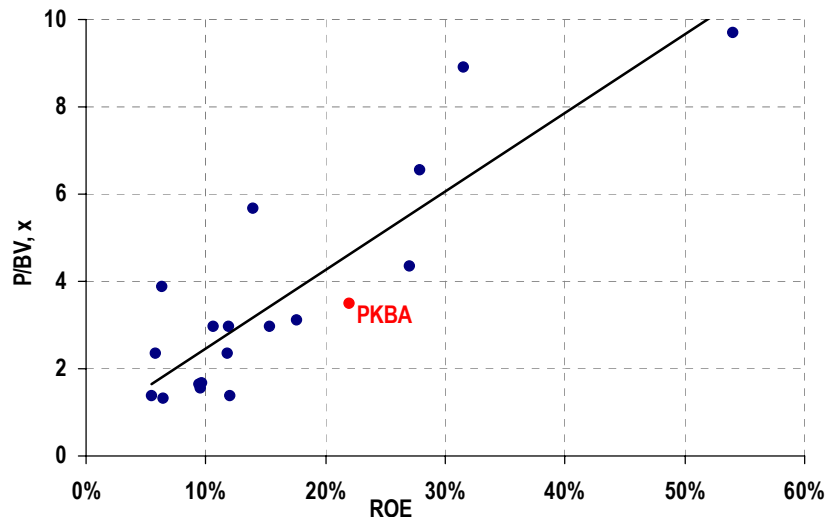
				EV/EBTDA			PE Ratio			EBITDA				
		Цена	Мсар	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	P/S	P/BV	ROE	ROA	margin
PKBA RU	BALTIKA	46.0	7 431	6.9	8.5	7.0	15.8	14.1	11.8	3.1	3.5	21.9%	22.8%	32%
Развитые страны														
LNN AU	LION NATHAN LIMITED	10.9	5 847	10.3	9.9	9.4	18.8	18.6	17.3	2.7	6.6	28%	8.9%	29%
FGL AU	FOSTER'S	7.6	15 045	12.1	11.3	10.4	18.5	16.8	15.1	5.5	-	21%	9.7%	22%
INB BB	INBEV	44.7	27 448	10.5	8.9	8.2	25.9	20.8	18.2	2.7	3.0	12%	5.7%	31%
SAB LN	SABMILLER	655	9 848	10.0	8.7	7.8	10.8	9.5	8.4	2.7	1.4	12%	5.9%	27%
SCTN LN	SCOTTISH & NEWCASTLE	299	2 825	15.0	14.1	13.4	17.5	16.3	14.9	1.7	1.7	9%	4.4%	14%
CARLB DC	CARLSBERG	133.2	10 006	10.6	8.9	8.0	29.2	22.6	18.3	1.3	3.0	11%	3.1%	16%
SPB GR	GABRIEL SEDLMAYR	1 598	641	13.9	-	-	42.7	-	-	2.9	5.7	14%	4.4%	19%
2502 JP	ASAHI BREWERIES	14.9	7 206	8.3	8.8	8.7	18.9	18.4	17.5	0.6	1.7	10%	3.6%	10%
2503 JP	KIRIN HOLDINGS	12.7	12 509	9.9	10.1	9.6	24.1	24.7	23.3	0.8	1.4	5%	2.7%	12%
HEIA NA	HEINEKEN	32.5	15 909	10.3	9.4	8.4	22.8	19.5	17.3	1.8	4.4	27%	9.8%	19%
BUD US	ANHEUSER-BUSCH	50.7	37 981	12.2	11.2	10.8	20.2	18.0	16.5	2.4	9.7	54%	11.9%	24%
TAP US	MOLSON COORS	93.4	8 594	10.1	9.4	8.6	23.6	17.6	15.3	1.4	1.3	6%	3.1%	17%
Среднее по развитым странам				11.1	10.1	9.4	22.7	18.4	16.6	2.2	3.6	17.5%	6.1%	20%
Развивающиеся страны														
000729 CH	BEIJING YANJING	2.5	2 734	16.5	14.7	12.5	62.7	53.2	43.5	3.4	3.9	6%	3.7%	18%
124 HK	KINGWAY BREWERY	0.3	589	13.8	13.2	10.8	21.9	33.2	29.6	2.8	2.4	6%	4.0%	18%
GMODEL	GRUPO MODELO S.A.B	4.8	15 473	10.8	8.1	7.4	20.4	16.5	15.0	2.6	3.0	15%	10.0%	31%
LOC MM														
FEMSAUB	FOMENTO ECONOMICO	3.4	12 148	7.6	-	-	23.3	-	-	1.0	2.3	12%	4.4%	20%
MM														
ZWC PW	BROWARY ZYWIEC S.A.	241	2 699	7.7	-	-	17.1	-	-	2.1	8.9	32%	14.1%	22%
FNN SP	FRASER AND NEAVE LTD	3.5	4 891	14.5	14.2	12.7	21.6	20.0	17.4	1.7	1.5	10%	3.6%	19%
AEFES TI	ANADOLU EFES BIRACILIK	36.3	4 102	9.2	8.9	8.0	17.3	16.1	14.0	2.0	3.1	18%	8.0%	22%
Среднее по развивающимся странам				11.4	11.8	10.3	26.3	27.8	23.9	2.3	3.6	14.0%	6.8%	21.4%
Среднее по всем компаниям				11.0	10.5	9.5	23.7	20.9	18.4	2.3	3.6	16.5%	7.2%	21.0%

