Банк Москвы

Акции

Потребительский сектор

Потребительский сектор и розничная торговля

В 2011 год с осторожным оптимизмом

Виталий Купеев
Kupeev_VS@mmbank.ru

Мы пересматриваем наши оценки компаний потребительского сектора и розничной торговли, чтобы отразить последние операционные и финансовые результаты, прогнозы руководства по планам развития в 2011 г., а также наши обновленные макроэкономические прогнозы. Несмотря на свои уже достаточно высокие оценки по мультипликаторам, мы полагаем, что акции ритейлеров благодаря высоким темпам роста будут продолжать оставаться в фокусе внимания инвесторов в 2011 г. Нашими фаворитами в секторе являются акции X5, Дикси, М.Видео и Синергии.

Компании розничной торговли продолжат демонстрировать высокие темпы роста в 2011 г. Рост выручки продуктовых розничных сетей будет происходить за счет увеличения торговых площадей и роста инфляции, в то время как ритейлеры непродовольственных товаров и ресторанные сети покажут рост продаж, который будет связан с возобновлением открытия новых торговых точек, постепенным восстановлением общих покупательских трендов, а также эффектом низкой сравнительной базы.

Недавние крупные сделки M&A (приобретение Вимм-Билль-Данна PepsiCo и сети «Копейка» X5 Retail Group) привлекают внимание инвесторов к российскому потребительскому сектору, что может привести к более высокой оценке бумаг компаний в следующем году.

Резкий скачок цен на продукты питания с августа 2010 г., вызванный летней засухой, подхлестнул за собой всплеск общей инфляции в стране. Поскольку основные макроэкономические показатели остаются пока еще достаточно слабыми, мы полагаем, что ускорение инфляции в следующем году до 10.5 % может создать определенную угрозу для быстрого восстановления потребительского спроса.

В условиях сдержанного роста потребления в 2011 г. на фоне высоких темпов инфляции и слабого восстановления макроэкономических показателей при рассмотрении основных инвестиционных идей в потребительском секторе нужно, на наш взгляд, в большей степени учитывать особенности отдельных компаний, нежели исходить из общих экономических трендов.

По результатам пересмотра наших оценок лучшими идеями в секторе являются акции ритейлеров. Нашими фаворитами среди розничных компаний являются акции X5, Дикси и М.Видео. Из компаний потребительского сектора мы обращаем внимание на акции Синергии и Калины. Мы рекомендуем «держать» акции Магнита, Росинтера, Фармстандарта и Верофарма и Вимм-Билль-Данна.

Основные показатели сектора

Капитализация, $ млн	38 938
EV, $ млн	42 548
P/E, 2011П	20.2x
EV/EBITDA, 2011П	9.9x
EV/Sales, 2011П	1.4x
2010-12 CAGR:	
EPS	26%
EBITDA	22%
Выручка	19%

Динамика акций компаний потребительского сектора с начала 2010 года



	Текущая цена, $	Целевая цена, $	Потенциал роста, %	Рекомендация	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012	P/E 2011	P/E 2012
X5	43.7	55.0	26%	Покупать	12.0	9.9	25.9	18.2
Магнит (GDR)	28.5	31.3	10%	Держать	14.4	10.5	29.0	20.8
Магнит (локальные)	129.0	136.0	5%	Держать	13.1	9.6	26.2	18.9
Дикси	12.9	16.8	30%	Покупать	8.4	6.3	30.4	14.3
М.Видео	9.0	11.0	22%	Покупать	8.4	6.3	20.0	14.1
Росинтер	21.8	23.0	6%	Держать	8.8	7.0	18.3	13.0
Синергия	43.3	55.0	27%	Покупать	7.1	6.1	10.6	8.7
Вимм-Билль-Данн	31.9	33.0	3%	Держать	13.9	11.9	28.1	22.6
Фармстандарт	27.0	30.0	11%	Держать	11.0	10.0	15.9	14.2
Верофарм	43.3	50.0	16%	Держать	6.3	5.6	8.8	7.8
Калина	25.0	32.0	28%	Покупать	4.9	4.5	7.3	6.3

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Итоги 2010 года

В 2010 г. акции компаний потребительского сектора и розничной торговли выглядели существенно лучше рынка. Средний доход с начала года превысил 70 %, что существенно превышает рост индексов РТС (+18 %) и MSCI Russia (+13 %). На сегодняшний момент средние мультипликаторы акций сектора составляют 9.9x EV/EBITDA и 20.2x P/E 2011 П. Дисконт в оценках российских компаний по сравнению с их аналогами из развивающихся стран за последний год заметно снизился. При этом продуктовые розничные сети торгуются с премией к компаниям из своей группы, что обусловлено более высокими темпами роста их операций.

На наш взгляд, рост котировок акций компаний сектора в 2011 г. будет определяться прежде всего перспективами дальнейшего роста бизнеса, возможностью увеличить положение на рынке и удержать текущие показатели рентабельности. Возможные сделки M&A в секторе станут дополнительным катализатором для раскрытия стоимости компаний.

Мы прогнозируем, что в 2010-2012 гг. компании, освещенные в данном обзоре, будут демонстрировать ежегодный рост выручки на 19 %, в то время как EBITDA увеличится на 22 %, а показатель прибыли на акцию будет расти на 26 %.

Высокая инфляция в следующем году – основная угроза для потребительского сектора

Мы полагаем, что ускорение инфляции, наблюдаемое в России в последние месяцы, создает определенные риски для компаний потребительского сектора и розничной торговли.

Резкий скачок цен на продукты питания с августа 2010 г., вызванный летней засухой, подхлестнул за собой всплеск общей инфляции в стране. Поскольку основные макроэкономические показатели остаются достаточно слабыми, мы полагаем, что ускорение инфляции в следующем году до 10.5 % может создать определенную угрозу для быстрого восстановления потребительского спроса.

Казалось бы, высокая инфляция является однозначным благом для ритейлеров, которые смогут показать высокие темпы роста сопоставимых продаж за счет увеличения среднего чека, как это было в 2008 г., когда инфляция на продукты питания превышала 20 %. Однако стоит отметить, что высокий уровень инфляции в 2007-2008 гг. не оказывал существенного влияния на покупательскую способность населения, так как рост реальных располагаемых доходов находился на высоком уровне (более 10 %) вследствие благоприятных макроэкономических факторов.

Потребительские цены, % год к году



Источник: Росстат

Реальная и номинальная зарплата, % год к году

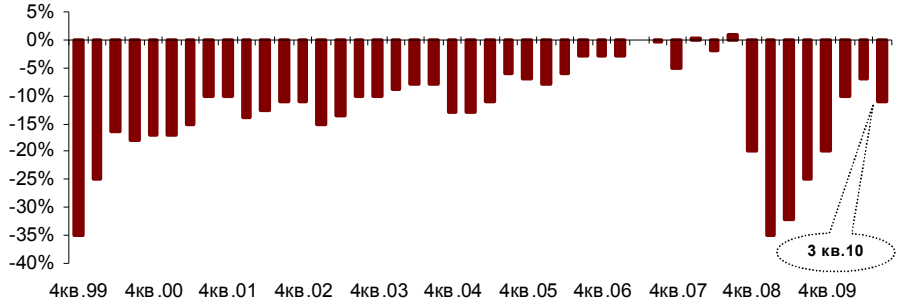


Источник: Росстат

Осень 2010 г. показала, что увеличение инфляции на фоне достаточно слабых макроэкономических показателей вызывает у российских потребителей озабоченность и снижение уверенности.

Данные Росстата указывают, что в 3-м квартале 2010 г. уровень потребительской уверенности населения, демонстрирующий стабильный рост в течение пяти кварталов, вновь снизился. Основным негативным моментом, повлиявшим на снижение уверенности потребителей, на наш взгляд, явилось ускорение инфляции, вызванное резким повышением цен на продукты питания вследствие засухи. Наиболее значительное влияние на ухудшение общей потребительской уверенности оказало снижение ожиданий населения, связанных с изменением экономической ситуации в стране, а также ожиданий изменений в личном материальном положении.

Индекс потребительской уверенности населения



Источник: Росстат

Результаты анализируемых нами компаний потребительского сектора и розничной торговли в 3-м квартале не указывают на снижение потребительского спроса, и даже наоборот – несколько превзошли наши ожидания по темпам роста выручки. Несмотря на это, мы полагаем, что данные Росстата о снижении потребительской уверенности подтверждают наше мнение и комментарии руководства большинства компаний сектора о том, что потребители остаются по-прежнему очень чувствительны к цене. Тренд предпочтения потребителями более дешевых товаров, наблюдаемый с 2-го полугодия 2008 г., вряд ли будет преломлен в ближайшее время.

На этом фоне компаниям потребительского сектора будет сложно полностью переложить рост себестоимости продукции на плечи потребителей без снижения объемов реализации, в то время как ритейлеры будут вынуждены ограничить собственную наценку, для того чтобы не потерять клиентов.

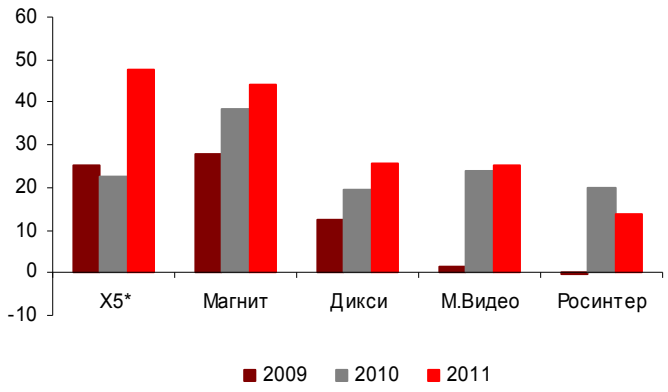
Розничная торговля: основные тенденции

Компании розничной торговли продолжат демонстрировать высокие темпы роста в 2011 г. При этом мы выделяем различные факторы, которые станут основными причинами роста для различных категорий ритейлеров.

Так, мы полагаем, что рост выручки розничных сетей, занимающихся торговлей продуктами питания, будет происходить за счет увеличения торговых площадей и роста инфляции, в то время как ритейлеры непродовольственных товаров и ресторанные сети покажут рост продаж, который будет связан с возобновлением открытий новых торговых точек, постепенным восстановлением общих покупательских трендов, а также эффектом низкой сравнительной базы, наблюдавшейся до 2-й половины 2010 г.

В целом мы уверены, что обе категории ритейлеров покажут существенное ускорение роста в 2011 г., однако дальнейшие перспективы будут связаны в том числе с возможностью удержания темпов увеличения торговых площадей, уровня инфляции в стране, а также с влиянием макроэкономических факторов на покупательскую способность населения.

Динамика продаж X5, Магнит, Дикси, М.Видео, Росинтера (2009-2011 гг.), % год к году



* - включая консолидацию Копейки с 01.01.2011

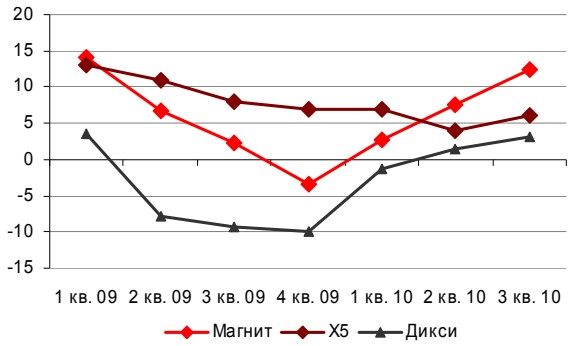
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Рентабельность операторов продуктовой розницы: нет явных причин для роста

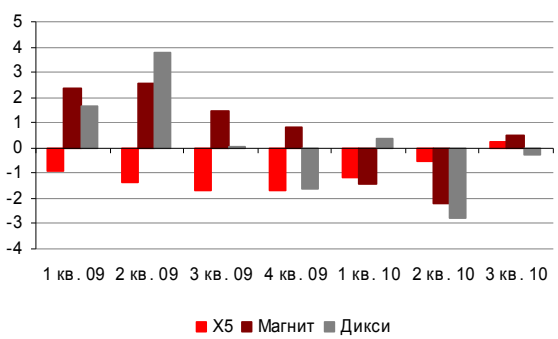
Мы не ожидаем, что показатели рентабельности продуктовых сетей восстановятся до докризисных уровней в ближайшей перспективе.

Мы видим ограниченную возможность для ритейлеров показать увеличение валовой рентабельности. Наоборот, мы ожидаем, что валовая рентабельность компаний розничной торговли продуктами питания будет продолжать находиться под давлением. Политика инвестиций в цену, проводимая всеми ритейлерами продуктов питания в 2009-2010 гг., направленная на увеличение лояльности покупателей, принесла положительные результаты: рост LFL-продаж в магазинах увеличился за счет увеличения трафика.

Динамика LFL продаж продуктовых ритейлеров, год к году, %



Изменение валовой рентабельности продуктовых ритейлеров, год к году, п.п.

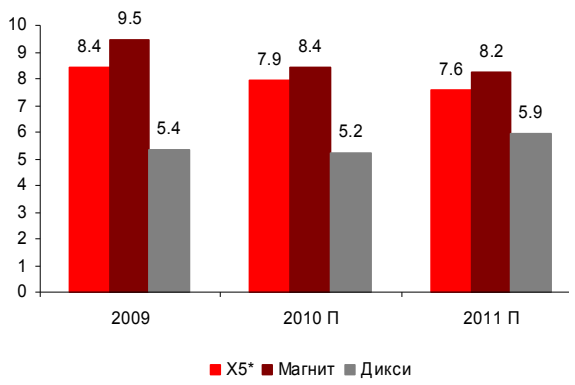


Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

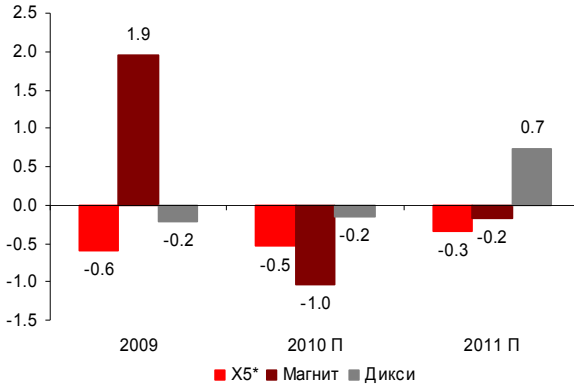
В то же время мы ожидаем, что рост основных операционных расходов ритейлеров (заработная плата, аренда), который оставался сдержанным во время кризиса, ускорится в 2011 г., что не сможет быть полностью компенсировано оптимизацией внутренних процессов. Основными факторами роста операционных расходов являются более высокие ставки аренды для вновь открываемых магазинов, что имеет место на фоне увеличения активности на рынке коммерческой недвижимости, а также повышение социальных взносов с 26 % до 34 % начиная с 2011 г., которое повлечет за собой увеличение расходов на персонал в среднем на 6.5 % в сопоставимом исчислении.

В 2011 г. мы ожидаем небольшое снижение рентабельности EBITDA для X5 и Магнита (на 30 б. п. до 7.6 % и на 20 б.п. до 8.2 % соответственно). В случае с X5 дополнительное негативное влияние на снижение рентабельности EBITDA даст консолидация Копейки начиная с 2011 г., учитывая, что у Копейки более низкий показатель рентабельности, а также единоразовое увеличение операционных расходов, связанных с интеграцией сети в структуру X5. В случае с Дикси мы ждем, что меры по оптимизации операционных расходов перевесят негативный эффект от роста социальных выплат и роста ставок аренды. Мы прогнозируем рост рентабельности EBITDA компании на 70 б.п. до 5.9 % в 2011 г.

Уровень рентабельности EBITDA продуктовых сетей, %



Изменение рентабельности EBITDA продуктовых сетей 2009-11 П, год к году, п.п.



*- включая консолидацию Копейки с 01.01.2011

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Закон «О торговле» не создает большой угрозы для ритейлеров

Опасения по поводу негативного эффекта закона «О торговле» на развитие продуктовых розничных сетей оказались преувеличенными. Вступив в полную силу с августа 2010 г., закон накладывает ограничения на расширение продуктовых розничных сетей в пределах муниципального образования, где рыночная доля сети превышает 25 %, запрещает любые бонусы от поставщиков, кроме скидки за объем, ограниченной 10 % от оборота, а также ограничивает максимальный период отсрочки платежа в зависимости от категории и срока годности товара.

Исходя из методик, разработанных Федеральной антимонопольной службой и Росстатом по расчету объемов региональных розничных рынков продуктов питания, можно сделать вывод, что ограничение рыночной доли 25 % не является препятствием для дальнейшей экспансии ритейлеров. Так, розничные сети не превысили установленную законом предельную долю в 25 %, за исключением нескольких небольших муниципальных районов (Магнит) и Санкт-Петербурга (X5), что было ожидаемым. Одобрение ФАС приобретения X5 сети магазинов «Копейка» лишь с небольшими ограничениями (требуется закрыть или продать менее 30 из почти 700 магазинов сети) является дополнительным доказательством того, что казавшееся суровым антимонопольное положение закона в существующем виде не будет являться серьезным препятствием для развития сетей в ближайшее время.

Мы ожидаем, что другие ограничения закона (касающиеся размера бонусов и сроков платежей) также не окажут существенного влияния на операционные показатели компаний.

Продуктовая розница: наши рекомендации

Мы полагаем, что продуктовые ритейлеры продолжат показывать рост выручки, превосходящий по темпам другие компании потребительского сектора на фоне сохранения агрессивной программы открытий новых магазинов, а также высоких показателях LFL продаж на фоне ускоряющейся инфляции на продукты питания.

Из продуктовых ритейлеров наш фаворит – **X5 Retail Group**. Недавнее приобретение сети «Копейка» единовременно увеличивает торговую площадь магазинов под управлением X5 на 25 %. Ожидаемый синергетический эффект, заключающийся в оптимизации работы магазинов, улучшение закупочных условий, а также экономия на административных расходах должны позитивно сказаться на стоимости X5. Сделка с Копейкой и ускорение органического развития могут стать поводом для сужения дисконта в сравнительной оценке с Магнитом, который составляет 14% по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П. Исходя из нашей оценки компании по методу DCF, целевая цена акций X5 на конец 2011 г. составляет $ 55.0, что подразумевает потенциал роста на 26 %.

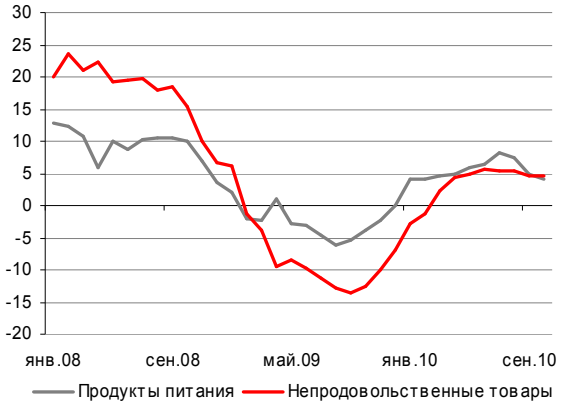
Акции **Дикси** являются самым дешевым билетом на российский рынок розничной торговли продуктами питания. Бумаги компании торгуются с более чем 25%-ным дисконтом к среднему значению мультипликатора 2011П EV/EBITDA развивающихся стран, что отчасти обусловлено низкой ликвидностью акций, а также сравнительно небольшим масштабом компании. Мы полагаем, что после решения проблем с логистикой и повышения уровня сервиса в магазинах до приемлемого уровня в течение 2010 г., в 2011 г. Дикси сможет существенно оптимизировать операционные расходы, что приведет к росту рентабельности по EBITDA на 70 б.п. до 5.9 % при росте продаж компании на 26 %. По нашей DCF-оценке, целевая цена для акций компании составляет $ 16.8, что обеспечивает потенциал роста в 30 %. Мы рекомендуем «покупать» акции Дикси.

Несмотря на сильные фундаментальные показатели **Магнита**, мы полагаем, что они уже полностью учтены в текущей стоимости акций. GDR компании торгуются с премией в 34 % по отношению к аналогам из развивающихся стран, что, на наш взгляд, является справедливым, учитывая более высокие темпы роста компании (мы прогнозируем рост продаж на 39 % в 2010 г. и на 44 % в 2011 г.), а кроме того, тот факт, что GDR Магнита включены в состав индексов MSCI Russia и MSCI EM. Мы рекомендуем «держать» GDR и локальные акции Магнита с целевой ценой на конец 2011 г. в $ 31.3 и $ 136 соответственно.

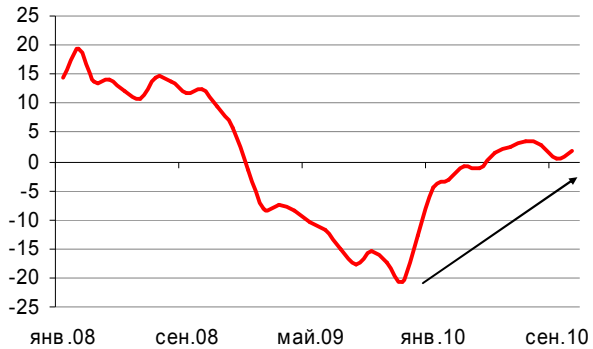
Непродуктовая розница, ресторанные сети

Сокращение потребления в период кризиса стало особенно чувствительным для операторов торговли товарами, не являющимися предметами первой необходимости. Основываясь на данных Росстата, в 2009 г. динамика продаж непродовольственных товаров в реальном выражении снизилась на 8 % г-к-г, в то время как оборот общественного питания обвалился более чем на 13 % г-к-г в сопоставимых ценах.

Динамика розничных продаж в натуральном выражении, год к году, %



Динамика оборота общественного питания в натуральном выражении, год к году, %



Источник: Росстат

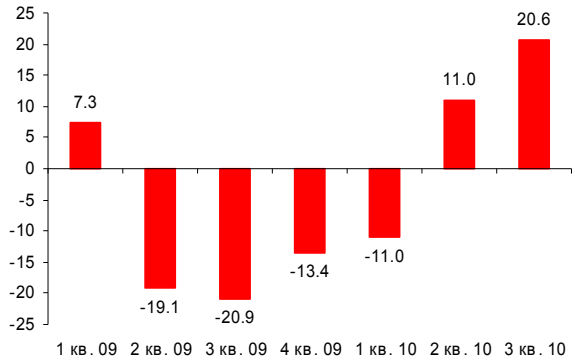
Значительное сокращение продаж непродовольственных товаров в 2009 г. и слабая динамика восстановления рынка до середины 2010 г. оказывали негативное влияние на продажи компаний, работающих в этой сфере. Начиная со 2-й половины 2010 г. восстановление покупательской активности в непродовольственной рознице активизировалось. Акции М.Видео и Росинтера – одни из немногих инструментов инвестиций в восстановление потребления товаров, не являющихся предметами первой необходимости. По мере восстановления покупательского спроса и активизации открытий новых торговых площадей мы ожидаем, что обе компании покажут существенное ускорение роста в следующим году.

Продажи электроники и бытовой техники сократились в 2009 г. на 25-30 % вследствие снижения уровня доходов населения, ограничения потребительского кредитования и ряда прочих факторов. Сочетание восстановления роста LFL-продаж **М.Видео** (рост

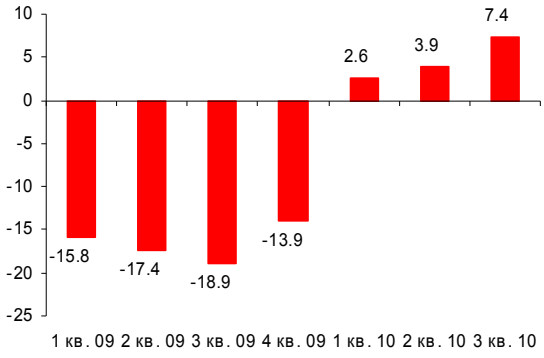
сопоставимых продаж составил 5 % за 9 месяцев 2010 г. против снижения на 12 % в 2009 г.) вместе с существенным ускорением открытий новых магазинов с 20 в прошлом году (нетто) до 40 магазинов в текущем году создают отличную платформу для роста продаж в следующие годы. По нашим расчетам, ежегодный рост продаж компании составит в среднем 23 % в горизонте 2010-2012П. Мы рекомендуем «покупать» акции М.Видео с целевой ценой $ 11.0 на конец 2011 г. и потенциалом роста в 22 % к текущим уровням.

После провального 2009 г., когда число посетителей ресторанов **Росинтера** резко сократилось (падение LFL-выручки достигало 19 % в 3-м квартале 2010 г.), возвращение посетителей, а также планы по открытию около 30 новых собственных ресторанных точек в 2011 г. должны привести к восстановлению выручки и существенному улучшению рентабельности. Мы прогнозируем среднегодовой рост выручки Росинтера в горизонте 2010П-2012П на 17 %, при увеличении рентабельности EBITDA с 11.0 % в 2010П до 12.8 % в 2012П, за счет снижения доли фиксированных расходов. Среднедневной оборот акциями Росинтера составляет в среднем $ 0.03 тыс., что делает Росинтер одной из самых низколиквидных компаний потребительского сектора. Мы считаем, что проблема низкой ликвидности добавляет волатильность акциям эмитента в краткосрочном периоде, а в долгосрочном горизонте может сдерживать рост котировок. Мы рекомендуем «держать» акции Росинтера с целевой ценой $ 23.0 на конец 2011 г. и потенциалом роста на 6 % к текущим уровням.

Динамика сопоставимых продаж М.Видео, %



Динамика сопоставимой выручки Росинтера



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Потребительский сектор

Мы полагаем, что в условиях сдержанного роста потребления в 2011 г. на фоне высоких темпов инфляции и слабого восстановления макроэкономических показателей при рассмотрении основных инвестиционные идей в потребительском секторе нужно в большей степени учитывать особенности отдельных компаний, нежели исходить из общих тенденций сектора.

Нашей основной инвестиционной идеей в потребительском секторе являются акции **Синергии**. Мы отмечаем способность компании показывать высокий рост объемов (+11 % за первые 9 месяцев и +16 % в 3-м квартале 2010 г.) за счет ключевых брендов, наличия собственной сильной дистрибьюторской платформы, расширения высокомаржинальных экспортных операций, а также возможностей для дальнейшей консолидации торговых марок на российском рынке. Акции компании торгуются с дисконтом в 45 % по отношению к своим аналогам с развивающихся рынков по показателям EV/EBITDA и P/E 2011 г., мы рекомендуем «покупать» акции Синергии, которые имеют потенциал роста на 27 % к нашей целевой цене.

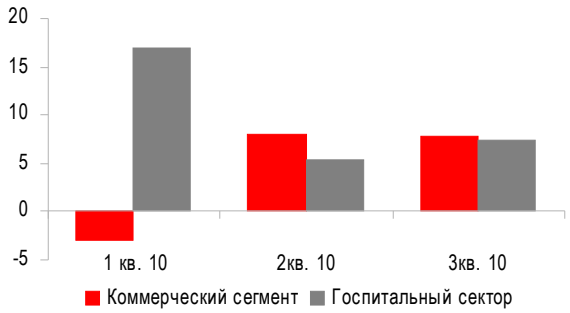
Мы рекомендуем «держать» акции **Вимм-Билль-Данна**. После объявления о сделке по приобретению 66 % акций ВБД PepsiCo за $ 3.8 млн акции компании торгуются, не опираясь на фундаментальные показатели. Наша целевая цена в $ 33 за АДР соответствует цене, по которой PepsiCo будет выкупать акции у остальных акционеров компании. Получение всех необходимых для сделки одобрений регулирующих органов ожидается в феврале-марте 2011 г., после чего будет объявлен выкуп акций у миноритариев.

Несмотря на то что по оценке акций **Калины** по методу DCF потенциал роста котировок компании составляет 28 % и нашу рекомендацию «покупать», мы ожидаем, что рост акций компании может быть сдержан незначительным вниманием инвесторов к бумаге из-за низкой ликвидности. Также в краткосрочной перспективе рост котировок может сдерживать предстоящий выкуп 34 % акций компании в рамках программы по обратному выкупу, которая, как планируется, будет проходить с 14 февраля по 30 марта 2011 г.

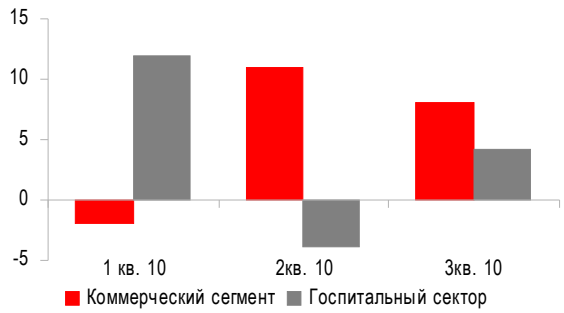
Фармацевтический сектор

В 2010 г. рост фармацевтического рынка как в денежном выражении, так и в упаковках достаточно сдержанным по сравнению с прошлыми годами. Основной рост рынка за 9 месяцев 2010 г. происходил за счет роста госпитального сегмента (+9 % в рублях), объем рынка ДЛО вырос на 15 %, в то время как коммерческий рынок показал рост лишь в скоромные 3 %. Динамика сегмента парафармацевтики находится по-прежнему в отрицательной зоне, падение продаж составляет около 4 %.

Динамика фармацевтического рынка в денежном выражении, год к году, %



Динамика фармацевтического рынка в упаковках, год к году, %



Источник: Фармэксперт

В 2010 г. дистрибьюторы фармацевтической продукции столкнулись с обострением ценовой конкуренции на фоне вступления в действие новых правил ценообразования на жизненно-важные препараты и нового порядка формирования как оптовых, так и розничных цен. Данные факторы негативно сказались на показателях рентабельности дистрибьюторов и аптечных сетей, однако не повлияли на рентабельность фармпроизводителей.

Среди средне- и долгосрочных факторов, способствующих развитию фармацевтического рынка, мы выделяем замедление роста цен, что должно позитивно сказаться на общем росте потребления лекарств, повышение расходов государства на программу ДЛО, а также общие меры, направленные на совершенствование качества и доступности медицинских услуг. Негативным фактором для фармацевтических компаний является введение ограничений на работу медицинских представителей с врачами в вопросах продвижения препаратов.

Несмотря на то что мы видим долгосрочный потенциал роста российского фармацевтического рынка, на наш взгляд, при текущих уровнях акции фармацевтических производителей уже справедливо оценены рынком.

Мы рекомендуем «держать» акции **Фармстандарта** с целевой ценой в $ 30.0 на конец 2011 г. GDR Фармстандарта торгуются на уровне 11.0x 2011П EV/EBITDA, что соответствует оценке иностранных производителей дженериков, а также премии в 60 % к производителям оригинальных препаратов. Мы полагаем, что потенциал роста продаж собственных препаратов компании в коммерческом сегменте, а также по государственным программам уже по большей части учтен рынком в текущих котировках.

Мы рекомендуем «держать» акции Верофарма с расчетной ценой на конец 2011 г. в $ 50 за акцию, подразумевающую потенциал роста на 16 %. Верофарм представляет наиболее дешевый вход для инвесторов на фармацевтический рынок. Акции компании торгуются с 44%-ным дисконтом по мультипликаторам 2011 EV/EBITDA и P/E по сравнению с иностранными производителями дженериков. Однако, на наш взгляд, рост котировок Верофарма ограничен низкой ликвидности акций, а также тесной связью с основным акционером – Аптечной сетью 36.6, которая по-прежнему испытывает проблемы с высокой долговой нагрузкой и слабыми операционными показателями. Выход Аптечной сети 36.6 из состава акционеров Верофарма путем продажи акций компании стратегическому инвестору может стать внешним катализатором для бумаг Верофарма.

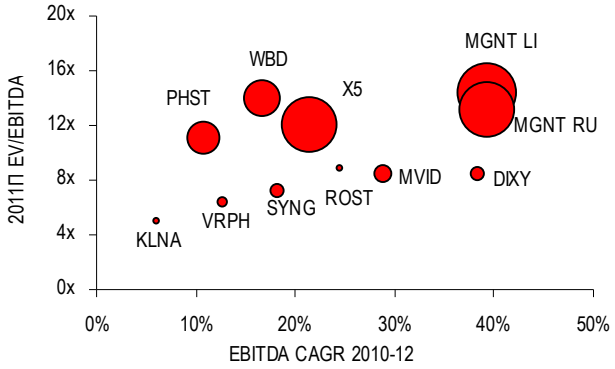
Сравнительная оценка

Сравнительная оценка компаний потребительского сектора

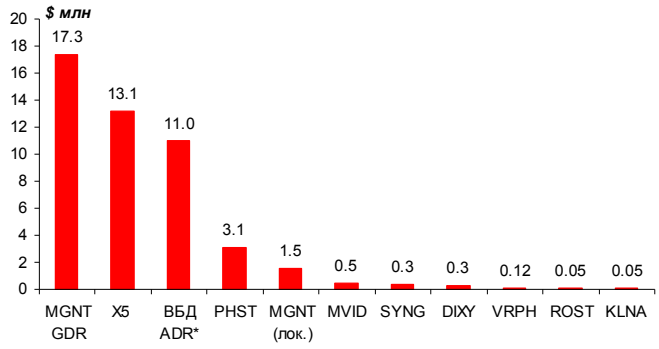
	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12CAGR,%		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
X5 Retail Group	43.7	11 857	32.5	25.9	18.2	14.5	12.0	9.9	1.1	0.9	0.7	34%	21%	23%
Магнит (GDR)	28.5	12 679	36.0	29.0	20.8	20.4	14.4	10.5	1.7	1.2	0.9	31%	39%	40%
Магнит (локальные акции)	129.0	11 478	32.6	26.2	18.9	18.6	13.1	9.6	1.6	1.1	0.8	31%	39%	40%
Дикси	12.9	1 109	NM	30.4	14.3	12.2	8.4	6.3	0.6	0.5	0.4	NM	38%	24%
М.Видео	9.0	1 618	26.9	20.0	14.1	10.6	8.4	6.3	0.5	0.4	0.3	38%	29%	23%
Росинтер	21.8	355	26.6	18.3	13.0	11.0	8.8	7.0	1.2	1.1	0.9	43%	25%	17%
Вимм-Билль-Данн	31.9	5 620	36.7	28.1	22.6	16.2	13.9	11.9	2.0	1.8	1.6	27%	17%	12%
Фармстандарт	27.0	4 080	18.0	15.9	14.2	12.3	11.0	10.0	4.5	4.0	3.7	13%	11%	10%
Верофарм	43.3	433	10.3	8.8	7.8	7.1	6.3	5.6	2.4	2.1	1.9	14%	13%	13%
Синергия	43.3	944	12.6	10.6	8.7	8.5	7.1	6.1	1.5	1.3	1.2	20%	18%	13%
Калина	25.0	244	9.8	7.3	6.3	5.7	4.9	4.5	0.6	0.5	0.5	16%	6%	9%
Российский потребсектор - среднее значение			***24.1***	***20.1***	***24.2***	***12.4***	***9.9***	***12.5***	***1.6***	***1.4***	***1.2***	***26%***	***22%***	***19%***

Мы ожидаем, что продуктовые сети будут продолжать торговаться с премией к российскому потребительскому сектору. Это обуславливается более высокими темпами роста финансовых показателей, большим потенциалом рынка на фоне увеличения проникновения современных форматов торговли, а также большей ликвидностью акций. Так, средний дневной оборот по акциям Магнита и X5 в несколько раз превышает оборот всех других компаний вместе взятых.

Сравнительная оценка компаний потребительского сектора по мультипликатору '11 EV/EBITDA 2010-2012 П CAGR



Среднедневной оборот по акциям компаний потребительского сектора за последние 50 дней, $ млн



* - среднедневной объем торгов ADR Вимм-Билль-Данна показан до даты объявления сделки с PepsiCo

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

После завершения сделки по приобретению Вимм-Билль-Данна компанией PepsiCo (ожидается в течение 2-4 месяцев) и ухода с фондового рынка АДР и акций ВБД (АДР компании наряду с ритейлерами являлись самым торгуемым инструментом – средний ежедневный оборот бумаг на NYSE составлял более $ 10 млн) мы ожидаем, что инвесторы могут переключить свое внимание на другие компании потребительского сектора и розничной торговли, что потенциально может привести к переоценке бумаг сектора. Возможными бенефициарами перераспределения инвестиционных потоков могут стать акции X5 и Магнита (как наиболее ликвидные бумаги), а из акций FMCG производителей инвесторов могут заинтересовать бумаги Синергии.

Рекомендации

По результатам пересмотра наших оценок лучшими идеями в секторе являются акции ритейлеров. Нашими фаворитами среди розничных компаний являются акции X5, Дикси и М.Видео. Из компаний потребительского сектора мы обращаем внимание на акции Синергии и Калины. Мы рекомендуем «держать» акции Магнита, Росинтера, Фармстандарта и Верофарма. Также мы рекомендуем «держать» ADR Вимм-Биль-Данна: наша целевая цена в $ 33 за АДР соответствует цене, по которой PepsiCo будет осуществлять выкуп акций у миноритариев.

	Текущая цена, $	Целевая цена, $	Потенциал роста, %	Рекомендация	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012	P/E 2011	P/E 2012
X5	43.7	55.0	26%	Покупать	12.0	9.9	25.9	18.2
Магнит (GDR)	28.5	31.3	10%	Держать	14.4	10.5	29.0	20.8
Магнит (локальные)	129.0	136.0	5%	Держать	13.1	9.6	26.2	18.9
Дикси	12.9	16.8	30%	Покупать	8.4	6.3	30.4	14.3
М.Видео	9.0	11.0	22%	Покупать	8.4	6.3	20.0	14.1
Росинтер	21.8	23.0	6%	Держать	8.8	7.0	18.3	13.0
Синергия	43.3	55.0	27%	Покупать	7.1	6.1	10.6	8.7
Вимм-Билль-Данн	31.9	33.0	3%	Держать	13.9	11.9	28.1	22.6
Фармстандарт	27.0	30.0	11%	Держать	11.0	10.0	15.9	14.2
Верофарм	43.3	50.0	16%	Держать	6.3	5.6	8.8	7.8
Калина	25.0	32.0	28%	Покупать	4.9	4.5	7.3	6.3

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Макроэкономические прогнозы

Для прогнозирования розничной выручки и финансовых показателей, анализируемых нами компаний, мы используем следующие макроэкономические предпосылки:

Макроэкономические прогнозы	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
ВВП										
реальный, % год к году	8.5	5.2	-7.9	3.8	4.1	4.5	6.0	5.8	5.5	5.0
номинальный, млрд руб.	33 248	41 429	39 101	45 279	52 342	60 455	70 611	82 615	95 834	110 209
% год к году	23.5	24.6	-5.6	15.8	15.6	15.5	16.8	17.0	16.0	15.0
Инфляция										
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	11.9	13.3	8.8	8.5	10.5	9.0	8.5	6.0	5.5	5.0
% среднегодовой	9.1	14.1	11.8	7.0	8.6	9.8	8.8	7.3	5.8	5.3
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	25.1	-7.0	13.9	12.0	11.0	9.0	8.0	6.0	5.5	5.0
% среднегодовой	14.2	21.4	-7.2	13.5	11.5	10.0	8.5	7.0	5.8	5.3
Заработная плата										
Номинальная, руб. в месяц	13 593	17 290	18 638	20 875	23 484	27 006	31 327	36 027	41 070	46 409
% год к году	27.8	27.2	7.8	12.0	12.5	15.0	16.0	15.0	14.0	13.0
Реальная, % год к году	17.2	11.5	-3.5	3.9	3.8	5.3	7.3	7.8	8.3	7.8
Розничная торговля										
индекс физического оборота, % год к году	16.1	13.5	-4.9	4.5	5.0	8.0	10.0	10.0	9.5	9.0
млрд руб.	10 869	13 920	14 603	16 282	18 496	21 779	25 863	30 324	34 949	39 929

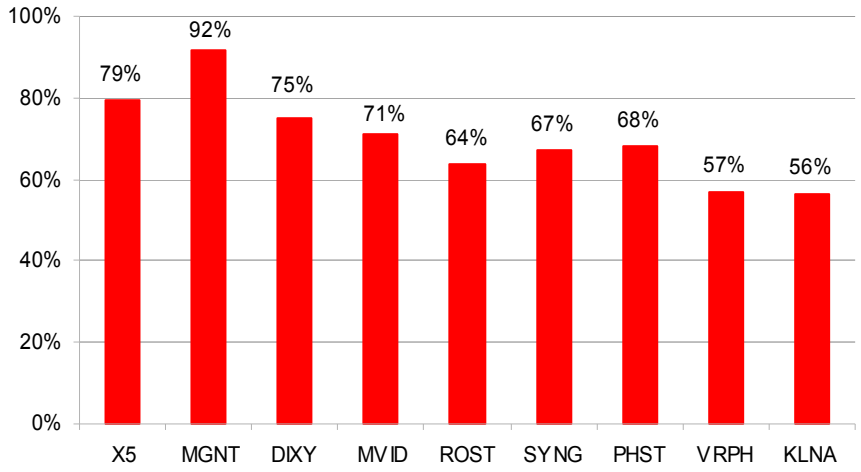
Источники: Росстат, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы строим финансовые модели в рублях, однако переводим наши рублевые прогнозы в доллары для компаний, которые публикуют свою отчетность в долларах США (X5, Магнит, Вимм-Билль-Данн), для более понятного сравнения наших ожиданий с фактическими данными, используя фиксированный курс ($ 1=30 руб.).

Методика оценок

Для расчета наших целевых цен по акциям компаний мы используем оценку на основе метода DCF. Наши DCF-модели для всех компаний построены в горизонте шести лет (до 2016 г.). Мы отмечаем, что для компаний розничной торговли, находящихся в активной фазе роста и планирующих в ближайшие годы направлять значительные потоки от операционной деятельности на свое дальнейшее развитие, оценка по методу DCF предполагает, что большую часть текущей стоимости компании составляет приведенная конечная стоимость (наибольшая доля стоимости находится в постпрогнозном периоде по методу DCF у компаний розничной торговли продуктами питания). Эта особенность делает оценку компаний по методу DCF крайне чувствительной к предпосылкам, закладываемым в постпрогнозный период (темпы роста в постпрогнозный период, а также уровень рентабельности в последний прогнозный период).

Соотношение приведенной конечной стоимости и дисконтированного денежного потока в общей оценке компаний по методу DCF



Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Для проверки корректности наших оценок по DCF мы также оценили акции ритейлеров на основе мультипликаторов. Для сравнительных оценок мы используем мультипликаторы 2010 P/E и EV/EBITDA аналогов с развивающихся рынков, скорректировав их с применением определенной премии или дисконта для каждой из анализируемых нами компаний исходя из наших оценок потенциала роста, рисков, а также ликвидности акций.

Расчет целевых цен для акций компаний розничной торговли на основе метода сравнительной оценки представлен в таблице ниже.

Расчет целевых цен акций компаний розничной торговли на основе метода сравнительной оценки

	X5	Магнит (GDR)	Магнит (акц.)	Дикси	М.видео	Росинтер
Оценка на основе сравнительного анализа						
Мультипликатор аналогов '10 EV/EBITDA, x	14.1	14.1	14.1	14.1	8.7	12.3
Премия / (дисконт), %	10%	20%	10%	-10%	20%	-20%
Целевой мультипликатор '11 EV/EBITDA, x	15.5	16.9	15.5	12.7	10.4	9.8
Целевая цена на основе сранительной оценки по мультипликатору EV/EBITDA, $	**60.4**	**32.1**	**146.0**	**21.3**	**11.2**	**25.1**
Мультипликатор аналогов '10 P/E, x	23.5	23.5	23.5	23.5	17.5	28.9
Премия / (дисконт), %	10%	20%	10%	-10%	20%	-20%
Целевой мультипликатор '11 P/E, x	25.9	28.2	25.9	21.2	21.0	23.1
Целевая цена на основе сранительной оценки по мультипликатору P/E, $	**43.6**	**27.8**	**127.3**	**9.0**	**9.5**	**27.5**
Целевая цена на основе сравнительной оценки, $/акцию	**52.0**	**29.9**	**136.6**	**15.1**	**10.3**	**26.3**
Целевая цена на основе DCF, $/акцию	**55.0**	**31.3**	**136.0**	**16.8**	**11.0**	**23.0**
Разница между оценкой на основе DCF, %	*-5%*	*-4%*	*0%*	*-10%*	*-6%*	*14%*

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка на основе сравнительных мультипликаторов в целом подтверждает наши целевые цены, рассчитанные на основе метода DCF. Наибольшее расхождение с DCF-оценкой имеют акции Дикси (разница -10 %), а также акции Росинтера (разница +14 %).