Дисконт / (Премия) PKBA	EV/EBTDA			PE Ratio				
	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	P/S	P/BV
К развитым странам	62%	18%	34%	44%	30%	40%	-29%	3%
К развивающимся странам	67%	38%	46%	67%	96%	102%	-27%	3%
К среднему по всем рынкам	61%	23%	35%	50%	48%	56%	-27%	3%

источник: Bloomberg, оценка БКС, 17.09.2007

**Сопоставление P/BV с показателями рентабельности капитала указывает на наличие дисконта в 28%**

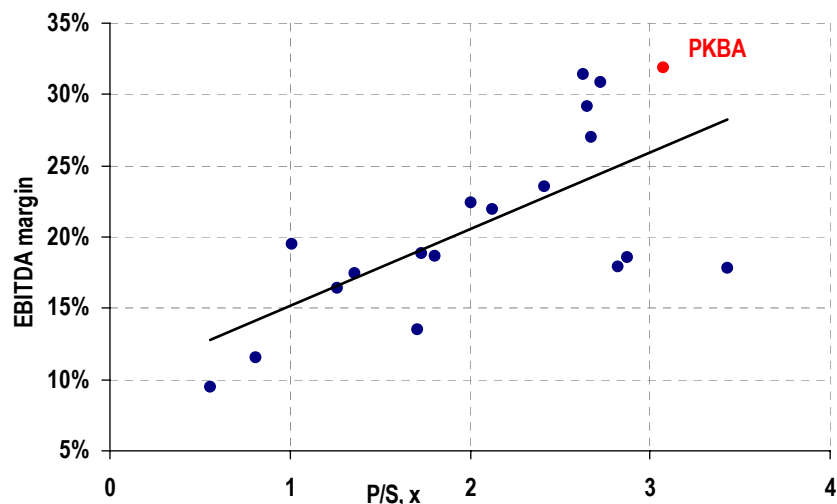
Для сопоставления уровня сравнительных коэффициентов с показателями рентабельности в отрасли рассмотрим два графика. В первом случае оценим, как выглядят акции Балтики в паре ROE и P/BV. На этом графике акции, лежащие ниже средней линии, считаются недооцененными. В данном случае значение P/BV, соответствующее средней линии, при текущем уровне рентабельности Балтики составляет 4.5x. Исходя из текущего значения P/BV для Балтики (3.5x), цена акций компании должна быть на 28.6% выше.