X5 Retail Group:
Сделка с Копейкой добавляет стоимость и поддерживает рост

X5 Retail Group – наш фаворит среди продуктовых ритейлеров. Недавнее приобретение сети «Копейка» единовременно увеличивает торговую площадь магазинов под управлением X5 на 25 %. Ожидаемый синергетический эффект, заключающийся в оптимизации работы магазинов, улучшении закупочных условий, а также экономии на административных расходах, должен позитивно сказаться на стоимости X5. Сделка с Копейкой и ускорение органического развития могут стать поводом для сужения дисконта в сравнительной оценке с Магнитом, который составляет 14 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П. Мы рекомендуем «покупать» GDR X5 Retail Group с целевой ценой на конец 2011 г. на уровне $ 55, что предусматривает потенциал роста на 26 %.

В начале декабря X5 объявила о покупке сети магазинов «Копейка». Сумма сделки составила 51.5 млрд руб. ($ 1.65 млрд), включая долг в $ 530 млн. Бизнес Копейки был оценен по мультипликаторам 12.5x EV/EBITDA 2010 г., что предполагает дисконт в 13 % к оценке самой X5 на момент сделки. Основным источником финансирования сделки станет 5-летний кредит Сбербанка в размере 30 млрд руб. Процентная ставка по кредиту, по нашим оценкам, может составлять около 7.5 % годовых.

Благодаря приобретению Копейки торговая площадь магазинов под управлением X5 увеличивается на 25 %, а прирост к выручке составит 19 % в 2010 г., что позволит X5 прочно закрепить позиции лидера на российском розничном рынке. Учитывая также, что в 2011 г. X5 планирует увеличить число органических открытий магазинов, рост консолидированной выручки и EBITDA компании в следующем году может составить 48 % и 41 % соответственно.

На наш взгляд, данная сделка увеличит стоимость компании для акционеров благодаря синергетическому эффекту. Масштабы бизнеса X5 Retail Group и успешный опыт интеграции приобретаемых активов должны улучшить операционные показатели Копейки, как только она будет полностью интегрирована в структуру X5. Эффект от слияния будет уже заметен в 2011 г., а полного масштаба достигнет к 2012-2013 гг. Ближе к 2012 г. X5 намеревается перевести все магазины Копейки под вывеску «Пятерочка». По нашим расчетам, оптимизация работы магазинов Копейки, улучшение закупочных условий, а также экономия на административных расходах позволит повысить рентабельность магазинов сети по EBITDA с 6.4 % в 2009 г. до 7.3 % в 2012 г. В 2012 г. бизнес Копейки принесет $ 240 млн EBITDA.

Мы также отмечаем, что помимо положительного долгосрочного синергетического эффекта интеграция Копейки может вызвать краткосрочные риски. По размеру своего бизнеса Копейка существенно превышает Патэрсон и Карусель. Широкая география магазинов, хорошо развитая логистическая инфраструктура Копейки могут потребовать больше времени для интеграции операций двух сетей, чем было запланировано изначально.

С приобретением Копейки X5 не останавливает свое органическое развитие. Компания планирует существенное увеличение открытий магазинов в будущем году. Хотя детальный план по открытиям новых магазинов X5 представит в конце декабря, после одобрения Наблюдательным советом, мы закладываем в нашу модель открытие 310 дискаунтеров, 20 супермаркетов и 12 гипермаркетов в следующем году, что позволит органически увеличить выручку сети на 25 % год к году.

Сделка с Копейкой и увеличение органического развития незначительно увеличат долговую нагрузку X5, при этом она останется на приемлемом уровне. На конец 2010 г. чистый долг компании вырастет до $ 3.2 млрд, а соотношение чистого долга и EBITDA, по нашим оценкам, составит 3.1x (исходя из про-формы), а через год снизится до 2.5x.

Котировки акций X5 отстали от роста акций Магнита с начала года на 43 %. X5 сейчас торгуется на уровне 12.0x 2011П EV/EBITDA, что предусматривает дисконт в размере 17 % по отношению к акциям Магнита. Приобретение Копейки, а также ускорение открытий новых магазинов в 2011 г. должно снять вопросы у инвесторов относительно способности компании показывать сравнимые с Магнитом темпы роста бизнеса. Ускорение развития X5 может быть одним из поводов для сужения дисконта в сравнительной оценке с Магнитом.

Собственные операционные показатели X5 продолжают оставаться сильными.

Основные данные

Код LSE	FIVE
Цена акции $	43.66
Капитализация $ млн	11 857
EV $ млн	15 103
Целевая цена $	55.0
Потенциал %	26%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П*	2011 П	2012 П
Выручка	13 374	16 702	20 240
EBITDA	1 040	1 260	1 533
Чистая прибыль	365	457	651
EV/EBITDA	14.5	12.0	9.9
EV/S	1.1	0.9	0.7
P/E	32.5	26.0	18.2
Рентабельность			
По EBITDA	*7.8%*	*7.5%*	*7.6%*
Чистая	*2.7%*	*2.7%*	*3.2%*

*) Включая показатели Копейки

Акционеры

	Доля
Альфа Групп	47.9%
основатели сети "Пятерочка"	23.1%
менеджмент X5	1.9%
казначейские акции	0.1%
free float	27.0%

Дискаунтеры «Пятерочка» (более 50 % от общих продаж сети) продолжают показывать блестящие результаты, выраженные в стабильно высоком росте LFL-продаж (сопоставимые продажи формата выросли на 12 % за 9 месяцев 2010 г.). Мы прогнозируем, что общий рост розничных продаж в этом формате в 2010 г. превысит 27 % против общего роста выручки X5 в 23 %.

Мы ожидаем, что высокая инфляция в 2011 г. прежде всего отразится на сильных показателях сопоставимых продаж дискаунтеров, в то время как улучшение в гипермаркетах и супермаркетах может задержаться, так как покупатели по-прежнему будут предпочитать магазины с невысокими ценами.

Мы прогнозируем небольшое снижение рентабельности X5 по EBITDA в 2011 году на 30 б.п. (исходя из проформы) в связи с увеличением операционных расходов как процента от выручки в связи ростом расходов на оплату труда, арендных платежей, а также расходов на интеграцию Копейки.

Оценка. Исходя из нашей оценки компании по методу DCF, целевая цена акций X5 на конец 2011 г. составляет $ 55.0, что подразумевает потенциал роста в 26 %. Акции X5 торгуются с премией 16 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П к аналогам из развивающихся стран и с дисконтом в 14 % по отношению к GDR Магнита.

Риски. Основными рисками, на наш взгляд, являются усиление конкуренции на основных рынках (Москва, Санкт-Петербург), сильный рост арендных ставок и заработной платы, а также риски, связанные с интеграцией Копейки.

X5 Retail Group: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн руб.	2010 П*	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal year
Выручка	404 713	501 064	607 206	713 249	820 979	936 716	1 057 953	1 121 430
Темп роста (%)		*25%*	*21%*	*19%*	*17%*	*15%*	*14%*	*6%*
EBITDA	**31 462**	**37 795**	**46 000**	**56 015**	**65 240**	**75 751**	**86 211**	**91 384**
Рентабельность (%)	*7.8%*	*7.5%*	*7.6%*	*7.9%*	*7.9%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*
EBIT	**21 675**	**27 117**	**33 503**	**41 867**	**49 424**	**58 188**	**66 828**	**70 838**
Рентабельность (%)	*5.4%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.9%*	*6.0%*	*6.2%*	*6.3%*	*6.3%*
-Налоги на EBIT	6 751	7 593	8 711	10 467	12 356	14 547	16 707	17 710
NOPAT	**14 924**	**19 524**	**24 792**	**31 401**	**37 068**	**43 641**	**50 121**	**53 129**
+ Амортизация	9 787	10 678	12 497	14 148	15 816	17 564	19 383	19 383
- Капвложения	(62 301)	(27 177)	(29 002)	(31 499)	(33 886)	(36 235)	(38 549)	(19 383)
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 386	7 978	9 162	9 353	9 600	10 316	10 804	5 724
Чистый денежный поток	**(35 204)**	**11 003**	**17 449**	**23 402**	**28 598**	**35 285**	**41 759**	**58 852**

*) Про-форма, включая денежный потоки Копейки за весь 2010 год

Основные предположения

WACC	13.1%
Конечный темп роста	**6.0%**
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	30.0%
Бэта*	1.20
Бэта с учетом долга	1.61
Стоимость капитала	**16.0%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**13.1%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	108 654
Конечная стоимость	880 013
Приведенная конечная стоимость	420 696
Стоимость денежных потоков	529 350
Чистый долг (наличность)	97 395
Чистая стоимость компании	431 955
Количество GDR (млн.)	271.3
Стоимость GDR на конец 2011 г., руб	**1 592**
Целевая стоимость GDR на конец 2011 г., $	**55.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC) 10.1%	11.1%	12.1%	**13.1%**	14.1%	15.1%	16.1%
7.5%	151.0	109.0	86.0	70.0	59.0	51.0	45.0
7.0%	126.0	96.0	77.0	64.0	55.0	48.0	43.0
6.5%	109.0	85.0	70.0	59.0	51.0	45.0	40.0
6.0%	95.0	77.0	64.0	**55.0**	48.0	42.0	38.0
5.5%	85.0	70.0	59.0	51.0	45.0	40.0	36.0
5.0%	76.0	64.0	55.0	48.0	42.0	38.0	34.0
4.5%	69.0	59.0	51.0	45.0	40.0	36.0	33.0

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Финансовые показатели X5 Retail Group, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

в $ млн	2009	2010 П*	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**8 717**	**13 374**	**16 702**	**20 240**	**23 775**	**27 366**	**31 224**	**35 265**
Операционные расходы	7 981	12 335	15 442	18 707	21 908	25 191	28 699	32 391
Амортизация	268	323	356	417	472	527	585	646
Операционная прибыль	468	716	904	1 117	1 396	1 647	1 940	2 228
EBITDA	**736**	**1 040**	**1 260**	**1 533**	**1 867**	**2 175**	**2 525**	**2 874**
Чистые процентные расходы	154	176	258	226	202	146	88	30
Прочие расходы (доходы)	50	9	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	264	531	646	891	1 194	1 502	1 851	2 198
Налоги на прибыль	99	167	190	240	307	383	470	556
Доля миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**165**	**365**	**457**	**651**	**888**	**1 119**	**1 382**	**1 642**

*) про-форма, включая Копейку с 1 января 2010 года

Баланс

в млн руб.	2010 П**	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	332	261	278	280	292	587	1 073
Дебиторская задолженность	532	668	810	951	1 095	1 249	1 411
Запасы	951	1 193	1 446	1 698	1 955	2 230	2 519
Прочие оборотные активы	308	375	447	518	590	668	749
Основные средства	3 967	4 542	5 117	5 720	6 348	6 995	7 659
Прочие внеоборотные активы	2 930	3 001	3 079	3 169	3 272	3 392	3 528
Итого активы	**9 020**	**10 040**	**11 176**	**12 337**	**13 551**	**15 120**	**16 939**
Кредиторская задолженность	2 236	2 770	3 357	3 944	4 542	5 184	5 856
Краткосрочный долг	377	408	272	205	164	120	120
Прочие краткосрочные обязательства	829	1 005	1 189	1 379	1 574	1 784	2 003
Долгосрочный долг	3 202	2 957	2 740	2 232	1 502	800	0
Прочие долгосрочные обязательства	281	347	414	486	561	642	727
Капитал и резервы	2 096	2 553	3 203	4 091	5 210	6 591	8 233
Итого пассивы	**9 020**	**10 040**	**11 176**	**12 337**	**13 551**	**15 120**	**16 939**

**) Консолидированный, включая Копейку

Отчет о движении денежных средств

в млн руб.	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	457	651	888	1 119	1 382	1 642
Амортизация	356	417	472	527	585	646
Изменение оборотного капитала	266	305	312	320	344	360
Прочее	-5	-11	-19	-27	-38	-52
Денежные потоки от операций	**1 073**	**1 361**	**1 652**	**1 938**	**2 273**	**2 596**
Капиталовложения	-931	-992	-1 075	-1 155	-1 233	-1 310
Прочие доходы (инвестиции)						
Денежные потоки от инвестиций	**-931**	**-992**	**-1 075**	**-1 155**	**-1 233**	**-1 310**
Свободные денежные потоки	**142**	**370**	**577**	**784**	**1 040**	**1 286**
Изменение долга	-213	-353	-575	-772	-745	-800
Выпуск акций	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные потоки	**-71**	**16**	**2**	**12**	**295**	**486**

Магнит:
Впечатляющий рост уже учтен в цене

Несмотря на сильные фундаментальные показатели Магнита, мы полагаем, что они уже полностью учтены в текущей стоимости акций. GDR компании торгуются с премией по отношению к аналогам из развивающихся стран, что, на наш взгляд, является справедливым, учитывая более высокие темпы роста компании (мы прогнозируем рост продаж на 39 % в 2010 г. и на 44 % в 2011 г.), а кроме того, тот факт, что GDR Магнита включены в состав индексов MSCI Russia и MSCI EM. Мы рекомендуем «держать» GDR и локальные акции Магнита с целевой ценой на конец 2011 г. в $ 31.3 и $ 136 соответственно.

GDR Магнита показали один из самых лучших результатов по итогам года на российском фондовом рынке, продемонстрировав рост на 80 % с начала года, что отражает амбициозные планы органического развития компании. Свои собственные прогнозы по открытиям магазинов компания пересматривала три раза в течение года в сторону увеличения. Инвестиционная программа Магнита в $ 1.2 млрд в 2010 г., предусматривающая открытие 800 новых дискаунтеров и более 25 гипермаркетов, поставила рекорд инвестиций в органическое развитие среди ритейлеров.

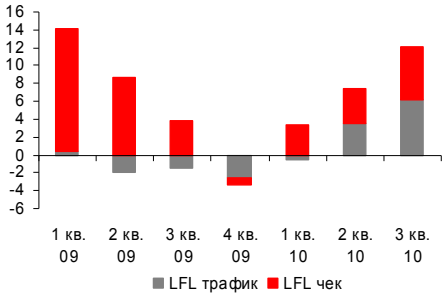
Инвестиции в снижение цен в отдельных магазинах, где чувствовалось негативное влияние конкуренции со стороны других игроков, дали позитивный эффект. LFL-продажи сети выросли с -3.4 % в 4-м квартале 2009 г. до 12.4 % в 3-м квартале 2010 г., а рост выручки Магнита вернулся вплотную к предкризисным значениям. Агрессивное органическое развитие в сочетании с высокими показателями сопоставимых продаж делает Магнит одним из самых быстрорастущих ритейлеров в мире.

Принимая во внимания тот факт, что уровень потребления в России пока еще не окреп достаточно после кризиса, а инфляция на продукты питания высока, мы полагаем, что дискаунтеры Магнита сохраняют хорошую возможность удерживать высокие показатели LFL-продаж за счет роста чека в дальнейшем.

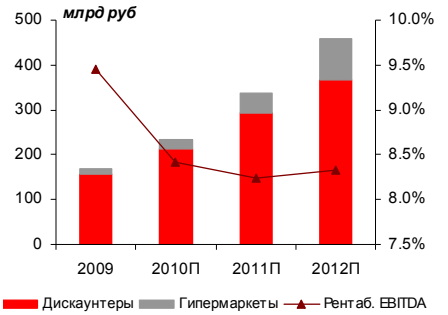
Созревание магазинов, открытых в 2010 г., а также сохранение высоких планов по открытию новых магазинов (700 дискаунтеров и 55-60 гипермаркетов) в следующем должно обеспечить рост выручки компании на уровне 44 % в рублях в 2011 г.

На наш взгляд, акции Магнита будут продолжать торговаться с премией по мультипликаторам к своим аналогам, отражая высокие темпы роста компании, а также присутствие в составе индексов MSCI Russia и MSCI EM.

Динамика LFL-продаж Магнита



Прогноз выручки и рентабельности EBITDA



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. GDR Магнита торгуются с премией в 34 % к среднему значению мультипликаторов EV/EBITDA и P/E аналогов из развивающихся стран 2011П, что, на наш взгляд, является справедливым, учитывая более высокие темпы роста компании, а кроме того, тот факт, что GDR Магнита включены в состав индексов MSCI Russia и MSCI EM. Мы рекомендуем «держать» GDR и локальные акции Магнита с целевой ценой на конец 2011 г. в $ 31.3 и $ 136 соответственно.

Риски. Основными рисками, на наш взгляд, для Магнита являются возможные задержки, связанные со строительством и запуском гипермаркетов, усиление конкуренции на основных рынках, а также рост операционных расходов.

Основные данные

Код LSE	MGNT LI
Цена ГДР $	28.5
Капитализация $ млн	12 679
EV $ млн	13 391
Целевая цена $	31.3
Потенциал %	10%
Рекомендация	Держать
Код РТС	MGNT
Цена акции $	129.0
Капитализация $ млн	11 478
EV $ млн	12 189
Целевая цена $	136.0
Потенциал %	5%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010П	2011П	2012П
Выручка	7 761	11 275	15 250
EBITDA	655	929	1 271
Чистая прибыль	352	437	609
EV/EBITDA	20.4	14.4	10.5
EV/S	1.7	1.2	0.9
P/E	36.0	29.0	20.8
Рентабельность			
По EBITDA	*8.4%*	*8.2%*	*8.3%*
Чистая	*4.5%*	*3.9%*	*4.0%*

Акционеры

	Доля%
Сергей Галицкий	43.7%
Менеджмент/прочие	8.5%
Акции в свободном обращении	47.8%

Магнит: модель DCF (GDR)

Прогноз денежного потока

в млн руб	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal year
Выручка	234 841	338 237	457 504	584 708	722 311	862 186	1 010 366	1 070 988
Темп роста (%)	*38%*	*44%*	*35%*	*28%*	*24%*	*19%*	*17%*	*6%*
EBITDA	**19 755**	**27 871**	**38 129**	**48 710**	**60 155**	**71 789**	**84 115**	**89 162**
Рентабельность (%)	*8.4%*	*8.2%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*
EBIT	**14 832**	**20 435**	**28 342**	**36 998**	**46 717**	**56 709**	**67 434**	**71 480**
Рентабельность (%)	*6.3%*	*6.0%*	*6.2%*	*6.3%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.7%*	*6.7%*
-Налоги на EBIT	3 486	4 700	6 519	8 510	10 745	13 043	15 510	16 440
NOPAT	**11 347**	**15 735**	**21 823**	**28 489**	**35 972**	**43 666**	**51 924**	**55 039**
+ Амортизация	4 923	7 436	9 787	11 711	13 438	15 080	16 681	16 681
- Капвложения	-39 339	-43 500	-38 400	-36 000	-36 600	-37 050	-38 700	(16 681)
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 444	3 826	4 173	4 772	4 994	5 077	5 035	1 816
Чистый денежный поток	**-20 625**	**-16 503**	**-2 616**	**8 972**	**17 804**	**26 773**	**34 940**	**56 856**
Ставка дисконтирования								
Привиденная стоимость чистого денежного потока								

Основные предположения

WACC	13.3%
Конечный темп роста	**6.0%**
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	20.0%
Бэта*	1.20
Бэта с учетом долга	1.44
Стоимость капитала	**15.0%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**13.3%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	35 365
Конечная стоимость	824 692
Приведенная конечная стоимость	389 702
Стоимость денежных потоков	425 067
Чистый долг (наличность), конец 2010 г.	21 348
Чистая стоимость компании	403 719
Количество GDR (млн.)	444.9
Стоимость GDR на конец 2011 г., руб	**907**
Целевая стоимость GDR на конец 2011 г., $	**31.3**
$/руб, средний в 2011 г.	29.0

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.3%	11.3%	12.3%	**13.3%**	14.3%	15.3%	16.3%
7.5%	78.6	58.2	46.2	38.3	32.7	28.5	25.2
7.0%	66.6	51.3	41.8	35.2	30.4	26.7	23.8
6.5%	57.8	45.9	38.1	32.5	28.4	25.1	22.5
6.0%	51.0	41.5	35.0	**31.3**	26.6	23.7	21.4
5.5%	45.7	37.9	32.4	28.3	25.0	22.4	20.3
5.0%	41.3	34.8	30.1	26.5	23.6	21.3	19.4
4.5%	37.7	32.2	28.1	24.9	22.4	20.3	18.5

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Магнит: модель DCF (локальные акции)

Прогноз денежного потока

в млн руб	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal year
Выручка	234 841	338 237	457 504	584 708	722 311	862 186	1 010 366	1 070 988
Темп роста (%)	*38%*	*44%*	*35%*	*28%*	*24%*	*19%*	*17%*	*6%*
EBITDA	**19 755**	**27 871**	**38 129**	**48 710**	**60 155**	**71 789**	**84 115**	**89 162**
Рентабельность (%)	*8.4%*	*8.2%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*
EBIT	**14 832**	**20 435**	**28 342**	**36 998**	**46 717**	**56 709**	**67 434**	**71 480**
Рентабельность (%)	*6.3%*	*6.0%*	*6.2%*	*6.3%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.7%*	*6.7%*
-Налоги на EBIT	3 486	4 700	6 519	8 510	10 745	13 043	15 510	16 440
NOPAT	**11 347**	**15 735**	**21 823**	**28 489**	**35 972**	**43 666**	**51 924**	**55 039**
+ Амортизация	4 923	7 436	9 787	11 711	13 438	15 080	16 681	16 681
- Капвложения	-39 339	-43 500	-38 400	-36 000	-36 600	-37 050	-38 700	-16 681
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 444	3 826	4 173	4 772	4 994	5 077	5 035	1 816
Чистый денежный поток	**-20 625**	**-16 503**	**-2 616**	**8 972**	**17 804**	**26 773**	**34 940**	**56 856**
Ставка дисконтирования								
Привиденная стоимость чистого денежного потока								