источник: Bloomberg, БКС, 17.09.2007

**Высокое значение P/S Балтики объясняется высокими показателями рентабельности компании**

Во втором случае сопоставим рентабельность EBITDA и коэффициент P/S. На графике ниже акции, лежащие выше средней линии, считаются недооцененными по отношению к акциям, лежащим ниже. В данном случае акции Балтики торгуются с еще большим дисконтом (исходя из целевого значения P/S на средней линии 4.54x, дисконт составляет около 46%).



источник: Bloomberg, БКС, 17.09.2007

Таким образом, данные, полученные при рассмотрении последнего графика, подтверждают наши предположения относительно того, что высокий коэффициент P/S для акций Балтики объясняется высоким уровнем рентабельности компании. Мы делаем вывод о том, что акции Балтики являются недооцененными по отношению к иностранным компаниям пивоваренной отрасли.

## Финансовые данные

### Отчет о прибылях и убытках

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Выручка	878.7	1440.4	1739.5	2316.3	2785.8	3078.7	3348.0	3614.3	3875.1
Себестоимость реализованной продукции	418.3	717.8	807.7	1111.8	1337.2	1477.8	1610.4	1738.5	1863.9
Валовая прибыль	460.4	722.5	931.8	1204.5	1448.6	1600.9	1737.6	1875.8	2011.2
Коммерческие и общехозяйственные расходы	184.9	359.0	442.2	574.4	696.5	775.8	850.4	919.8	988.1
Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (EBITDA)	202.5	405.4	555.7	696.6	806.8	867.1	920.2	978.3	1034.5
Рентабельность по EBITDA	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Амортизация	58.8	115.4	145.5	153.5	158.0	156.5	157.9	158.5	158.8
Прибыль до уплаты налогов, процентов (EBIT)	143.8	303.2	427.1	543.2	648.8	710.6	762.3	820.8	877.7
Налог на прибыль	35.9	65.1	103.3	138.7	156.8	176.2	188.7	203.6	218.0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>110.6</b>	<b>236.0</b>	<b>338.4</b>	<b>394.9</b>	<b>483.2</b>	<b>543.1</b>	<b>581.5</b>	<b>627.3</b>	<b>671.9</b>

### Бухгалтерский баланс

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Активы</b>									
Денежные средства	46.0	44.7	46.4	9.3	156.0	170.9	182.5	224.1	236.4
Краткосрочные инвестиции	27.6	131.6	196.3	69.5	222.9	277.1	301.3	325.3	372.0
Дебиторская задолженность	64.9	102.9	117.0	192.3	225.7	246.3	261.1	276.5	298.4
Товарно-материальные запасы	72.2	122.0	153.4	210.8	250.7	277.1	308.0	316.3	329.4
Прочее	1.3	3.8	10.6	9.3	17.3	24.8	29.9	59.8	69.8
Текущие активы	212.0	405.0	523.7	491.0	872.5	996.1	1082.8	1201.9	1306.0
Основные средства	518.4	944.4	1004.2	1161.4	1174.3	1160.0	1171.0	1182.3	1192.6
<b>Итого активы</b>	<b>741.6</b>	<b>1621.3</b>	<b>1873.0</b>	<b>2002.2</b>	<b>2425.8</b>	<b>2566.0</b>	<b>2705.5</b>	<b>2866.9</b>	<b>3012.1</b>
<b>Обязательства</b>									
Кредиторская задолженность	63.3	146.5	181.9	280.2	316.9	332.0	357.4	369.1	393.2
Текущие обязательства	124.3	167.1	249.7	398.4	355.9	375.1	400.9	416.1	441.6
Долгосрочные обязательства	61.6	180.1	80.1	305.5	211.5	158.5	112.5	105.5	105.5
<b>Итого обязательства</b>	<b>185.9</b>	<b>347.2</b>	<b>329.8</b>	<b>703.9</b>	<b>567.4</b>	<b>533.6</b>	<b>513.4</b>	<b>521.6</b>	<b>547.1</b>
<b>Собственный капитал</b>									
Акционерный капитал	20.1	20.1	21.4	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
Нераспределенная прибыль	511.5	757.4	969.1	1167.4	1319.6	1490.6	1647.6	1798.2	1919.1
<b>Собственный капитал</b>	<b>555.8</b>	<b>1274.1</b>	<b>1543.2</b>	<b>1298.3</b>	<b>1858.4</b>	<b>2032.4</b>	<b>2192.1</b>	<b>2345.3</b>	<b>2465.0</b>
<b>Итого собственный капитал и обязательства</b>	<b>741.6</b>	<b>1621.3</b>	<b>1873.0</b>	<b>2002.2</b>	<b>2425.8</b>	<b>2566.0</b>	<b>2705.5</b>	<b>2866.9</b>	<b>3012.1</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