Основные предположения

WACC	14.1%
Конечный темп роста	**6.0%**
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	20.0%
Бэта*	1.35
Бэта с учетом долга	1.62
Стоимость капитала	**16.0%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**14.1%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	33 978
Конечная стоимость	745 759
Приведенная конечная стоимость	338 307
Стоимость денежных потоков	372 285
Чистый долг (наличность)	21 348
Чистая стоимость компании	350 937
Количество акций (млн.)	89.0
Стоимость акции на конец 2011 г., руб	3 944
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**136.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	11.1%	12.1%	13.1%	**14.1%**	15.1%	16.1%	17.1%
7.5%	307	241	198	168	146	129	115
7.0%	269	217	181	156	137	121	109
6.5%	239	197	167	145	128	115	104
6.0%	216	181	155	**136**	121	109	99
5.5%	196	167	145	128	114	103	94
5.0%	180	155	135	120	108	98	90
4.5%	166	144	127	114	103	94	86

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Магнит: финансовые показатели, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

в $ млн	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**5 348**	**5 354**	**7 761**	**11 275**	**15 250**	**19 490**	**24 077**	**28 740**	**33 679**
Операционные расходы	4 946	4 848	7 108	10 346	13 979	17 867	22 072	26 347	30 875
Амортизация	89	103	163	248	326	390	448	503	556
Операционная прибыль	313	403	490	681	945	1 233	1 557	1 890	2 248
EBITDA	**402**	**506**	**653**	**929**	**1 271**	**1 624**	**2 005**	**2 393**	**2 804**
Чистые процентные расходы	60	54	34	117	159	173	158	117	54
Прочие расходы (доходы)	-7	-5	-4	-3	-5	-6	-7	-9	-10
Прибыль до налогов	260	355	460	568	790	1 066	1 407	1 782	2 204
Налоги на прибыль	72	80	108	131	182	245	324	410	507
Доля миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**188**	**275**	**352**	**437**	**609**	**821**	**1 083**	**1 372**	**1 697**

Баланс

в $ млн	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	115	371	148	253	328	389	496	568	748
Дебиторская задолженность	1	0	0	1	1	1	1	2	2
Запасы	323	415	597	867	1 173	1 499	1 852	2 211	2 591
Прочие оборотные активы	54	75	98	140	186	236	291	346	404
Основные средства	1 331	1 638	2 780	3 985	4 941	5 753	6 528	7 263	7 999
Прочие внеоборотные активы	20	29	31	34	36	39	41	44	46
Итого активы	**1 844**	**2 529**	**3 655**	**5 279**	**6 665**	**7 917**	**9 208**	**10 432**	**11 790**
Кредиторская задолженность	485	572	808	1 174	1 583	2 029	2 507	2 992	3 497
Краткосрочный долг	221	238	620	1 567	1 867	1 900	1 600	1 000	200
Прочие краткосрочные обязательства	120	114	159	231	312	400	494	590	690
Долгосрочный долг	123	125	240	73	73	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	58	55	77	112	151	194	239	285	334
Капитал и резервы	837	1 425	1 751	2 122	2 678	3 395	4 368	5 564	7 069
Итого пассивы	**1 844**	**2 529**	**3 655**	**5 279**	**6 665**	**7 917**	**9 208**	**10 432**	**11 790**

Отчет о движении денежных средств

в $ млн	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	188	275	352	437	609	821	1 083	1 372	1 697
Амортизация	89	103	163	248	326	390	448	503	556
Изменение оборотного капитала	138	-8	81	128	139	159	166	169	168
Прочее	6	6	-2	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от операций	**420**	**376**	**593**	**813**	**1 074**	**1 371**	**1 698**	**2 044**	**2 421**
Капиталовложения	-567	-422	-1 300	-1 450	-1 280	-1 200	-1 220	-1 235	-1 290
Прочие доходы (инвестиции)	-9	-26	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Денежные потоки от инвестиций	**-575**	**-448**	**-1 305**	**-1 455**	**-1 285**	**-1 205**	**-1 225**	**-1 240**	**-1 295**
Свободные денежные потоки	**-155**	**-72**	**-712**	**-642**	**-211**	**166**	**473**	**804**	**1 126**
Изменение долга	-240	18	497	780	300	-40	-300	-600	-800
Эмиссия акций	480	371	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	0	-18	-28	-66	-52	-105	-110	-176	-192
Прочее	-40	-32	18	33	38	40	44	44	47
Чистые денежные потоки	**45**	**267**	**-225**	**105**	**75**	**61**	**107**	**72**	**181**

Дикси:
Фокус на рост продаж и сокращение издержек

Акции Дикси являются самым дешевым билетом на российский рынок розничной торговли продуктами питания. Бумаги компании торгуются с более чем 25%-ным дисконтом к среднему значению мультипликатора 2011П EV/EBITDA развивающихся стран, что отчасти обусловлено низкой ликвидностью акций, а также сравнительно небольшим масштабом компании. По нашей DCF-оценке, целевая цена для акций компании составляет $ 16.8 что обеспечивает потенциал роста на 30 %. Мы рекомендуем «покупать» акции Дикси.

Отставание темпов роста выручки и расширения сети по сравнению с публичными российскими аналогами (Магнит и X5), сложности с решением операционных проблем, появившихся в 2009 г. и связанных с налаживанием работы собственной системы логистики, стали основными негативными факторами в глазах инвесторов.

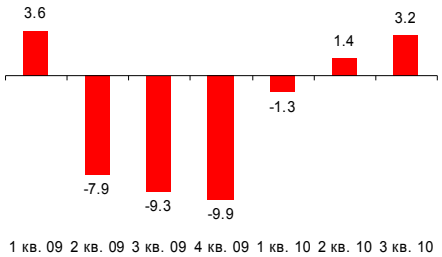
На протяжении 2010 г. Дикси показала существенное улучшение темпов роста выручки, и прогноз руководства компании по росту продаж на 19 % нам кажется более чем реалистичным.

Увеличение прогноза по открытиям новых магазинов до 120 в 2010 г. и амбициозный план по открытию еще 150 нетто-магазинов в 2011 г., на наш взгляд, могут изменить отношение инвесторов к способности компании показывать рост продаж, сопоставимый с аналогами. Мы ожидаем ускорение роста выручки в 2011 г. до 26 % г-к-г на фоне роста LFL-продаж, увеличения открытий новых магазинов, созревания магазинов, открытых в 2010 г. (основная часть открытий пришлась на 2-ю половину года).

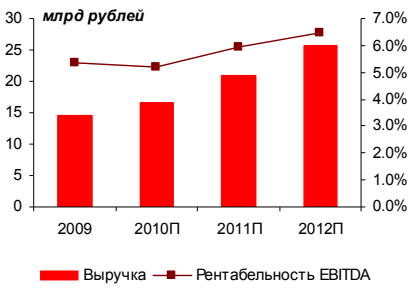
Мы полагаем, что после решения операционных проблем, связанных с налаживанием системы логистики, разработки и внедрения согласованной ассортиментной политики и улучшения уровня сервиса в магазинах, Дикси сможет существенно оптимизировать операционные расходы, а также снизить уровень товарных потерь с текущих 2 % от продаж (самый большой показатель среди всех публичных продуктовых ритейлеров) до 1.5 %. Эти меры должны привести к росту рентабельности компании по EBITDA в 2011 г. на до 5.9 % против 5.2 % в 2010 г.

Мы полагаем, что дисконт в оценке Дикси к X5 и Магниту должен сократиться по мере роста масштаба компании, а также уверенности инвесторов в способности руководства компании выполнять озвученные прогнозы развития сети и оптимизации затрат.

Динамика LFL продаж Дикси, %



Динамика выручки и рентабельности EBITDA



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Акции Дикси торгуются с 28%-ным дисконтом по мультипликатору 2011П EV/EBITDA развивающихся стран и с 30%-ным дисконтом к среднему значению российских компаний. Исходя из нашей DCF-оценки, целевая цена акций компании составляет $ 16.8, что обеспечивает потенциал роста в 30 %. Мы рекомендуем «покупать» акции Дикси.

Риски. Основными рисками для Дикси являются усиление конкуренции на основных рынках, а также неспособность менеджмента выполнить поставленные цели в области оптимизации операционных затрат.

Основные данные

Код РТС	DIXY
Цена акции $	12.9
Капитализация $ млн	1 084
EV $ млн	1 342
Целевая цена $	16.8
Потенциал %	30%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	2 145	2 723	3 348
EBITDA	112	162	216
Прибыль	9	36	76
EV/EBITDA	12.2	8.5	6.3
EV/S	0.6	0.5	0.4
P/E	128.1	31.1	14.6
Рентабельность			
По EBITDA	*5.2%*	*5.9%*	*6.4%*
Чистая	*0.4%*	*1.3%*	*2.3%*

Акционеры

	Доля%
Холдинг Меркурий	61.1%
Prosperity Capital Management	15.0%
Акции в свободном обращении	23.9%

Дикси Групп: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal year
Выручка	64 921	81 676	100 435	118 035	136 050	154 340	172 970	183 348
Темп роста (%)	*22.3%*	*25.3%*	*21.2%*	*18.8%*	*16.6%*	*15.3%*	*13.9%*	*6.0%*
EBITDA	**3 379**	**4 847**	**6 476**	**7 998**	**9 293**	**10 629**	**12 006**	**12 726**
Рентабельность (%)	*5.2%*	*5.9%*	*6.4%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.9%*	*6.9%*	*6.9%*
EBIT	**1 677**	**3 080**	**4 447**	**5 725**	**6 797**	**7 913**	**9 075**	**9 619**
Рентабельность (%)	*2.6%*	*3.8%*	*4.4%*	*4.9%*	*5.0%*	*5.1%*	*5.2%*	*5.2%*
-Налоги на EBIT	1 155	1 670	1 779	2 004	2 039	2 216	2 269	2 405
NOPAT	**522**	**1 410**	**2 668**	**3 721**	**4 758**	**5 697**	**6 806**	**7 214**
+ Амортизация	1 702	1 766	2 029	2 273	2 497	2 716	2 931	2 931
- Капвложения	(1 964)	(3 454)	(3 520)	(3 765)	(3 939)	(4 108)	(4 273)	(2 931)
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	92	636	806	401	404	410	408	232
Чистый денежный поток	**352**	**358**	**1 983**	**2 630**	**3 720**	**4 716**	**5 872**	**7 447**
Коэффициент дисконтирования								

Основные предположения

WACC	15.2%
Конечный темп роста	**6.0%**
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	30.0%
Бэта*	1.60
Бэта с учетом долга	2.15
Стоимость капитала	**18.8%**
Стоимость долга	8.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.8%**
WACC	**15.2%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	12 056
Конечная стоимость	85 533
Приведенная конечная стоимость	36 540
Стоимость денежных потоков	48 596
Чистый долг (наличность)	7 730
Чистая стоимость компании	40 867
Количество акций (млн.)	84.1
Стоимость акции на конец 2011 г., руб	**486**
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**16.8**
Средний курс $/руб в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.2%	13.2%	14.2%	**15.2%**	16.2%	17.2%	18.2%
7.5%	31.9	26.5	22.8	19.9	17.7	15.9	14.5
7.0%	28.9	24.5	21.2	18.7	16.8	15.2	13.8
6.5%	26.5	22.7	19.9	17.7	15.9	14.5	13.2
6.0%	24.4	21.2	18.7	**16.8**	15.2	13.8	12.7
5.5%	22.7	19.9	17.7	15.9	14.5	13.3	12.2
5.0%	21.2	18.7	16.8	15.2	13.8	12.7	11.7
4.5%	19.9	17.7	15.9	14.5	13.3	12.2	11.3

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Дикси Групп: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**48 325**	**54 262**	**64 921**	**81 676**	**100 435**	**118 035**	**136 050**	**154 340**	**172 970**
Операционные расходы	45 727	51 454	61 542	76 829	93 960	110 037	126 756	143 711	160 964
Амортизация	1 083	1 503	1 702	1 766	2 029	2 273	2 497	2 716	2 931
Операционная прибыль	1 515	1 304	1 677	3 080	4 447	5 725	6 797	7 913	9 075
EBITDA	**2 598**	**2 808**	**3 379**	**4 847**	**6 476**	**7 998**	**9 293**	**10 629**	**12 006**
Чистые процентные расходы	553	820	730	741	657	501	403	(51)	(141)
Прочие расходы (доходы)	1 067	176		0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	(105)	309	841	2 339	3 790	5 224	6 394	7 963	**9 216**
Налоги на прибыль	219	421	579	1 268	1 516	1 828	1 918	2 230	2 304
Доля миноритариев	0	(1)	(0)	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**(324)**	**(112)**	**262**	**1 071**	**2 274**	**3 396**	**4 476**	**5 734**	**6 912**

Баланс

в млн. руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	1 290	1 332	1 865	1 395	2 048	2 894	2 389	4 927	10 928
Дебиторская задолженность	845	1 401	1 210	1 468	1 701	2 005	2 311	2 621	2 930
Запасы	3 273	3 321	4 237	5 315	6 380	7 518	8 665	9 830	10 987
Прочие оборотные активы	1 372	1 162	1 291	1 240	1 033	1 217	1 403	1 592	1 779
Основные средства	12 068	12 741	13 044	14 744	16 244	17 744	19 194	20 594	21 944
Прочие внеоборотные активы	2 738	1 945	2 189	2 285	2 260	2 355	2 474	2 595	2 713
Итого активы	**21 585**	**21 902**	**23 836**	**26 447**	**29 667**	**33 733**	**36 437**	**42 158**	**51 281**
Кредиторская задолженность	5 720	6 360	7 263	9 111	10 937	12 888	14 855	16 852	18 834
Краткосрочный долг	1 315	5 750	3 395	2 926	1 914	6 595	1 066	395	395
Прочие краткосрочные обязательства	953	502	598	719	829	977	1 126	1 278	1 428
Долгосрочный долг	7 098	3 000	6 200	6 200	6 200	0	1 566	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	604	505	341	381	401	492	567	644	721
Капитал и резервы	5 894	5 784	6 040	7 111	9 385	12 781	17 257	22 991	29 903
Итого пассивы	**21 585**	**21 902**	**23 836**	**26 447**	**29 667**	**33 733**	**36 437**	**42 158**	**51 281**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	(324)	(112)	262	1 071	2 274	3 396	4 476	5 734	6 912
Амортизация	1 083	1 503	1 702	1 766	2 029	2 273	2 497	2 716	2 931
Изменение оборотного капитала	(26)	439	92	636	806	401	404	410	408
Прочее	690	232	(462)	(77)	39	(81)	(135)	(118)	(207)
Денежные потоки от операций	**1 422**	**2 063**	**1 594**	**3 396**	**5 148**	**5 989**	**7 242**	**8 742**	**10 044**
Капиталовложения	(3 859)	(1 557)	(1 935)	(3 414)	(3 480)	(3 725)	(3 899)	(4 068)	(4 233)
Прочие доходы (инвестиции)	(70)	60	(20)	(22)	(12)	(6)	25	8	99
Денежные потоки от инвестиций	**(3 929)**	**(1 498)**	**(1 956)**	**(3 436)**	**(3 492)**	**(3 731)**	**(3 874)**	**(4 060)**	**(4 134)**
Свободные денежные потоки	**(2 507)**	**565**	**(362)**	**(40)**	**1 655**	**2 258**	**3 368**	**4 682**	**5 910**
Изменение долга	2 024	(270)	817	(469)	(1 012)	(1 519)	(3 964)	(2 236)	0
Выпуск акций	1 356	0	(7)	0	0	0	0	0	0
Прочее	(840)	(254)	85	39	9	107	91	92	92
Чистые денежные потоки	**33**	**41**	**533**	**(470)**	**653**	**846**	**(505)**	**2 538**	**6 002**

М.Видео:
Ставка на рост расходов на непродовольственные товары

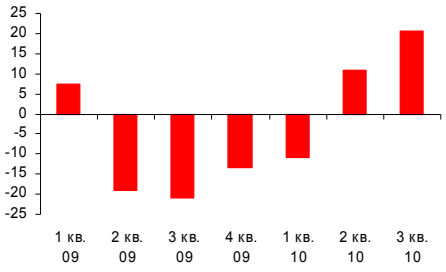
М.Видео является лидирующим ритейлером электроники, который, в отличие от многих конкурентов, успешно выдержал кризис и укрепил свои рыночные позиции благодаря сильному финансовому положению и агрессивной политике по открытию новых магазинов.

Акции М.Видео торгуются с премией 19 % по мультипликатору 2011П EV/EBITDA к зарубежным сетям электроники и дисконтом в 30 % к российским продуктовым сетям. Мы рекомендуем «покупать» акции М.Видео с целевой ценой $ 11 на конец 2011 г. и потенциалом роста на 22 % к текущим уровням.

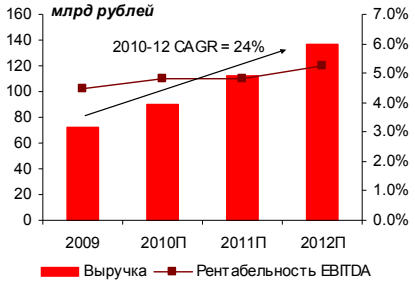
Восстановление роста LFL-продаж М.Видео (рост сопоставимых продаж составил 5 % за 9 месяцев 2010 г. против снижения на 12 % в 2009 г.) вместе с существенным ускорением открытий новых магазинов с 20 в прошлом году (нетто) до 40 новых магазинов в текущем году создают отличную платформу для роста продаж в перспективе 2011 г. Мы ожидаем, что в 4-м квартале 2010 г. и в течение 2011 г. М.Видео покажет заметное ускорение роста выручки за счет ускорения новых открытий и слабой сравнительной базы.

По нашим расчетам, ежегодный рост выручки компании составит в среднем 23 % в горизонте 2010-2012П, а рентабельность EBITDA должна увеличиться до 5.2 % к 2012 г. с уровня 2010 г. в 4.8 % за счет более высокой валовой прибыли и реализации инициатив менеджмента по сокращению операционных затрат.

Динамика LFL продаж М.Видео



Динамика выручки и рентабельности EBITDA



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Исходя из нашей оценки компании по методу DCF, целевая цена акций М.Видео на конец 2011 г. составляет $ 11.0, что подразумевает потенциал роста на 22 %. Акции компании торгуются с премией 19 % по мультипликатору EV/EBITDA 2011П к аналогам из развивающихся стран и с дисконтом в 30 % по отношению к российским продуктовым сетям, хотя обеспечивают сопоставимый рост показателей выручки и EBITDA.

Риски. К основным рискам для М.Видео мы относим усиление конкуренции в сегменте ритейла бытовой техники и электроники, недостаток подходящих объектов недвижимости для открытия новых магазинов в регионах, а также возможные задержки строительства торговых центров в регионах и рост арендных ставок.

Основные данные

Код РТС	MVID
Цена акции $	9.0
Капитализация $ млн	1 618
EV $ млн	1 512
Целевая цена $	11.0
Потенциал %	22%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012П
Выручка	2 969	3 751	4 562
EBITDA	142	181	239
Прибыль	60	81	115
EV/EBITDA	10.6	8.3	6.3
EV/S	0.5	0.4	0.3
P/E	27.1	20.0	14.1
Рентабельность			
По EBITDA	*4.8%*	*4.8%*	*5.2%*
Чистая	*2.0%*	*2.2%*	*2.5%*

Акционеры

	Доля%
Основатели компании	70.8%
Акции в свободном обращении	29.2%

М.Видео: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal year
Выручка	89 847	112 533	136 853	157 092	182 628	208 829	234 893	248 986
Темп роста (%)	*23.9%*	*25.2%*	*21.6%*	*14.8%*	*16.3%*	*14.3%*	*12.5%*	*6.0%*
EBITDA	**4 312**	**5 434**	**7 173**	**8 794**	**10 476**	**12 260**	**13 898**	**14 732**
Рентабельность (%)	*4.8%*	*4.8%*	*5.2%*	*5.6%*	*5.7%*	*5.9%*	*5.9%*	*5.9%*
EBIT	**2 869**	**3 624**	**4 921**	**6 076**	**7 299**	**8 832**	**10 238**	**10 853**
Рентабельность (%)	*3.2%*	*3.2%*	*3.6%*	*3.9%*	*4.0%*	*4.2%*	*4.4%*	*4.4%*
-Налоги на EBIT	1 062	1 196	1 476	1 640	1 825	2 208	2 560	2 713
NOPAT	**1 808**	**2 428**	**3 445**	**4 435**	**5 474**	**6 624**	**7 679**	**8 140**
+ Амортизация	1 443	1 809	2 251	2 718	3 177	3 428	3 660	3 660
- Капвложения	-3 200	-3 384	-3 699	-4 182	-4 245	-4 395	-4 567	-3 660
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-2 826	545	163	352	442	453	451	274
Чистый денежный поток	**-2 777**	**1 399**	**2 161**	**3 324**	**4 848**	**6 110**	**7 222**	**8 414**

Основные предположения

WACC	15.6%
Конечный темп роста	**6.0%**
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	10.0%
Бэта*	1.60
Бэта с учетом долга	1.74
Стоимость капитала	**16.7%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**15.6%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	15 801
Конечная стоимость	92 590
Приведенная конечная стоимость	38 734
Стоимость денежных потоков	54 535
Чистый долг (наличность)	-3 172
Чистая стоимость компании	57 706
Количество акций (млн.)	179.8
Стоимость акции на конец 2011 г., руб	**321.0**
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**11.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.6%	13.6%	14.6%	**15.6%**	16.6%	17.6%	18.6%
7.5%	18.0	15.6	13.9	12.6	11.5	10.7	9.9
7.0%	16.7	14.7	13.2	12.0	11.1	10.3	9.6
6.5%	15.6	13.9	12.6	11.5	10.7	9.9	9.3
6.0%	14.7	13.2	12.0	**11.0**	10.3	9.6	9.1
5.5%	13.9	12.6	11.5	10.7	10.0	9.4	8.8
5.0%	13.2	12.0	11.1	10.3	9.7	9.1	8.6
4.5%	12.6	11.5	10.7	10.0	9.4	8.9	8.4

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

М.Видео: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**71 486**	**72 507**	**89 847**	**112 533**	**136 853**	**157 092**	**182 628**	**208 829**	**234 893**
Операционные расходы	67 890	69 263	85 535	107 099	129 680	148 298	172 152	196 569	220 995
Амортизация	863	1 127	1 443	1 809	2 251	2 718	3 177	3 428	3 660
Операционная прибыль	2 733	2 117	2 869	3 624	4 921	6 076	7 299	8 832	10 238
EBITDA	**3 596**	**3 244**	**4 312**	**5 434**	**7 173**	**8 794**	**10 476**	**12 260**	**13 898**
Чистые процентные расходы	365	794	0	0	0	0	0	0	0
Прочие расходы (доходы)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	2 368	1 323	2 869	3 624	4 921	6 076	7 299	8 832	10 238
Налоги на прибыль	1 112	540	1 062	1 196	1 476	1 640	1 825	2 208	2 560
Доля миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**1 256**	**783**	**1 808**	**2 428**	**3 445**	**4 435**	**5 474**	**6 624**	**7 679**

Баланс

в млн. руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	5 448	6 447	3 172	3 948	5 265	7 307	10 216	13 406	16 240
Дебиторская задолженность	138	104	5	6	8	9	10	12	13
Запасы	14 115	15 474	16 763	19 895	24 172	27 657	32 153	36 766	41 355
Прочие оборотные активы	5 807	2 485	3 016	3 704	4 446	5 057	5 837	6 637	7 433
Основные средства	5 917	6 074	7 832	9 406	10 854	12 317	13 385	14 352	15 260
Прочие внеоборотные активы	1 757	1 918	2 003	2 026	2 000	1 979	1 962	1 948	1 937
Итого активы	**33 182**	**32 502**	**32 791**	**38 985**	**46 745**	**54 326**	**63 564**	**73 122**	**82 238**
Кредиторская задолженность	14 878	20 495	18 961	22 766	27 350	31 301	36 389	41 609	46 802
Краткосрочный долг	3 943	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие краткосрочные обязательства	2 693	2 831	3 260	3 820	4 421	4 920	5 551	6 198	6 842
Долгосрочный долг	3 114	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	565	417	417	417	417	417	417	417	417
Капитал и резервы	7 989	8 759	10 153	11 982	14 557	17 689	21 207	24 897	28 175
Итого пассивы	**33 182**	**32 502**	**32 791**	**38 985**	**46 745**	**54 326**	**63 564**	**73 122**	**82 238**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	1 256	783	1 808	2 428	3 445	4 435	5 474	6 624	7 679
Амортизация	863	1 127	1 443	1 809	2 251	2 718	3 177	3 428	3 660
Изменение оборотного капитала	1 707	5 116	-2 826	545	163	352	442	453	451
Прочее	987	1 086	115	127	126	121	117	114	112
Денежные потоки от операций	**4 813**	**8 112**	**538**	**4 909**	**5 986**	**7 627**	**9 210**	**10 619**	**11 902**
Капиталовложения	-2 535	-1 201	-3 200	-3 384	-3 699	-4 182	-4 245	-4 395	-4 567
Прочие доходы (инвестиции)	-27	1 432	-200	-150	-100	-100	-100	-100	-100
Денежные потоки от инвестиций	-2 562	231	-3 400	-3 534	-3 799	-4 282	-4 345	-4 495	-4 667
Свободные денежные потоки	**2 251**	**8 343**	**-2 862**	**1 375**	**2 187**	**3 346**	**4 865**	**6 124**	**7 234**
Изменение долга	1 347	-7 504	0	0	0	0	0	0	0
Эмиссия	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	-413	-600	-869	-1 304	-1 956	-2 934	-4 401
Чистые денежные потоки	**3 598**	**839**	**-3 275**	**776**	**1 318**	**2 042**	**2 909**	**3 190**	**2 833**

Росинтер:

Возвращение к активной фазе роста

После провального 2009 года, когда число посетителей ресторанов Росинтера резко сократилось (падение LFL-выручки достигало 19 % в 3-м квартале 2009 г.), возвращение клиентов, а также планы по открытию около 30 новых собственных ресторанных точек в 2011 г. должны привести к ускорению роста выручки и существенному улучшению показателей рентабельности сети.

Мы прогнозируем среднегодовой рост выручки Росинтера в горизонте 2010П-2012П на 17 % при увеличении рентабельности EBITDA с 11.0 % в 2010П до 12.6 % в 2012П за счет снижения доли фиксированных расходов. Мы рекомендуем «держать» акции Росинтера с целевой ценой $ 23.0 на конец 2011 г. и потенциалом роста в 6 % к текущим уровням.

В 2010 г. одна из крупнейших сетей ресторанов в России показывает устойчивый рост выручки на фоне роста числа посетителей и среднего чека в ресторанах после существенного снижения во время кризиса. За первые 9 месяцев 2010 г. Росинтер увеличил свою выручку на 17 % г-к-г. В октябре рост числа транзакций составил 7 % – лучший показатель с начала года, а валовая выручка сопоставимых ресторанов увеличилась на 9.7 %.

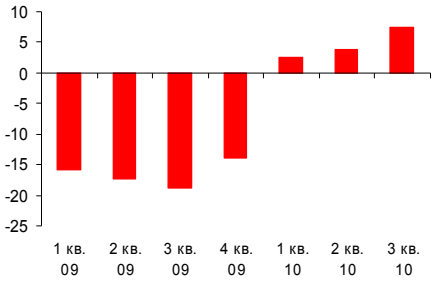
Мы ожидаем, что в 2011 г. Росинтер откроет 30 корпоративных и 30 франчайзинговых ресторанов. Выручка компании увеличится на 14 % г-к-г, а рентабельность EBITDA вырастет на 100 б.п. до 12 % как за счет продолжающего восстановления спроса, так и оптимизации внутренних процессов (улучшение закупочных условий, пересмотр договоров аренды). В настоящий момент 29 объектов находятся в стадии строительства, и их открытие планируется в конце текущего – начале следующего года.

В 2010 г. Росинтер уделял особое внимание оптимизации бизнес-процессов и улучшению финансовых результатов. Закрытие убыточных ресторанов, а также нескольких низкорентабельных корпоративных столовых в текущем году должно оказать позитивный эффект на показатели операционной прибыли. Также в 2010 г. была запущена программа реструктуризации организационной структуры Группы, что должно дать результат в виде снижения эффективной ставки налога на прибыль.

Успешное SPO весной 2010 г. позволило компании привлечь более $ 27млн, которые были направлены на снижение долговой нагрузки. По состоянию на конец 3-го квартала долговая нагрузка компании была сокращена до 1.4 млрд руб., что на 36 % ниже, чем в начале года. Мы прогнозируем, что долговая нагрузка компании по итогам 2010 г. снизится уровня 1.2x Чистый долг /EBITDA против 2.8x по итогам 2009 г.

Реструктуризация долгового портфеля, которую компания успешно завершила в ноябре 2010 г., позволила Росинтеру увеличить долю долгосрочных займов до 80 % от общего размера задолженности, а также существенно снизить процентную ставку. Мы ожидаем, что средняя эффективная процентная ставка по кредитам опустится до 12 % в 2010 г. против 14 % годом ранее.

Динамика сопоставимой выручки, %



Количество ресторанов сети



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Исходя из нашей оценки компании по методу DCF, целевая цена акций Росинтера на конец 2011 г. составляет $ 23.0, что подразумевает потенциал роста в 6 %. Акции компании торгуются с дисконтом 15 % и 21 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П к международным аналогам соответственно.

Риски. Основные риски для Росинтера мы видим в росте цен на продукты питания при невозможности полностью переложить возросшие издержки на потребителей, а также в высокой инфляции арендных ставок.

Основные данные

Код РТС	ROST
Цена акции $	21.8
Капитализация $ млн	355
EV $ млн	400
Целевая цена $	23.0
Потенциал %	6%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010П	2011П	2012П
Выручка	330	379	452
EBITDA	36	45	57
Прибыль	11	19	27
EV/EBITDA	11.0	8.8	7.0
EV/S	1.2	1.1	0.9
P/E	31.0	18.3	13.0
Рентабельность			
По EBITDA	*11.0%*	*12.0%*	*12.6%*
Чистая	*3.5%*	*5.1%*	*6.0%*

Акционеры

	Доля %
Ростислав Ордовский-Танаевский Бланко	45%
Казначейские акции	4%
Акции в свободном обращении	51%

Росинтер: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	Terminal Year
Выручка	9 994	11 362	13 570	16 145	17 892	19 691	21 610	22 906
Темп роста (%)	*19.8%*	*13.7%*	*19.4%*	*19.0%*	*10.8%*	*10.1%*	*9.7%*	*6.0%*
EBITDA	**1 101**	**1 362**	**1 709**	**2 088**	**2 400**	**2 673**	**2 971**	3 150
Рентабельность (%)	*11.0%*	*12.0%*	*12.6%*	*12.9%*	*13.4%*	*13.6%*	*13.7%*	*13.7%*
EBIT	**680**	**901**	**1 192**	**1 532**	**1 821**	**2 078**	**2 360**	2 501
Рентабельность (%)	*6.8%*	*7.9%*	*8.8%*	*9.5%*	*10.2%*	*10.6%*	*10.9%*	*10.9%*
-Налоги на EBIT	184	225	298	383	455	520	590	625
NOPAT	**496**	**676**	**894**	**1 149**	**1 365**	**1 559**	**1 770**	**1 876**
+ Амортизация	421	461	517	556	579	595	612	612
- Капвложения	-500	-833	-789	-737	-662	-695	-702	-612
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-205	75	134	160	101	109	113	82
Чистый денежный поток	**213**	**379**	**755**	**1 128**	**1 383**	**1 568**	**1 793**	**1 958**

Основные предположения

WACC	16.6%
Конечный темп роста	6.0%
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	30.0%
Бэта*	1.75
Бэта с учетом долга	2.35
Стоимость капитала	**19.9%**
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.8%**
WACC	**16.6%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	4 410
Конечная стоимость	19 604
Приведенная конечная стоимость	7 807
Стоимость денежных потоков	12 217
Чистый долг (наличность)	1 373
Чистая стоимость компании	10 843
Количество акций (млн.)	16.3
Стоимость акции на конец 2011 г., руб	**665.0**
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**23.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%	Ставка дисконтирования (WACC)						
	13.6%	14.6%	15.6%	**16.6%**	17.6%	18.6%	19.6%
7.5%	36.3	31.9	28.6	25.9	23.8	22.0	20.4
7.0%	33.9	30.2	27.2	24.8	22.9	21.2	19.8
6.5%	31.9	28.6	26.0	23.8	22.0	20.5	19.2
6.0%	30.2	27.2	24.9	**23.0**	21.3	19.9	18.6
5.5%	28.7	26.0	23.9	22.1	20.6	19.3	18.1
5.0%	27.3	25.0	23.0	21.4	20.0	18.7	17.7
4.5%	26.1	24.0	22.2	20.7	19.4	18.2	17.2

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Росинтер: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**8 361**	**8 340**	**9 994**	**11 362**	**13 570**	**16 145**	**17 892**	**19 691**	**21 610**
Операционные расходы	7 871	7 604	8 892	10 000	11 861	14 056	15 492	17 018	18 638
Амортизация	319	403	421	461	517	556	579	595	612
Операционная прибыль	172	333	680	901	1 192	1 532	1 821	2 078	2 360
EBITDA	**490**	**736**	**1 101**	**1 362**	**1 709**	**2 088**	**2 400**	**2 673**	**2 971**
Чистые процентные расходы	267	334	175	126	98	63	33	3	-17
Прочие расходы (доходы)	210	75	31	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	-306	-76	474	775	1 094	1 469	1 787	2 076	2 377
Налоги на прибыль	73	203	128	194	273	367	447	519	594
Чистая прибыль	**-378**	**-278**	**346**	**582**	**820**	**1 102**	**1 340**	**1 557**	**1 782**

Баланс

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	174	113	207	341	623	1 403	2 461	3 778	5 383
Дебиторская задолженность	103	96	111	126	151	179	199	219	240
Запасы	189	200	231	258	306	362	398	437	477
Прочие оборотные активы	449	391	478	520	590	673	728	785	845
Основные средства	2 524	2 384	2 462	2 835	3 107	3 288	3 371	3 471	3 561
Прочие внеоборотные активы	1 190	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066
Итого активы	**4 630**	**4 250**	**4 555**	**5 146**	**5 843**	**6 972**	**8 224**	**9 755**	**11 573**
Кредиторская задолженность	1 072	1 414	1 342	1 502	1 778	2 105	2 316	2 541	2 777
Краткосрочный долг	2 321	1 169	790	572	412	256	151	54	-6
Прочие краткосрочные обязательства	253	265	265	265	265	265	265	265	265
Долгосрочный долг	108	1 031	790	858	618	475	280	126	-14
Прочие долгосрочные обязательства	328	275	275	275	275	275	275	275	275
Капитал и резервы	548	96	1 093	1 674	2 494	3 596	4 937	6 493	8 276
Итого пассивы	**4 630**	**4 250**	**4 555**	**5 146**	**5 843**	**6 972**	**8 224**	**9 755**	**11 573**

Отчет о движении денежных средств

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	-378	-278	346	582	820	1 102	1 340	1 557	1 782
Амортизация	319	403	421	461	517	556	579	595	612
Прочее	481	391	0	0	0	0	0	0	0
Изменение оборотного капитала	78	307	-205	75	134	160	101	109	113
Денежные потоки от операций	**499**	**823**	**563**	**1 117**	**1 471**	**1 818**	**2 021**	**2 261**	**2 507**
Капиталовложения	-1 567	-393	-500	-833	-789	-737	-662	-695	-702
Прочие доходы (инвестиции)	332	-132	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	**-1 235**	**-525**	**-500**	**-833**	**-789**	**-737**	**-662**	**-695**	**-702**
Свободные денежные потоки	**-736**	**297**	**63**	**284**	**682**	**1 080**	**1 358**	**1 566**	**1 805**
Изменение долга	845	-276	-620	-150	-400	-300	-300	-250	-200
Эмиссия акций	0	0	776	0	0	0	0	0	0
Прочее	-153	-80	-125	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные потоки	**-45**	**-58**	**93**	**134**	**282**	**780**	**1 058**	**1 316**	**1 605**

Вимм-Билль-Данн:
Щедрое предложение от PepsiCo

Мы рекомендуем «держать» акции Вимм-Билль-Данна. После объявления о сделке по приобретению 66 % акций ВБД PepsiCo за $ 3.8 млн акции компании торгуются не опираясь на фундаментальные показатели. Наша целевая цена в $ 33 за АДР соответствует цене, по которой PepsiCo будет выкупать акции у остальных акционеров компании. Получение всех необходимых для сделки одобрений регулирующих органов ожидается в феврале-марте 2011 г., после чего будет объявлен выкуп акций у миноритариев.

2 декабря PepsiCo объявила о приобретении 66 % акций Вимм-Билль-Данна за $ 3.8 млрд. Сделка включает в себя приобретение акций у 8 крупнейших акционеров-основателей ВБД, а также казначейских акций, находящихся на балансе у двух дочерних предприятий ВБД, включая 18.4%-ный пакет акций, выкупленных ВБД у Danone в октябре. Оценка бизнеса ВБД определена исходя из цены $ 33 за АДР, что является премией в 32 % к средней стоимости бумаг за 30 дней перед объявлением о сделки. Премия для локальных акций составила более чем 80 % по отношению к цене закрытия торгов 1 декабря.

После завершения сделки PepsiCo сделает предложение о выкупе акций остальным акционерам компании. Общая капитализация компании, исходя из цены сделки, оценивается в $ 5.8 млрд, включая казначейские акции, что подразумевает стоимость $ 33 за АДР и $ 132 за локальную акцию (4 140 руб.).

Сделка требует получения необходимого одобрения регулирующих органов России. После приобретения ВБД доля PepsiCo в сегменте производства соков превысит 50 %. Однако, на наш взгляд, данный факт вряд ли сможет стать решающим для одобрения сделки со стороны ФАС, так как соки не являются социально значимым продуктом. Получение всех необходимых для сделки одобрений регулирующих органов ожидается в феврале-марте 2011 г., после чего будет объявлен выкуп акций у миноритариев.

По нашим оценкам, бизнес ВБД был оценен исходя из мультипликатора EV/EBITDA 2010П в 17.3 х, что предполагает премию более 50 % по отношению к аналогам ВБД из развивающихся стран, а также премию в 10 % к среднему мультипликатору российских продуктовых розничных сетей. Цена сделки также более чем в 2 раза превышает цену выкупа 18.4%-ного пакета акций ВБД у Danone, завершившегося в октябре.

Мы полагаем, что высокая оценка бизнеса российской компании подчеркивает интерес иностранных инвесторов к российскому потребительскому сектору. Мы ожидаем, что уход с фондового рынка такой ликвидной акции, как Вимм-Билль-Данн (средний ежедневный оборот бумаг на NYSE составлял более $ 10 млн), должен переключить внимание инвесторов на другие компании потребительского сектора и розничной торговли, что потенциально может привести к переоценке бумаг сектора.

Оценка. После сообщения о сделке с PepsiCo акции ВБД торгуются, не опираясь на фундаментальные показатели. Наша целевая цена в $ 33 за АДР соответствует цене, по которой PepsiCo будет осуществлять выкуп акций у миноритариев.

Риски. Основным риском для акционеров является задержка получения PepsiCo всех разрешений от государственных органов, что может отложить выкуп акций ВБД у миноритарных акционеров.

Основные данные

Тикер Bloomberg	WBD US
Цена акции $	31.54
Капитализация $ млн	4 199
EV $ млн	5 299
Целевая цена $	33.00
Потенциал %	5%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	2 547	2 876	3 184
EBITDA	312	363	426
Прибыль	130	151	188
EV/EBITDA	17.0	14.6	12.4
EV/S	2.1	1.8	1.7
P/E	32.2	27.7	22.4
Рентабельность			
EBITDA	*12.3%*	*12.6%*	*13.4%*
Чистая	*5.1%*	*5.3%*	*5.9%*

Акционеры

	Доля%
Менеджмент и основатели компании	42.8%
Казначейские акции	24.5%
Акции в свободном обращении	32.7%

Вимм-Билль-Данн: финансовые показатели, $ млн

Отчет о прибылях и убытках

в млн. $	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**2 824**	**2 181**	**2 547**	**2 876**	**3 184**	**3 515**	**3 841**	**4 184**	**4 555**
Операционные расходы	2 463	1 874	2 235	2 512	2 758	3 033	3 295	3 581	3 886
Амортизация	116	105	102	104	116	127	142	155	146
Операционная прибыль	245	202	210	259	309	355	404	448	524
EBITDA	**361**	**307**	**312**	**363**	**426**	**482**	**547**	**603**	**669**
Чистые процентные расходы	102	43	35	49	52	46	32	10	-10
Прочие расходы (доходы)	61	12	-3	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	144	158	178	210	257	309	372	438	533
Налоги на прибыль	40	41	45	55	64	77	93	109	133
Доля миноритариев	2	1	3	4	5	6	7	9	11
Чистая прибыль	**102**	**117**	**130**	**151**	**188**	**225**	**272**	**320**	**389**

Баланс

в млн. $	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	277	249	183	230	161	231	320	384	535
Дебиторская задолженность	125	112	130	146	159	173	189	206	224
Запасы	226	191	239	263	287	318	347	378	411
Прочие оборотные активы	106	90	108	119	130	143	157	171	185
Основные средства	692	700	781	852	899	934	954	954	954
Прочие внеоборотные активы	150	147	152	155	155	155	156	156	156
Итого активы	**1 577**	**1 489**	**1 593**	**1 764**	**1 791**	**1 955**	**2 123**	**2 249**	**2 465**
Кредиторская задолженность	134	136	152	169	187	207	226	246	268
Краткосрочный долг	234	213	495	475	736	626	474	229	0
Прочие краткосрочные обязательства	104	108	273	303	334	370	404	440	478
Долгосрочный долг	416	286	491	493	32	35	38	42	46
Прочие долгосрочные обязательства	33	43	25	28	30	34	37	40	44
Капитал и резервы	656	703	298	450	637	863	1 135	1 454	1 844
Итого пассивы	**1 577**	**1 489**	**1 593**	**1 764**	**1 791**	**1 955**	**2 123**	**2 249**	**2 465**

Отчет о движении денежных средств

в млн. $	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	102	117	130	151	188	225	272	320	389
Амортизация	116	105	94	104	116	127	142	155	146
Изменение оборотного капитала	34	77	-50	-17	-9	-18	-19	-20	-21
Прочее	62	14	3	5	6	7	8	10	12
Денежные потоки от операций	**321**	**312**	**178**	**244**	**301**	**342**	**403**	**464**	**525**
Капиталовложения	-189	-129	-180	-178	-164	-162	-161	-155	-146
Прочие доходы (инвестиции)	8	4	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	**-181**	**-125**	**-180**	**-178**	**-164**	**-162**	**-161**	**-155**	**-146**
Свободные денежные потоки	**140**	**187**	**-2**	**66**	**137**	**180**	**241**	**309**	**380**
Ден. потоки от фин. деятельности	**169**	**-126**	**-63**	**-20**	**-205**	**-110**	**-152**	**-244**	**-229**
Чистые денежные потоки	**244**	**-29**	**-65**	**47**	**-68**	**69**	**89**	**65**	**150**

Синергия:
Ставим на дальнейший рост за счет сильных брендов

Нашей основной инвестиционной идеей в потребительском секторе являются акции Синергии. Мы отмечаем способность компании показывать высокий рост объемов (+11 % за первые 9 месяцев и +16 % в 3-м квартале 2010 г.) за счет ключевых брендов, наличия собственной сильной дистрибьютерской платформы, расширения высокомаржинальных экспортных операций, а также возможностей для дальнейшей консолидации торговых марок на российском рынке. Бумаги компании торгуются с дисконтом в 45 % по отношению к своим аналогам с развивающихся рынков по показателям EV/EBITDA и P/E 2011 г., в связи с чем мы рекомендуем «покапать» акции Синергии, которые имеют потенциал роста в 25 % к нашей целевой цене.