## Коэффициенты

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS, \$	1.3	2.4	3.8	3.4	4.0	4.4	4.8	4.9	5.2
DPS, \$	0.5	0.7	1.6	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1
SPS, \$	4.9	29.4	56.5	48.7	68.6	83.3	98.5	108.6	124.7
EV, \$bln	3.85	5.16	5.29	7.91	7.37	7.22	7.10	7.04	6.96
MC, \$mln	3.87	5.15	5.51	7.59	7.59	7.59	7.59	7.59	7.59
EV/EBITDA, x	14.0	10.7	7.2	8.2	6.9	6.4	5.8	5.8	5.4
P/E, x	25.7	18.4	12.3	13.8	11.8	10.8	9.9	9.7	9.0
P/S, x	6.3	3.0	2.4	2.4	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6
P/BV, x	5.1	3.4	2.7	4.2	3.1	2.9	2.6	2.6	2.5
Dividend yield, %	1.5%	1.5%	3.3%	3.6%	4.7%	5.1%	5.6%	6.2%	6.6%
ROE, x	19.9%	18.5%	21.9%	30.4%	26.0%	26.7%	26.5%	26.7%	27.3%
ROA, x	19.4%	18.7%	22.8%	27.1%	26.7%	27.7%	28.2%	28.6%	29.1%
Profit margin	24.6%	16.4%	19.5%	17.0%	17.3%	17.6%	17.4%	17.4%	17.3%
EBITDA margin	45.0%	28.1%	31.9%	30.1%	29.0%	28.2%	27.5%	27.1%	26.7%
Current Ratio	1.7	2.4	2.1	1.2	2.5	2.7	2.7	2.9	3.0
Quick Ratio	1.1	1.7	1.4	0.7	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1
Debt/Capital Ratio	25.1%	21.4%	17.6%	35.2%	23.4%	20.8%	19.0%	18.2%	18.2%
LT debt/Equity Ratio	11.1%	14.1%	5.2%	23.5%	11.4%	7.8%	5.1%	4.5%	4.3%
Net Debt / EBITDA Ratio	0.6	0.4	0.2	0.9	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1
Assets/Equity	1.3	1.3	1.2	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

Источник: данные компании, оценка БКС

**Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций**  
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

## BCS Research Group

**Макс Шеин**  
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  
[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,  
потребовары, девелопмент  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

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

**Анастасия Жданова**  
Промышленное строительство,  
транспорт, удобрения  
[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)

**Балабанов Филипп**  
Ассистент  
[fbalabanov@msk.bcs.ru](mailto:fbalabanov@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

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

**Антон Манаев**  
Консультант по инвестициям  
[amanaev@msk.bcs.ru](mailto:amanaev@msk.bcs.ru)

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

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

**Александр Микин**  
Trader  
[amikin@msk.bcs.ru](mailto:amikin@msk.bcs.ru)

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

**Ольга Карельская**  
ИО начальника отдела  
консультирования  
[karelyva@msk.bcs.ru](mailto:karelyva@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

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

**Антон Клецкий**  
Консультант по инвестициям  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

**Андрей Бычин**  
Зам. Начальника отдела  
консультирования  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**  
Старший 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)

**Артем Губанов**  
Trader  
[agubanov@msk.bcs.ru](mailto:agubanov@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.