Успешное развитие сильных брендов помогло Синергии в 2010 г. показать рост продаж быстрее рынка, забирая рыночную долю у своих конкурентов – Группы компаний «Русский алкоголь» (CEDC) и региональных игроков. Мы ожидаем, что рыночная доля компании (в объемном выражении) увеличится до 10 % в 2010 г. против 9 % годом ранее. Сильное рыночное положение компании добавляет ей преимущества в переговорах с продуктовыми сетями, важность которых как канала дистрибуции в последнее время заметно увеличивается.

Рост продаж компании происходит за счет развития основных брендов – водочной продукции под марками «Белуга», «Мягков», «Беленькая». Основной вклад в рост продаж за 9 месяцев 2010 г. внесли продажи Белуги, которая относится к суперпремиальному сегменту. Размер экспортных продаж данной марки (30 % от общих продаж Белуги) увеличился на 50 % с начала года.

Успешное SPO компании, завершившееся в октябре, позволило Синергии привлечь около $ 100 млн и увеличило ликвидность акций, доведя долю акций в свободном обращении до 45 %. Привлеченные денежные средства будут направлены на снижение долговой нагрузки, дальнейшее развитие системы дистрибуции, а также возможные сделки M&A.

Мы отмечаем, что Синергия имеет большой опыт успешных приобретений и развитий водочных брендов. Ключевые бренды компании – «Белуга», «Мягков», «Беленькая», приобретенные в период 2007-2008 гг., являются наилучшим примером успешной реализации стратегии компании.

Покупка водочной марки «Веда», которая, согласно сообщениям в прессе, возможно, состоится уже в 2011 г., даст возможность компании развиваться в смежных ценовых сегментах, используя существующую платформу дистрибуции. Бренд «Веда» относится к премиум-сегменту и хорошо дополняет другие бренды компании (дороже Беленькой, дешевле Белуги). Вероятность приобретения бренда возрастает, так как начиная с августа 2010 г. Синергия занимается дистрибуцией этой марки, а также имеет опцион на покупку бренда в течение нескольких лет.

Эффект от увеличения инвестиций в собственную систему дистрибуции и расширение штата менеджеров по продажам в регионах во 2-м полугодии 2010 г. должен дать эффект масштаба при дальнейшем роста продаж Группы.

За счет изменений в ассортименте в пользу большей доли продаж ликероводочной продукции и премиализации портфеля брендов мы прогнозируем увеличение рентабельности компании по EBITDA на 110 б. п. до 17.3 % в текущем году и до 18.2 % в 2011 г. при среднем ежегодном росте продаж на 15 %.

Основные данные

Код РТС	SYNG
Цена акции $	43.25
Капитализация млн. $	944
EV млн. $	1 018
Целевая цена $	55.0
Потенциал %	27%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



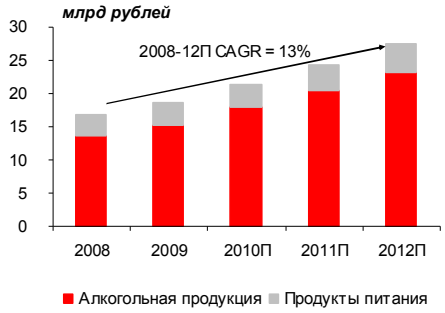
Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	694	792	894
EBITDA	120	144	168
Прибыль	62	89	109
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.1
EV/S	1.5	1.3	1.1
P/E	15.2	10.6	8.7
Рентабельность по EBITDA	*17.3%*	*18.2%*	*18.8%*
Чистая	*9.0%*	*11.2%*	*12.2%*

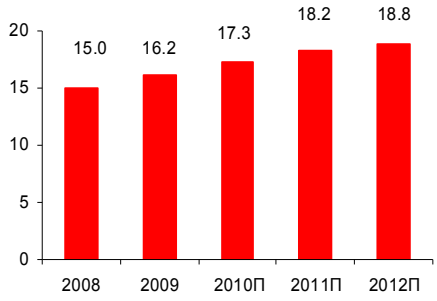
Акционеры

	Доля%
Мечетин А.А.	30%
Завадников В.Г.	20%
Миноритарии	5%
Акции в свободном обращении	45%

Динамика и структура продаж Синергии



Динамика рентабельности по EBITDA, %



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Акции Синергии торгуются с дисконтом в 43-46 % по отношению к аналогам из развивающихся стран по мультипликаторам 2011П EV/EBITDA и P/E. Наша оценка на основе DCF-модели подразумевает целевую цену за акцию компании на конец 2011 г. в $ 55.0, что соответствует потенциалу роста на 27 %.

Риски. К основным рискам для Синергии мы относим усиление конкуренции со стороны других производителей водки в России, что может быть особенно ощутимым в среднеценовом сегменте, также мы отмечаем, что тенденция к выбору потребителями более дешевых продуктов может негативно сказаться на продажах премиальных брендов компании.

Синергия: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	20 999	23 753	26 809	30 017	33 066	35 906	38 890
Темп роста (%)	*16%*	*13%*	*13%*	*12%*	*10%*	*9%*	*8%*
EBITDA	**3 631**	**4 333**	**5 038**	**5 675**	**6 340**	**6 966**	**7 611**
Рентабельность (%)	*17.3%*	*18.2%*	*18.8%*	*18.9%*	*19.2%*	*19.4%*	*19.6%*
EBIT	**3 283**	**3 967**	**4 654**	**5 276**	**5 930**	**6 547**	**7 183**
Рентабельность (%)	*15.6%*	*16.7%*	*17.4%*	*17.6%*	*17.9%*	*18.2%*	*18.5%*
-Налоги на прибыль	722	873	1 024	1 161	1 305	1 440	1 580
NOPAT	**2 561**	**3 095**	**3 630**	**4 116**	**4 625**	**5 106**	**5 603**
+ Амортизация	349	366	384	399	410	419	428
- Капвложения	-483	-546	-536	-510	-496	-503	-506
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 633	-955	-1 309	-1 371	-1 305	-1 217	-1 278
Чистый денежный поток	**794**	**1 960**	**2 169**	**2 634**	**3 235**	**3 806**	**4 248**

Основные предположения

WACC	15.0%
Конечный темп роста	6.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	20.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.80
Стоимость капитала	**17.0%**
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**7.2%**
WACC	**15.0%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	12 248
Конечная стоимость	49 945
Приведенная конечная стоимость	24 816
Стоимость денежных потоков	37 064
Текущий чистый долг (наличность)	2 222
Чистая стоимость компании	34 842
Количество акций (млн.)	21.8
Стоимость на акцию на конец 2011 г., руб	1 597
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**55.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.0

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	12.0%	13.0%	14.0%	**15.0%**	16.0%	17.0%	18.0%
7.5%	96.6	81.8	71.3	63.6	57.5	52.7	48.7
7.0%	88.4	76.1	67.2	60.4	55.0	50.6	47.0
6.5%	81.6	71.3	63.6	57.6	52.8	48.8	45.5
6.0%	76.0	67.1	60.4	**55.0**	50.7	47.1	44.0
5.5%	71.2	63.6	57.6	52.8	48.9	45.6	42.7
5.0%	67.2	60.4	55.1	50.8	47.2	44.2	41.5
4.5%	63.6	57.7	52.9	49.0	45.7	42.9	40.4

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	Стоимость капитала
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Синергия: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**16 729**	**18 073**	**20 999**	**23 753**	**26 809**	**30 017**	**33 066**	**35 906**	**38 890**
Операционные расходы	14 226	15 149	17 368	19 419	21 771	24 342	26 726	28 940	31 279
Амортизация	317	355	349	366	384	399	410	419	428
Операционная прибыль	2 186	2 569	3 283	3 967	4 654	5 276	5 930	6 547	7 183
EBITDA	**2 503**	**2 924**	**3 631**	**4 333**	**5 038**	**5 675**	**6 340**	**6 966**	**7 611**
Чистые процентные расходы	647	1 168	693	289	163	104	65	46	32
Прочие расходы (доходы)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	1 540	1 400	2 589	3 679	4 491	5 173	5 865	6 501	7 151
Налоги на прибыль	257	253	570	809	988	1 138	1 290	1 430	1 573
Доля миноритариев	58	79	140	198	242	279	316	351	386
Чистая прибыль	**1 224**	**1 068**	**1 880**	**2 671**	**3 261**	**3 756**	**4 258**	**4 720**	**5 192**

Баланс

в млн руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	927	734	850	1 256	2 775	4 962	7 890	11 480	15 577
Дебиторская задолженность	5 870	7 359	9 130	10 327	11 656	13 051	14 377	15 611	16 909
Запасы	2 479	2 748	2 873	2 944	3 275	3 633	3 968	4 271	4 595
Прочие оборотные активы	955	677	941	1 053	1 179	1 311	1 437	1 553	1 675
Основные средства	3 688	3 083	3 217	3 397	3 549	3 661	3 747	3 830	3 907
Прочие внеоборотные активы	5 620	5 913	5 913	5 913	5 913	5 913	5 913	5 913	5 913
Итого активы	**19 539**	**20 513**	**22 923**	**24 891**	**28 347**	**32 531**	**37 330**	**42 659**	**48 577**
Кредиторская задолженность	3 334	3 150	3 687	4 100	4 561	5 060	5 525	5 949	6 399
Краткосрочный долг	6 146	3 602	1 329	523	366	256	179	126	88
Прочие краткосрочные обязательства	66	116	106	119	135	151	166	181	196
Долгосрочный долг	965	2 571	1 743	1 220	854	598	418	293	205
Прочие долгосрочные обязательства	715	681	681	681	681	681	681	681	681
Капитал и резервы	8 312	10 394	15 378	18 247	21 750	25 785	30 359	35 430	41 008
Итого пассивы	**19 539**	**20 513**	**22 923**	**24 891**	**28 347**	**32 531**	**37 330**	**42 659**	**48 577**

Отчет о движении денежных средств

в млн руб.	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	1 224	1 068	1 880	2 671	3 261	3 756	4 258	4 720	5 192
Амортизация	317	355	349	366	384	399	410	419	428
Изменение оборотного капитала	-363	-2 716	-1 633	-955	-1 309	-1 371	-1 305	-1 217	-1 278
Прочее	-577	74	140	198	242	279	316	351	386
Денежные потоки от операций	**601**	**-1 219**	**736**	**2 281**	**2 578**	**3 063**	**3 680**	**4 273**	**4 728**
Капиталовложения	-2 908	-236	-483	-546	-536	-510	-496	-503	-506
Прочие доходы (инвестиции)	863	40	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	-2 044	-197	-483	-546	-536	-510	-496	-503	-506
Свободные денежные потоки	**-1 443**	**-1 416**	**253**	**1 734**	**2 042**	**2 553**	**3 184**	**3 770**	**4 223**
Изменение долга	1 924	-1 036	-3 102	-1 329	-523	-366	-256	-179	-126
Изменение акционерного капитала	0	2 274	2 964	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные потоки	**481**	**-178**	**115**	**406**	**1 519**	**2 187**	**2 928**	**3 591**	**4 097**

Фармстандарт:
Лидерские позиции и потенциал роста учтены в цене

Мы рекомендуем «держать» акции Фарстандарта с целевой ценой в $ 30.0 на конец 2011 г. GDR Фармстандарта торгуются на уровне 11.0х 2011П EV/EBITDA, что подразумевает дисконт в 1 % по отношению к медианному значению мультипликаторов иностранных производителей дженериковых препаратов, а также премию в 56 % к производителям оригинальных препаратов. Мы полагаем, что потенциал роста продаж собственных препаратов компании в коммерческом сегменте, а также по государственным программам уже по большей части учтен рынком в текущих котировках.

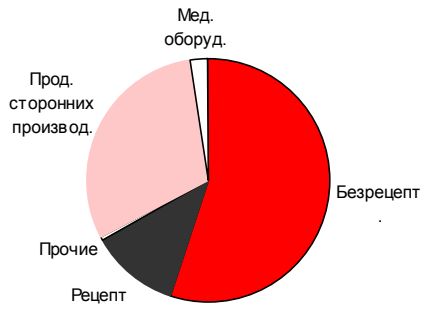
Фармстандарт – лидер российского фармацевтического рынка. Рыночная доля компании продолжает стабильно увеличиваться последние несколько лет за счет высокого роста продаж собственных безрецептурных препаратов (Арбидол, Амиксин, Пентальгин и прочих), а также стремительного развития рецептурного сегмента.

Снижающиеся темпы роста цен на лекарственные средства за счет более строгого регулирования цен со стороны государства на жизненно важные препараты (более 50 % от выручки Фармстандарта), а также эффект высокой базы 2009 г., на наш взгляд, станут основными причинами замедления темпов роста выручки компании в перспективе 2010-2012 гг. По нашим оценкам, среднегодовой рост продаж собственных препаратов будет находиться в пределах 10 % в следующие три года. Мы ожидаем, что рентабельность компании по EBITDA будет незначительно увеличиваться (с 36.6 % в 2010П до 36.9 % в 2012 П) по мере роста доли собственных препаратов в общем объеме продаж компании.

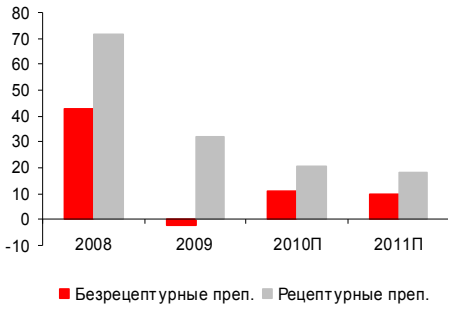
Несмотря за замедляющиеся темпы роста, мы полагаем, что Фармстандарту удастся сохранить лидирующие позиции на рынке благодаря сильным брендам безрецептурного сегмента (55 % от общих продаж в 2010 г.), а также увеличивающимся продажам рецептурных препаратов (12 % в выручке компании) как на коммерческом рынке, так и по государственным заказам. Мы ожидаем, что выручка от дистрибуции препаратов, произведенных сторонними производителями, будет ежегодно расти в пределах 5 %.

Инвестиции свободных денежных средств (на середину 2010 г. Фармстандарт располагал чистыми денежными средствами в размере 1.6 млрд руб.) в привлекательные сделки M&A, учитывая успешный опыт компании в этой сфере, сможет увеличить стоимость Фармстандарта и стать катализатором для стоимости акций.

Структура выручки Фармстандарта, 2010П



Динамика продаж рецептурных / безрецептурных препаратов, год к году, %



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Исходя из нашей оценки компании по методу DCF, целевая цена GDR Фарсмстандарта на конец 2011 г. составляет $ 30.0, что подразумевает потенциал роста на 11 %. Наша рекомендация – «держать». GDR Фармстандарта торгуются со средним дисконтом 1 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П к медианному значению дженериковых производителей, а также с премией 58 % к производителям оригинальных препаратов.

Риски. К основным рискам для Фармстандарта мы относим усиление государственного регулирования цен на жизненно важные лекарственные препараты, падение курса рубля, которое может негативно сказаться на рентабельности компании, так как ингредиенты для препаратов закупаются за рубежом.

Основные данные

Код Bloomberg	PHST LI
Цена акции $	27.0
Капитализация $ млн	4 080
EV $ млн	3 949
Целевая цена $	30.0
Потенциал %	11%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	877	977	1 067
EBITDA	321	359	394
Прибыль	227	256	288
EV/EBITDA	12.3	11.0	10.0
EV/S	4.5	4.0	3.7
P/E	18.0	15.9	14.2
Рентабельность			
По EBITDA	*36.6%*	*36.7%*	*36.9%*
Чистая	*25.9%*	*26.2%*	*27.0%*

Акционеры

	Доля%
Augment Investments Ltd	54.3%
Акции в свободном обращении	45.7%

Фармстандарт: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	26 525	29 310	32 022	34 653	37 242	39 729	42 118
Темп роста (%)	*10%*	*11%*	*9%*	*8%*	*7%*	*7%*	*6%*
EBITDA	**9 712**	**10 771**	**11 822**	**13 037**	**14 257**	**15 448**	**16 588**
Рентабельность (%)	*36.6%*	*36.7%*	*36.9%*	*37.6%*	*38.3%*	*38.9%*	*39.4%*
EBIT	**8 814**	**9 757**	**10 778**	**11 980**	**13 177**	**14 315**	**15 451**
Рентабельность (%)	*33.2%*	*33.3%*	*33.7%*	*34.6%*	*35.4%*	*36.0%*	*36.7%*
-Налоги на EBIT	1 845	2 049	2 263	2 516	2 767	3 006	3 245
NOPAT	**6 969**	**7 708**	**8 515**	**9 464**	**10 410**	**11 309**	**12 206**
+ Амортизация	899	1 014	1 044	1 057	1 080	1 132	1 137
- Капвложения	-871	-797	-789	-849	-875	-894	-906
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-2 344	-993	-819	-589	-925	-888	-811
Чистый денежный поток	**4 652**	**6 932**	**7 951**	**9 084**	**9 690**	**10 659**	**11 627**

Основные предположения

WACC	13.5%
Конечный темп роста	6.0%
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	10.0%
Бэта*	1.20
Бэта с учетом долга	1.31
Стоимость капитала	**14.3%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**13.5%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	40 189
Конечная стоимость	163 742
Приведенная конечная стоимость	86 830
Стоимость денежных потоков	127 019
Текущий чистый долг (наличность)	(3 936)
Чистая стоимость компании	130 955
Количество GDR (млн.)	151.2
Стоимость GDR на конец 2011 г., руб	**866**
Целевая стоимость GDR на конец 2011 г., $	**30.0**
$/руб, среднее в 2010 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	10.5%	11.5%	12.5%	**13.5%**	14.5%	15.5%	16.5%
7.5%	61.0	48.0	40.0	35.0	31.0	29.0	26.0
7.0%	53.0	44.0	37.0	33.0	30.0	27.0	25.0
6.5%	48.0	40.0	35.0	31.0	29.0	26.0	24.0
6.0%	44.0	37.0	33.0	**30.0**	27.0	25.0	24.0
5.5%	40.0	35.0	31.0	29.0	26.0	24.0	23.0
5.0%	37.0	33.0	30.0	27.0	25.0	24.0	22.0
4.5%	35.0	31.0	29.0	26.0	25.0	23.0	22.0

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1000	1.35
больше 200	1.50
меньше 100	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Фармстандарт: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**14 336**	**24 095**	**26 525**	**29 310**	**32 022**	**34 653**	**37 242**	**39 729**	**42 118**
Операционные расходы	8 096	14 790	16 812	18 540	20 201	21 616	22 985	24 282	25 529
Амортизация	604	752	899	1 014	1 044	1 057	1 080	1 132	1 137
Операционная прибыль	5 635	8 553	8 814	9 757	10 778	11 980	13 177	14 315	15 451
EBITDA	**6 239**	**9 305**	**9 712**	**10 771**	**11 822**	**13 037**	**14 257**	**15 448**	**16 588**
Чистые процентные расходы	233	13	-88	-184	-408	-950	-1 434	-1 968	-2 571
Прочие расходы (доходы)	715	-105	217	218	238	277	298	318	337
Прибыль до налогов	**4 687**	**8 645**	**8 684**	**9 722**	**10 948**	**12 653**	**14 313**	**15 966**	**17 685**
Налоги на прибыль	1 184	1 793	1 818	2 042	2 299	2 657	3 006	3 353	3 714
Доля миноритариев	-1	16	3	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**3 504**	**6 836**	**6 864**	**7 681**	**8 649**	**9 996**	**11 307**	**12 613**	**13 971**

Баланс

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	186	2 798	4 349	10 911	19 091	28 785	39 463	51 513	64 988
Дебиторская задолженность	4 761	9 289	8 549	9 493	10 459	11 203	12 040	12 844	13 579
Запасы	2 485	2 759	6 067	6 428	6 866	7 191	7 580	7 949	8 278
Прочие оборотные активы	514	1 529	3 814	3 889	3 965	3 966	4 033	4 098	4 160
Основные средства	3 917	3 686	3 947	3 986	3 978	4 030	4 085	4 105	4 126
Прочие внеоборотные активы	6 347	6 162	6 354	6 099	5 852	5 592	5 331	5 073	4 820
Итого активы	**18 210**	**26 223**	**33 081**	**40 805**	**50 210**	**60 767**	**72 533**	**85 583**	**99 952**
Кредиторская задолженность	1 708	3 906	4 603	4 944	5 561	5 992	6 317	6 624	6 898
Краткосрочный долг	1 583	391	413	50	50	50	50	50	50
Прочие краткосрочные обязательства	683	972	524	577	630	693	745	795	842
Долгосрочный долг	761	392	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	862	866	964	976	1 063	1 129	1 212	1 291	1 368
Капитал и резервы	12 614	19 696	26 577	34 258	42 907	52 902	64 210	76 823	90 794
Итого пассивы	**18 210**	**26 223**	**33 081**	**40 805**	**50 210**	**60 767**	**72 533**	**85 583**	**99 952**

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	3 504	6 836	6 864	7 681	8 649	9 996	11 307	12 613	13 971
Амортизация	604	752	899	1 014	1 044	1 057	1 080	1 132	1 137
Изменение оборотного капитала	-1 276	-1 523	-2 344	-993	-819	-589	-925	-888	-811
прочее	1 005	6	-234	15	90	64	85	82	79
Денежные потоки от операций	**3 837**	**6 071**	**5 184**	**7 717**	**8 964**	**10 528**	**11 548**	**12 939**	**14 376**
Капиталовложения	-2 655	-529	-871	-797	-789	-849	-875	-894	-906
Прочие доходы (инвестиции)	-55	-1 032	-2 413	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	**-2 710**	**-1 561**	**-3 284**	**-797**	**-789**	**-849**	**-875**	**-894**	**-906**
Свободные денежные потоки	**1 127**	**4 510**	**1 900**	**6 920**	**8 176**	**9 679**	**10 673**	**12 045**	**13 470**
Ден. потоки от фин. деятельности	-1 333	-1 699	-349	-359	5	15	5	5	5
Чистые денежные потоки	**-206**	**2 811**	**1 551**	**6 562**	**8 180**	**9 695**	**10 678**	**12 050**	**13 475**

Верофарм:
Самый дешевый билет на фармрынок

Верофарм – наиболее дешевый вход для инвесторов на фармацевтический рынок. Акции компании торгуются с 44%-ным дисконтом по мультипликаторам 2011 EV/EBITDA и P/E по сравнению с иностранными производителями дженериков.

Мы полагаем, что рост котировок Верофарма ограничен низкой ликвидностью акций, а также тесной связью с основным акционером – Аптечной сетью 36.6, которая по-прежнему имеет проблемы с высокой долговой нагрузкой и слабыми операционными показателями. Мы рекомендуем «держать» акции Верофарма с расчетной ценой на конец 2011 г. в $ 50 за акцию, подразумевающей потенциал роста в 16 %. Выход Аптечной сети 36.6 из состава акционеров Верофарма путем продажи акций компании стратегическому инвестору может стать внешним катализатором для бумаг Верофарма.

В 2010 г. Верофарм показывает рост выручки, превышая рост фармацевтического рынка в общем. Выручка компании увеличилась за 9 месяцев 2010 г. на 22 % г-к-г против скромных 2 % в 2009 г. В 3-м квартале Верофарм продемонстрировал существенное увеличение темпов роста общих продаж за счет стремительного роста (на 70 % г-к-г) сегмента рецептурных препаратов, в то время как продажи безрецептурного сегмента выросли на 27% г-к-г.

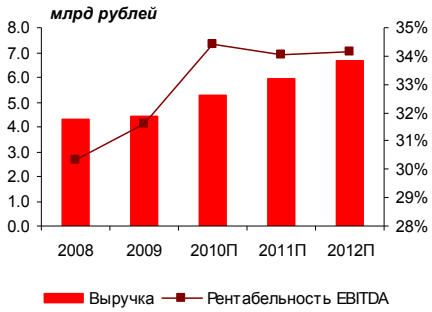
Валовая рентабельность компании увеличилась на 290 б.п. за счет изменения продуктов в портфеле в пользу рецептурных и безрецептурных и сокращения выручки от продаж низкомаржинальных традиционных лекарств и медицинских пластырей. Однако операционные расходы, возросшие до 40.4 % от выручки, негативно повлияли на рентабельность компании по EBITDA, которая снизилась на 130 б.п. до 29 %.

Мы полагаем, что дальнейшему росту продаж компании будет способствовать тенденция замещения импортных препаратов российскими аналогами. В 2010 г. Верофарм начал производство 12 новых лекарственных препаратов, продажи которых по итогам первых 3 кварталов составили 3 %. Также в портфеле компании и в процессе регистрации находятся еще более 20 новых препаратов, выпуск которых начнется в ближайшее годы, что позволит поддержать рост выручки компании.

Структура выручки Верофарма, 9 мес. 2010 г.



Динамика выручки и рентабельности EBITDA



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Целевая цена акций Верофарма на конец 2011 г. по методу DCF составляет $ 50.0, что подразумевает потенциал роста на 16 %. Наша рекомендация – «держать». Акции компании торгуются с дисконтом 44 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П к медианному значению международным аналогам.

Риски. К основным рискам мы относим связь с основным акционером – Аптечной сетью 36.6, которая может использовать денежные потоки и сильный баланс Верофарма для решения своих проблем с ликвидностью.

Основные данные

Код РТС	VRPH
Цена акции $	43.3
Капитализация $ млн	433
EV $ млн	423
Целевая цена $	50.0
Потенциал %	16%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	174	198	223
EBITDA	60	67	76
Прибыль	42	49	55
EV/EBITDA	7.1	6.3	5.6
EV/S	2.4	2.1	1.9
P/E	10.3	8.8	7.8
Рентабельность			
По EBITDA	*34.4%*	*34.1%*	*34.1%*
Чистая	*24.3%*	*24.7%*	*24.8%*

Акционеры

	Доля%
Leget Investments Limited	26.9%
Glazar Limited	24.9%
Акции в свободном обращении	48.2%

Верофарм: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	5 253	5 933	6 675	7 347	7 969	8 655	9 251
Темп роста (%)	*20%*	*13%*	*13%*	*10%*	*8%*	*9%*	*7%*
EBITDA	**1 807**	**2 021**	**2 278**	**2 492**	**2 685**	**2 902**	**3 062**
Рентабельность (%)	*34.4%*	*34.1%*	*34.1%*	*33.9%*	*33.7%*	*33.5%*	*33.1%*
EBIT	**1 682**	**1 878**	**2 114**	**2 308**	**2 485**	**2 688**	**2 836**
Рентабельность (%)	*32.0%*	*31.7%*	*31.7%*	*31.4%*	*31.2%*	*31.1%*	*30.7%*
-Налоги на EBIT	362	404	454	496	534	578	610
NOPAT	**1 320**	**1 475**	**1 659**	**1 812**	**1 950**	**2 110**	**2 226**
+ Амортизация	125	143	165	184	200	214	226
- Капвложения	-200	-300	-300	-300	-300	-300	-299
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2	-14	-235	-220	-171	-487	-426
Чистый денежный поток	**1 248**	**1 304**	**1 289**	**1 475**	**1 680**	**1 537**	**1 727**

Основные предположения

WACC	16.5%
Конечный темп роста	6.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	**4.9%**
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(D+E)	10.0%
Бэта	1.60
Бэта с учетом долга	1.74
Стоимость капитала	**17.5%**
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**7.2%**
WACC	**16.5%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	6 199
Конечная стоимость	17 444
Приведенная конечная стоимость	8 130
Стоимость денежных потоков	14 328
Текущий чистый долг (наличность)	(289)
Чистая стоимость компании	14 617
Количество акций (млн.)	10.0
Стоимость на акцию на конец 2011 г., руб	1 462
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**50.0**
$/руб, среднее в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	13.5%	14.5%	15.5%	**16.5%**	17.5%	18.5%	19.5%
7.5%	73.4	65.9	60.1	55.5	51.8	48.7	46.1
7.0%	69.4	62.8	57.7	53.6	50.3	47.4	45.0
6.5%	65.9	60.2	55.7	51.9	48.9	46.2	44.0
6.0%	62.9	57.9	53.8	**50.0**	47.6	45.1	43.0
5.5%	60.3	55.8	52.1	49.0	46.4	44.1	42.1
5.0%	58.0	53.9	50.6	47.7	45.3	43.2	41.3
4.5%	55.9	52.2	49.2	46.6	44.3	42.3	40.6

Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.5%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Верофарм: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**4 300**	**4 395**	**5 253**	**5 933**	**6 675**	**7 347**	**7 969**	**8 655**	**9 251**
Операционные расходы	2 995	3 006	3 446	3 912	4 397	4 855	5 284	5 753	6 190
Амортизация	115	112	125	143	165	184	200	214	226
Операционная прибыль	1 190	1 277	1 682	1 878	2 114	2 308	2 485	2 688	2 836
EBITDA	**1 305**	**1 389**	**1 807**	**2 021**	**2 278**	**2 492**	**2 685**	**2 902**	**3 062**
Чистые процентные расходы	60	72	54	8	5	4	2	2	1
Прочие расходы (доходы)	59	33	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	**1 071**	**1 172**	**1 628**	**1 870**	**2 108**	**2 305**	**2 482**	**2 686**	**2 835**
Налоги на прибыль	153	65	350	402	453	496	534	578	609
Чистая прибыль	**918**	**1 108**	**1 278**	**1 468**	**1 655**	**1 809**	**1 948**	**2 109**	**2 225**

Баланс

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	1	65	384	1 652	2 918	4 376	6 044	7 573	9 294
Дебиторская задолженность	3 488	3 931	4 203	4 238	4 450	4 592	4 687	5 091	5 442
Запасы	567	1 044	805	788	816	901	983	1 075	1 158
Прочие оборотные активы	330	500	535	565	598	628	655	686	712
Основные средства	805	798	873	1 030	1 165	1 281	1 381	1 467	1 540
Прочие внеоборотные активы	340	342	342	342	342	342	342	342	342
Итого активы	**5 531**	**6 680**	**7 141**	**8 614**	**10 288**	**12 119**	**14 092**	**16 233**	**18 489**
Кредиторская задолженность	290	202	272	306	344	380	415	453	489
Краткосрочный долг	665	887	28	20	14	10	7	5	3
Прочие краткосрочные обязательства	494	385	385	385	385	385	385	385	385
Долгосрочный долг	54	95	66	46	32	23	16	11	8
Прочие долгосрочные обязательства	96	72	72	72	72	72	72	72	72
Капитал и резервы	3 931	5 039	6 317	7 785	9 440	11 250	13 198	15 307	17 532
Итого пассивы	**5 531**	**6 680**	**7 141**	**8 614**	**10 288**	**12 119**	**14 092**	**16 233**	**18 489**

Отчет о движении денежных средств

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	918	1 108	1 278	1 468	1 655	1 809	1 948	2 109	2 225
Амортизация	115	112	125	143	165	184	200	214	226
Изменение оборотного капитала	(1 000)	(1 215)	2	(14)	(235)	(220)	(171)	(487)	(426)
Прочее	(30)	49	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от операций	**3**	**53**	**1 406**	**1 597**	**1 585**	**1 772**	**1 978**	**1 835**	**2 025**
Капиталовложения	(146)	(96)	(200)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(299)
Прочие доходы (инвестиции)	1	(110)	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	**(144)**	**(205)**	**(200)**	**(300)**	**(300)**	**(300)**	**(300)**	**(300)**	**(299)**
Свободные денежные потоки	**(142)**	**(152)**	**1 206**	**1 297**	**1 285**	**1 472**	**1 678**	**1 535**	**1 726**
Изменение долга	132	215	(887)	(28)	(20)	(14)	(10)	(7)	(5)
Чистые денежные потоки	**(10)**	**63**	**319**	**1 269**	**1 265**	**1 459**	**1 668**	**1 528**	**1 722**

Калина:

Будет ли реализован весь потенциал роста стоимости акций?

Несмотря на то что по оценке акций Калины по методу DCF потенциал роста котировок компании составляет 28 % и нашу рекомендацию «покупать», мы ожидаем, что рост акций компании может быть сдержан незначительным вниманием инвесторов к бумаге из-за низкой ликвидности. Также в краткосрочной перспективе рост котировок может сдерживать предстоящий выкуп 34 % акций компании в рамках программы по обратному выкупу, который, как планируется, будет проходить с 14 февраля по 30 марта 2011 г.

Калина показывает самые низкие темпы роста среди всех анализируемых нами компаний потребительского сектора. Ежегодный рост продаж компании в 2010-2012 г. составит 9 %, при этом рентабельность EBITDA сократится с 11.6 % до 10.9 % из-за увеличивающихся расходов на маркетинг и рекламу. На наш взгляд, низкие темпы роста бизнеса, а также небольшая ликвидность акций компании являются основной причиной для дисконта в оценке по отношению к зарубежным аналогам, а также к другим российским компаниям потребительского сектора.

За первые 9 месяцев 2010 г. Калина показала снижение выручки год к году, что было обусловлено продажей в прошлом году части европейского бизнеса компании, связанного с производством и реализацией в Европе средств по уходу за полостью рта и продукции под частными марками. На домашнем рынке рост выручки замедлился: продажи продукции в России и СНГ увеличилась в 3-м квартале лишь на 6 % год к году против роста на 15 % в 1-м полугодии.

В ноябре Калина объявила о продаже 100%-ной доли в Dr. Scheller Cosmetics AG группе Coty. Ожидается, что сделка будет закрыта в 1-м квартале 2011 г. одновременно с этим Калина объявила о запуске процедуры обратного выкупа акций у акционеров.

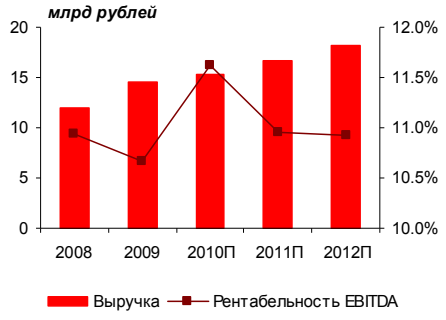
В январе 2011 г. состоится внеочередное собрание акционеров компании, на котором должен быть одобрен выкуп 3.3 млн акций (34 % уставного капитала). Цены выкупа будет установлена в размере 746 руб. за акцию (на 4 % ниже текущих котировок). Общая сумма выкупа составит 2.5 млрд руб. ($ 80 млн). Предъявить акции к выкупу смогут акционеры компании по состоянию на 22 ноября 2010 г. Мы полагаем, что до окончания обратного выкупа (30 марта 2011 г.) рост котировок может быть сдержанным.

По нашему мнению, предложением по выкупу акций могут воспользоваться крупные акционеры компании, которые не могут продать акции на рынке из-за их низкой ликвидности (среднедневной оборот по бумагам в РТС и на ММВБ составляет менее $ 0.05 млн).

Структура выручки Калины, 2010П



Динамика выручки и EBITDA Калины (2009-2012П)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка. Наша DCF-модель подразумевает целевую цену акций Калины на уровне $ 32 на конец 2011 г. Акции компании торгуются с 50%-ным дисконтом по мультипликаторам 2011 EV/EBITDA и P/E по отношению к иностранным аналогам. Наша рекомендация – «покупать».

Риски. К основным рискам для Калины мы относим увеличение расходов на маркетинг и рекламу вслед за ростом цен на рекламу, а также ужесточение конкуренции со стороны иностранных производителей косметики.

Основные данные

Код РТС	KLNA
Цена акции $	25.0
Капитализация млн. $	244
EV млн. $	332
Целевая цена $	32.0
Потенциал %	28%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	505	554	604
EBITDA	59	61	66
Прибыль	25	29	34
EV/EBITDA	5.7	5.5	5.0
EV/S	0.7	0.6	0.5
P/E	9.8	8.5	7.3
Рентабельность по EBITDA	*11.6%*	*10.9%*	*10.9%*
Чистая	*4.9%*	*5.2%*	*5.6%*

Акционеры

	Доля%
Deutsche Bank Trust	20%
UniCredit Bank Austria AG	11%
Greater Europe Deep Value Fund Ltd	9%
Lindsell Enterprises Ltd	8%
HSBC BANK PLC	7%
Казначейские акции	13%
Акции в свободном обращении	33%

Калина: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн руб.	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	15 283	16 634	18 123	19 757	21 368	22 922	24 155
Темп роста (%)	*5%*	*9%*	*9%*	*9%*	*8%*	*7%*	*5%*
EBITDA	**1 777**	**1 821**	**1 981**	**2 199**	**2 471**	**2 630**	**2 671**
Рентабельность (%)	*11.6%*	*10.9%*	*10.9%*	*11.1%*	*11.6%*	*11.5%*	*11.1%*
EBIT	**1 487**	**1 529**	**1 688**	**1 903**	**2 175**	**2 334**	**2 376**
Рентабельность (%)	*9.7%*	*9.2%*	*9.3%*	*9.6%*	*10.2%*	*10.2%*	*9.8%*
-Налоги на прибыль	476	459	506	571	653	700	713
NOPAT	**1 011**	**1 070**	**1 182**	**1 332**	**1 523**	**1 634**	**1 663**
+ Амортизация	290	292	293	296	296	296	295
- Капвложения	-306	-299	-308	-296	-299	-298	-314
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	42	-152	-222	-309	-305	-294	-234
Чистый денежный поток	**1 037**	**911**	**944**	**1 023**	**1 214**	**1 338**	**1 411**

Основные предположения

WACC	16.6%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**7.3%**
Доходность ОФЗ 5 лет*	7.3%
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(D+E)	10.0%
Бэта	1.75
Бэта с учетом долга	1.91
Стоимость капитала	**17.5%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**16.6%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	4 620
Конечная стоимость	12 789
Приведенная конечная стоимость	5 938
Стоимость денежных потоков	10 558
Чистый долг (наличность), конец 2010 г.	2 653
Чистая стоимость компании	7 905
Количество акций, исключая казначейские (млн.)	8.44
Стоимость на акцию на конец 2011 г., руб	**937**
Целевая стоимость акции на конец 2011 г., $	**32.0**
$/руб, средний в 2011 г.	29.00

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	13.6%	14.6%	15.6%	**16.6%**	17.6%	18.6%	19.6%
6.5%	49.5	44.1	39.8	36.3	33.4	30.9	28.8
6.0%	46.7	41.9	38.0	34.9	32.2	29.9	27.9
5.5%	44.2	39.9	36.4	33.5	31.0	28.9	27.0
5.0%	42.0	38.2	35.0	**32.0**	30.0	28.0	26.2
4.5%	40.1	36.6	33.7	31.2	29.1	27.2	25.5
4.0%	38.3	35.1	32.5	30.2	28.2	26.4	24.8
3.5%	36.7	33.8	31.4	29.2	27.3	25.7	24.2

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.0%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%
Прочее	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	Стоимость капитала
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.20
больше 1 000	1.35
больше 500	1.50
меньше 500	1.75
0 / непубличный бизнес	2.00

Калина: финансовые показатели, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	**12 029**	**14 487**	**15 283**	**16 634**	**18 123**	**19 757**	**21 368**	**22 922**	**24 155**
Операционные расходы	10 712	12 941	13 506	14 812	16 142	17 558	18 897	20 292	21 484
Амортизация	348	322	290	292	293	296	296	296	295
Операционная прибыль	968	1 224	1 487	1 529	1 688	1 903	2 175	2 334	2 376
EBITDA	**1 316**	**1 546**	**1 777**	**1 821**	**1 981**	**2 199**	**2 471**	**2 630**	**2 671**
Чистые процентные расходы	351	481	383	297	248	189	132	92	65
Прочие расходы (доходы)	271	121	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	347	623	1 104	1 231	1 440	1 714	2 043	2 242	2 311
Налоги на прибыль	116	208	353	369	432	514	613	672	693
Чистая прибыль	**231**	**415**	**750**	**862**	**1 008**	**1 200**	**1 430**	**1 569**	**1 618**

Баланс

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	294	555	551	521	449	281	457	858	1 411
Дебиторская задолженность	2 677	2 720	2 779	2 970	3 236	3 528	3 816	4 093	4 313
Запасы	2 182	2 280	2 168	2 281	2 403	2 606	2 803	2 998	3 147
Прочие оборотные активы	1 000	839	880	950	1 026	1 110	1 193	1 273	1 337
Основные средства	2 404	2 223	2 238	2 245	2 261	2 261	2 265	2 267	2 285
Прочие внеоборотные активы	2 292	2 101	2 101	2 101	2 101	2 101	2 101	2 101	2 101
Итого активы	**10 848**	**10 719**	**10 717**	**11 068**	**11 477**	**11 887**	**12 635**	**13 589**	**14 594**
Кредиторская задолженность	2 353	2 354	2 365	2 557	2 768	3 001	3 228	3 452	3 623
Краткосрочный долг	3 202	3 060	1 461	1 023	666	466	326	228	160
Прочие краткосрочные обязательства	195	328	346	376	409	445	481	515	542
Долгосрочный долг	545	704	1 743	1 720	1 554	1 088	762	533	373
Прочие долгосрочные обязательства	526	518	518	518	518	518	518	518	518
Капитал и резервы	4 027	3 755	4 284	4 874	5 562	6 369	7 320	8 343	9 377
Итого пассивы	**10 848**	**10 719**	**10 717**	**11 068**	**11 477**	**11 887**	**12 635**	**13 589**	**14 594**

Отчет о движении денежных средств

в млн руб.	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Чистая прибыль	231	415	750	862	1 008	1 200	1 430	1 569	1 618
Амортизация	348	322	290	292	293	296	296	296	295
Изменение оборотного капитала	506	-38	42	-152	-222	-309	-305	-294	-234
прочее	59	-19	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от операций	**1 145**	**679**	**1 083**	**1 002**	**1 079**	**1 187**	**1 421**	**1 572**	**1 679**
Капиталовложения	-1 116	-55	-306	-299	-308	-296	-299	-298	-314
Прочие доходы (инвестиции)	-60	39	0	0	0	0	0	0	0
Денежные потоки от инвестиций	-1 176	-17	-306	-299	-308	-296	-299	-298	-314
Свободные денежные потоки	**-31**	**663**	**777**	**703**	**771**	**891**	**1 122**	**1 274**	**1 365**
Ден. потоки от фин. деятельности	**136**	**-401**	**-781**	**-733**	**-843**	**-1 059**	**-945**	**-873**	**-812**
Чистые денежные потоки	**105**	**262**	**-4**	**-30**	**-72**	**-169**	**176**	**401**	**553**

Сравнительные оценки

Компании розничной торговли продуктами питания

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
X5 Retail Group	Россия	43.7	11 857	32.5	25.9	18.2	14.5	12.0	9.9	1.1	0.9	0.7	34%	21%	23%
Магнит (GDR)	Россия	28.5	12 679	36.0	29.0	20.8	20.4	14.4	10.5	1.7	1.2	0.9	31%	39%	40%
Магнит (локальные акции)	Россия	129.0	11 478	32.6	26.2	18.9	18.6	13.1	9.6	1.6	1.1	0.8	31%	39%	40%
Дикси	Россия	12.9	1 109	NM	30.4	14.3	12.2	8.5	6.3	0.6	0.5	0.4	NM	39%	25%
Россия - среднее значение				***33.7***	***27.9***	***18.0***	***16.5***	***12.0***	***9.1***	***1.3***	***0.9***	***0.7***	***33%***	***33%***	***29%***
Развитые рынки															
Carrefour Sa	France	42.9	30 263	14.5	12.0	10.1	6.2	5.5	5.0	0.3	0.3	0.3	20%	11%	5%
Metro Ag	Germany	74.8	24 369	18.2	14.9	12.7	6.4	5.8	5.2	0.3	0.3	0.3	20%	11%	5%
Tesco Plc	UK	6.7	54 060	14.7	13.0	11.6	9.2	8.3	7.5	0.8	0.7	0.6	13%	11%	8%
Sainsbury	UK	5.9	10 994	16.9	14.8	13.5	7.9	7.0	6.5	0.5	0.4	0.4	12%	11%	8%
Ahold	Netherlands	12.7	15 116	11.4	10.1	9.4	5.7	5.4	5.3	0.4	0.4	0.4	10%	3%	3%
WM Morrison Supermarkets	UK	4.3	11 553	14.5	12.2	10.9	7.8	6.8	6.2	0.6	0.5	0.5	15%	13%	9%
Casino Guichard Perrachon	France	96.0	10 599	14.4	12.6	11.4	6.1	5.5	5.2	0.4	0.4	0.4	13%	8%	8%
Delhaize Group	Belgium	70.4	7 144	9.9	9.6	9.2	4.7	4.7	4.6	0.4	0.3	0.3	4%	2%	1%
Colruyt Sa	Belgium	51.9	8 690	20.2	17.4	16.1	11.2	9.6	8.9	1.0	0.9	0.8	12%	12%	11%
Axfood	Sweden	36.4	1 911	15.4	14.7	14.2	7.8	7.4	6.9	0.4	0.4	0.4	4%	6%	3%
Jeronimo Martins	Portugal	16.7	10 518	28.8	23.4	19.9	13.2	11.5	10.2	1.0	0.9	0.8	20%	14%	13%
Kroger Co	US	20.8	13 239	12.5	11.8	10.7	5.6	5.5	5.1	0.3	0.3	0.2	8%	4%	6%
Safeway Inc	US	21.6	8 034	14.1	12.4	10.5	5.2	5.0	4.8	0.3	0.3	0.3	16%	4%	2%
Wal-Mart Stores Inc	US	54.5	194 093	15.1	13.4	12.2	7.5	6.9	6.6	0.6	0.5	0.5	11%	7%	4%
Supervalu Inc	US	8.7	1 844	4.4	5.9	5.8	4.3	4.7	4.9	0.2	0.2	0.2	-13%	-7%	-4%
Family Mart	US	50.5	6 361	19.6	15.9	14.0	8.4	7.6	7.0	0.8	0.7	0.7	18%	10%	8%
Couche-Tard	Canada	25.2	4 690	17.0	13.1	12.1	8.6	7.2	6.9	0.3	0.3	0.3	19%	12%	9%
Walgreen	US	36.5	33 908	17.2	14.6	12.7	7.6	6.9	6.3	0.5	0.5	0.5	16%	10%	5%
Whole Foods	US	48.9	8 457	35.5	28.8	25.5	12.5	11.0	9.9	1.0	0.9	0.8	18%	12%	11%
Развитые рынки - среднее значение				***16.5***	***14.2***	***12.8***	***7.7***	***7.0***	***6.5***	***0.5***	***0.5***	***0.5***	***12%***	***8%***	***6%***
Развивающиеся рынки															
Organizacion Soriana S.A.-B	Mexico	3.1	5 669	22.3	19.2	16.2	10.7	9.7	8.6	0.8	0.7	0.7	17%	12%	9%
Walmart De Mexico-Ser V	Mexico	2.8	50 490	31.8	26.2	21.6	18.3	15.3	13.0	1.8	1.6	1.3	21%	19%	16%
Bim Birlesik Magazalar As	Turkey	34.9	5 302	33.0	27.5	22.3	21.9	17.8	14.6	1.1	0.9	0.8	21%	22%	23%
Shinsegae	South Korea	506.6	9 554	11.5	14.0	12.4	10.2	9.6	8.9	1.2	1.2	1.1	-4%	7%	7%
Lotte Shopping	South Korea	417.0	12 112	15.5	13.2	11.7	11.0	9.6	8.7	1.2	1.1	1.0	15%	12%	10%
Shoprite Holdings Ltd	South Africa	14.9	8 097	24.7	20.2	17.3	13.5	10.7	9.3	0.8	0.7	0.6	20%	21%	17%
Massmart Holdings Ltd	South Africa	20.7	4 217	25.9	20.1	16.3	12.8	9.5	7.9	0.6	0.5	0.5	26%	27%	18%
Развивающиеся рынки - среднее значение				***23.5***	***20.1***	***16.8***	***14.1***	***11.7***	***10.1***	***1.1***	***1.0***	***0.9***	***17%***	***17%***	***14%***

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Компании розничной торговли электроникой и бытовой техникой

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
М.Видео	Россия	9.0	1 618	26.9	20.0	14.1	10.6	8.3	6.3	0.5	0.4	0.3	38%	30%	24%
Россия - продуктовые ритейлеры															
X5 Retail Group	Россия	43.7	11 857	32.5	25.9	18.2	14.5	12.0	9.9	1.1	0.9	0.7	34%	21%	23%
Магнит (ГДР)	Россия	28.5	12 679	36.0	29.0	20.8	20.4	14.4	10.5	1.7	1.2	0.9	31%	39%	40%
Магнит (локальные акции)	Россия	129.0	11 478	32.6	26.2	18.9	18.6	13.1	9.6	1.6	1.1	0.8	31%	39%	40%
Дикси	Россия	12.9	1 109	NM	30.4	14.3	12.2	8.5	6.3	0.6	0.5	0.4	NM	39%	25%
Россия - среднее значение				***33.7***	***27.9***	***18.0***	***16.5***	***12.0***	***9.1***	***1.3***	***0.9***	***0.7***	***33%***	***33%***	***29%***
Иностранные аналоги															
Best Buy Co Inc	USA	41.6	16 566	13.4	11.6	10.6	5.3	4.8	4.4	0.3	0.3	0.3	13%	10%	5%
Dixons Retail	UK	0.4	1 449	19.1	11.1	8.4	4.1	3.4	3.0	0.1	0.1	0.1	51%	17%	5%
Kesa Electricals	UK	2.7	1 421	19.3	14.0	11.9	4.8	3.9	3.5	0.2	0.2	0.2	28%	17%	6%
RadioShack	USA	18.8	2 143	10.1	8.6	8.0	4.5	4.3	4.4	0.5	0.5	0.5	13%	1%	2%
JB Hi-Fi Ltd	Australia	18.1	1 980	18.0	14.3	12.1	11.0	8.8	7.6	0.8	0.6	0.6	22%	21%	18%
Thorn Group	Australia	1.8	239	14.8	11.0	9.8	10.7	7.3	6.5	1.8	1.5	1.4	23%	28%	12%
GOME	China	0.4	6 423	21.4	17.5	14.8	13.9	11.4	9.9	0.8	0.7	0.6	20%	19%	14%
Suning Appliance	China	2.1	14 711	24.2	19.1	15.6	15.0	12.2	9.1	1.0	0.9	0.7	25%	29%	22%
Иностранные аналоги - среднее значение				***17.5***	***13.4***	***11.4***	***8.7***	***7.0***	***6.0***	***0.7***	***0.6***	***0.5***	***24%***	***18%***	***10%***
Сравнение с аналогами															
Премия/(дисконт) к российским продуктовым ритейлерам				*-20%*	*-28%*	*-22%*	*-36%*	*-30%*	*-30%*	*-60%*	*-56%*	*-53%*			
Премия/(дисконт) к иностранным аналогам				*53%*	*49%*	*24%*	*22%*	*19%*	*5%*	*-26%*	*-33%*	*-39%*			

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ресторанные сети

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
Росинтер	Россия	21.8	355	26.6	18.3	13.0	11.0	8.8	7.0	1.2	1.1	0.9	43%	25%	17%
Развивающиеся рынки															
Café De Coral Holdings	Hong Kong	2.5	1 415	22.3	21.0	18.8	12.3	12.0	10.6	2.0	1.8	1.6	9%	7%	10%
Jollibee Foods Corp	Philippines	2.1	2 150	29.7	26.3	22.6	13.8	11.9	10.5	1.6	1.4	1.2	15%	15%	15%
Ajisen China Holdings	China	1.7	1 866	34.2	26.4	21.3	18.9	14.6	11.6	4.9	3.9	3.1	27%	28%	26%
AmRest Holdings	Poland	28.1	531	25.8	19.5	15.2	8.9	7.0	5.3	0.8	0.7	0.6	30%	29%	15%
Alsea de Mexico	Mexico	1.0	615	32.6	22.5	12.2	7.5	6.4	5.4	0.9	0.8	0.7	64%	18%	13%
Развивающиеся рынки - среднее значение				***28.9***	***23.1***	***18.0***	***12.3***	***10.4***	***8.7***	***2.1***	***1.7***	***1.5***	***29%***	***19%***	***16%***
Развитые рынки															
McDonald's Corp	USA	78.7	83 189	17.1	15.7	14.4	10.5	9.9	9.3	3.8	3.6	3.5	9%	6%	5%
Yum! Brands, Inc	USA	50.3	23 556	20.1	17.9	15.9	10.8	9.8	9.0	2.3	2.2	2.1	13%	9%	5%
Starbucks Corp	USA	32.6	24 112	26.4	21.9	18.7	11.9	10.6	9.6	2.2	2.1	2.0	19%	12%	6%
Wendy's/Arby's Group	USA	4.8	2 008	39.7	29.1	22.2	7.8	7.3	6.8	0.9	0.9	0.9	34%	7%	3%
Darden Restaurants, Inc	USA	49.6	6 865	16.9	14.9	13.1	8.8	7.9	7.3	1.2	1.1	1.0	13%	10%	6%
Sonic Corp	USA	10.0	617	20.5	19.3	16.3	8.6	8.4	8.1	2.0	2.0	1.9	12%	3%	1%
PaPA John's International, Inc	USA	26.1	672	14.8	12.8	10.9	6.7	5.8	6.0	0.7	0.7	0.6	16%	6%	3%
Domino's Pizza, Inc	USA	15.6	934	11.6	10.9	9.6	8.9	8.8	8.5	1.4	1.4	1.4	10%	2%	2%
Развитые рынки - среднее значение				***20.9***	***17.8***	***15.1***	***9.3***	***8.6***	***8.1***	***1.8***	***1.7***	***1.7***	***16%***	***7%***	***4%***
Сравнение с аналогами															
Премия/(дисконт) к развивающимся рынкам				*-8%*	*-21%*	*-28%*	*-10%*	*-15%*	*-19%*	*-41%*	*-39%*	*-40%*			
Премия/(дисконт) к развитым рынкам				*27%*	*3%*	*-14%*	*19%*	*3%*	*-13%*	*-33%*	*-40%*	*-47%*			

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Фармацевтические компании

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
Фармстандарт	Россия	27.0	4 080	18.0	15.9	14.2	12.3	11.0	10.0	4.5	4.0	3.7	13%	11%	10%
Верофарм	Россия	43.3	433	10.3	8.8	7.8	7.1	6.3	5.6	2.4	2.1	1.9	14%	13%	13%
Россия - среднее значение				***14.1***	***12.4***	***11.0***	***9.7***	***8.6***	***7.8***	***3.5***	***3.1***	***2.8***	***14%***	***12%***	***12%***
Производители дженериков															
Gedeon Richter	Hungary	211.0	3 934	13.6	14.3	15.0	9.9	9.6	9.4	2.7	2.5	2.3	-5%	3%	7%
KRKA	Slovenia	83.6	2 962	13.2	12.6	12.0	7.9	7.5	7.1	2.3	2.2	2.1	5%	5%	6%
Egis	Hungary	97.8	762	8.6	8.7	8.0	4.9	4.8	4.5	1.0	1.0	0.9	4%	4%	4%
Stada	Germany	32.5	1 914	11.7	11.3	10.2	8.4	7.4	6.9	1.4	1.4	1.3	7%	10%	5%
Bioton	Poland	0.1	320	11.9	11.9	11.9	7.9	7.3	8.0	2.4	2.2	2.0	0%	-1%	9%
Mylan	US	20.1	8 739	12.5	10.2	9.0	9.3	8.2	7.7	2.6	2.3	2.1	18%	10%	9%
Hikma	US	12.5	2 420	23.4	20.1	17.3	14.3	12.5	10.8	3.5	2.7	2.5	16%	15%	18%
Watson	US	49.4	6 546	14.5	12.0	9.9	9.3	7.8	6.4	2.2	1.9	1.6	21%	21%	17%
Teva	US	49.3	46 120	10.8	9.3	8.4	8.7	7.5	6.6	3.0	2.6	2.4	14%	15%	12%
Aurobindo Pharma	India	27.8	1 620	16.3	13.9	10.9	10.9	9.8	7.9	2.5	2.1	1.8	22%	17%	17%
Divi's Labs	India	13.4	1 779	27.9	20.9	16.3	21.1	16.3	12.6	8.6	6.6	5.4	31%	29%	27%
Dr. Reddy's Labs	India	41.0	6 937	44.6	27.9	21.7	23.3	20.1	16.1	4.5	4.1	3.6	43%	20%	12%
Glenmark	India	7.9	2 131	28.2	19.8	17.1	17.6	13.1	11.7	4.8	3.7	3.2	29%	23%	23%
Lupin	India	10.1	4 483	30.8	23.3	19.4	23.3	18.1	15.0	4.5	3.7	3.2	26%	25%	19%
Nicholas Piramal	India	10.2	2 135	20.8	20.3	16.7	14.6	16.4	13.6	2.9	3.0	3.0	12%	4%	-1%
Ranbaxy	India	12.4	5 216	19.0	17.9	16.2	14.1	13.3	10.9	2.9	2.6	2.3	9%	14%	12%
Sun Pharmaceuticals	India	10.2	10 551	7.6	27.2	23.5	34.3	23.4	20.2	11.5	8.1	6.7	-43%	30%	31%
Cipla	India	7.8	6 297	25.6	24.9	21.2	19.9	18.9	16.2	5.1	4.6	4.0	10%	11%	12%
Производители дженериков - медианное значение				***15.4***	***16.1***	***15.6***	***12.5***	***11.2***	***10.1***	***2.9***	***2.6***	***2.4***	***13%***	***14%***	***12%***
Производители оригинальных препаратов															
Prizer	US	16.7	133 926	7.5	7.3	7.5	4.6	4.5	4.7	2.2	2.2	2.3	0%	-2%	-3%
Merck & Co	US	35.4	109 063	10.5	9.3	8.7	6.3	6.2	6.1	2.6	2.6	2.6	10%	2%	-1%
Novartis	Switzerland	54.8	144 628	10.7	10.2	9.9	10.2	9.0	8.8	3.3	2.9	2.9	4%	7%	7%
Eli Lilly	US	34.3	39 564	7.3	7.8	8.9	4.7	5.0	5.7	1.6	1.7	1.8	-10%	-9%	-4%
GlaxoSmithKline	UK	19.7	102 484	12.6	10.5	9.7	8.2	7.0	6.6	2.6	2.6	2.5	14%	12%	1%
Roche	Switzerland	143.3	124 332	10.9	9.8	9.1	7.6	7.1	6.7	2.9	2.9	2.8	10%	7%	3%
Abbot Laboratories	US	46.7	72 236	11.2	10.0	9.3	8.0	7.3	6.7	2.4	2.2	2.1	10%	9%	7%
Bayer	Germany	77.9	64 387	13.8	12.6	11.2	8.2	7.7	7.1	1.7	1.6	1.6	11%	8%	4%
Производители оригинальных препаратов - мед. знач.				***10.8***	***9.9***	***9.2***	***7.8***	***7.1***	***6.6***	***2.5***	***2.4***	***2.4***	***10%***	***7%***	***2%***
Сравнение PHST с аналогами															
Премия/(дисконт) к производителям дженериков				*17%*	*-1%*	*-9%*	*-2%*	*-1%*	*-1%*	*56%*	*53%*	*56%*			
Премия/(дисконт) к производителям оригинальных препаратов				*67%*	*61%*	*54%*	*58%*	*56%*	*51%*	*81%*	*68%*	*52%*			
Сравнение VRPH с аналогами															
Премия/(дисконт) к производителям дженериков				*-33%*	*-45%*	*-50%*	*-43%*	*-44%*	*-45%*	*-16%*	*-19%*	*-20%*			
Премия/(дисконт) к производителям оригинальных препаратов				*-5%*	*-11%*	*-15%*	*-9%*	*-11%*	*-16%*	*-2%*	*-11%*	*-22%*			

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Производители алкогольных напитков

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
Синергия	Россия	43.3	944	12.6	10.6	8.7	8.5	7.0	6.1	1.5	1.3	1.1	20%	18%	13%
Развивающиеся рынки															
CEDC	Poland	26.1	1 843	15.9	12.4	10.1	12.4	10.7	9.9	3.5	3.1	2.9	25%	12%	10%
Dynasty Fine Wines Group	China	0.6	716	30.2	26.1	23.0	16.4	14.3	12.6	2.8	2.4	2.1	15%	14%	16%
CCU	Chile	60.1	3 826	18.1	17.4	14.8	9.4	8.7	8.2	2.3	2.1	1.9	11%	7%	9%
Jinro Ltd.	South Korea	32.1	1 301	14.5	12.9	11.8	12.0	10.9	10.2	2.4	2.3	2.2	11%	8%	4%
Silver Base Group Holdings	China	0.9	1 118	25.4	15.7	13.4	NA	12.7	10.9	8.3	4.3	3.6	38%	NA	52%
United Spirits	India	31.0	3 895	42.6	34.5	23.9	17.9	16.8	13.5	3.4	3.2	2.8	33%	15%	11%
Развивающиеся рынки - среднее значение				***24.5***	***19.8***	***16.2***	***13.6***	***12.4***	***10.9***	***3.8***	***2.9***	***2.6***	***22%***	***11%***	***17%***
Развитые рынки															
Pernod Ricard	France	88.9	23 497	18.1	15.7	14.1	14.5	12.8	12.1	4.0	3.6	3.5	13%	9%	8%
Davide Campari-Milano	Italy	6.3	3 663	16.2	14.4	12.8	11.6	10.5	9.8	3.0	2.8	2.7	13%	9%	6%
Remy Cointreau	France	69.2	3 359	30.8	22.5	19.4	20.4	16.0	14.0	4.2	3.3	3.2	26%	21%	15%
Diageo	UK	18.3	45 862	16.5	14.6	13.5	12.0	11.0	10.4	3.8	3.5	3.4	11%	7%	6%
Carlsberg A/S	Denmark	101.2	15 502	15.4	13.6	11.7	8.3	7.8	7.2	2.0	1.9	1.8	15%	7%	5%
Brown-Forman	US	68.8	10 060	22.0	21.3	19.4	13.5	13.4	12.4	3.4	3.2	3.1	7%	4%	5%
Развитые рынки - среднее значение				***19.8***	***17.0***	***15.1***	***13.4***	***11.9***	***11.0***	***3.4***	***3.1***	***2.9***	***14%***	***10%***	***7%***
Сравнение с аналогами															
Премия/(дисконт) к развивающимся рынкам				*-49%*	*-46%*	*-46%*	*-38%*	*-43%*	*-44%*	*-61%*	*-56%*	*-56%*			
Премия/(дисконт) к развитым рынкам				*-37%*	*-38%*	*-43%*	*-37%*	*-41%*	*-45%*	*-57%*	*-58%*	*-61%*			

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Производители косметики

	Страна	Цена, $	Капитал., $ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			2010-12 CAGR, %		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	EPS	EBITDA	Sales
Россия															
Калина	Россия	25.0	244	9.8	8.5	7.3	5.7	5.5	5.0	0.7	0.6	0.5	16%	6%	9%
Иностранные аналоги															
Oriflame Cosmetics	Sweden	51.9	2 956	18.0	14.8	12.3	12.3	10.3	8.8	1.6	1.4	1.3	21%	18%	9%
Procter & Gamble	US	62.6	175 314	17.1	15.7	14.3	10.2	9.9	9.3	2.6	2.5	2.4	9%	5%	4%
Colgate-Palmolive	US	78.7	37 963	16.4	15.6	14.3	9.9	9.5	8.8	2.6	2.5	2.4	7%	6%	5%
Avon Products	US	29.2	12 523	15.5	13.4	12.0	9.9	8.7	7.8	1.3	1.2	1.2	14%	13%	6%
Beiersdorf	Germany	61.4	15 471	23.1	20.9	18.9	11.8	11.1	10.2	1.6	1.6	1.5	11%	7%	4%
L'Oreal	France	113.9	68 234	21.2	19.3	17.5	13.3	12.3	11.4	2.7	2.5	2.4	10%	8%	5%
Amorepacific	South Korea	995.6	5 820	24.6	22.0	19.1	14.7	12.8	11.5	3.1	2.8	2.5	14%	13%	11%
Natura Cosmeticos	Brazil	27.7	11 917	27.5	23.0	19.7	16.1	13.5	11.6	4.0	3.4	2.9	18%	18%	17%
Sarantis	Greece	4.0	153	7.7	6.6	6.0	5.2	4.7	4.3	0.6	0.6	0.5	13%	10%	3%
Иностранные аналоги - среднее значение				***19.0***	***16.8***	***14.9***	***11.5***	***10.3***	***9.3***	***2.2***	***2.0***	***1.9***	***13%***	***11%***	***7%***
Сравнение с аналогами															
Премия/(дисконт) к иностранным аналогам				*-48%*	*-50%*	*-51%*	*-51%*	*-47%*	*-46%*	*-70%*	*-71%*	*-71%*			

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 925 80 00
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, экономика
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор
Купеев Виталий
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.