

## ОАО "ПК "Балтика"

### Потребительский сектор

Текущая цена	408,00р.
Фундаментальная оценка	<b>585,31р.</b>
Потенциал роста / падения	42,7%

### Рекомендация

долгосрочно

**Покупать**

краткосрочно

**Вместе с рынком**

### Важнейшие показатели

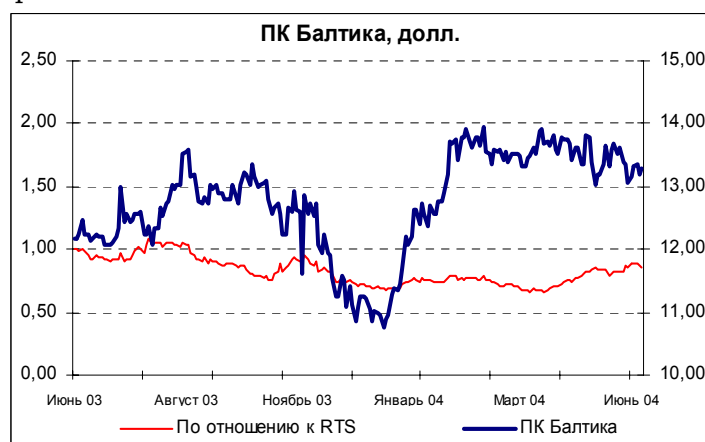
	US GAAP		
	2002	2003	2004о
<b>Основные показатели</b>			
Выручка	21 401	22 611	23 259
ЕВITDA	7 337	6 956	7 047
Операционная прибыль (ЕВIT)	5974	5 168	5 505
Чистая прибыль	4 544	3 987	4 184
Свободный денежный поток	1 435	2 333	2 236
<b>Показатели рентабельности</b>			
по ЕВITDA	34.3%	30.7%	30.3%
по операционной прибыли	27.9%	22,9%	23,7%
по чистой прибыли	21.2%	17.6%	18.0%
<b>Ценовые показатели</b>			
Цена / выручка	2.23	2.11	2.21
Ст-сть предприятия / ЕВITDA	6.25	6.59	6.78
Цена / прибыль	10.51	11.99	11.27
Цена / денежные потоки	33.31	20.49	22,96
Прибыль на акцию	38.79р	34.03р.	35.71р.
Дивиденд на обычн. акцию	9,32	11,64р.	13,4р.
Дивидендная доходность	2,22%	2,85%	3,28%

### Статистика

Количество выпущенных акций	
обыкновенные	117 158 530
привилегированные	13 545 150
Капитализация	47 800 680 240 р.
52-недельный макс. / мин.	427,77 р. – 330,00 р.

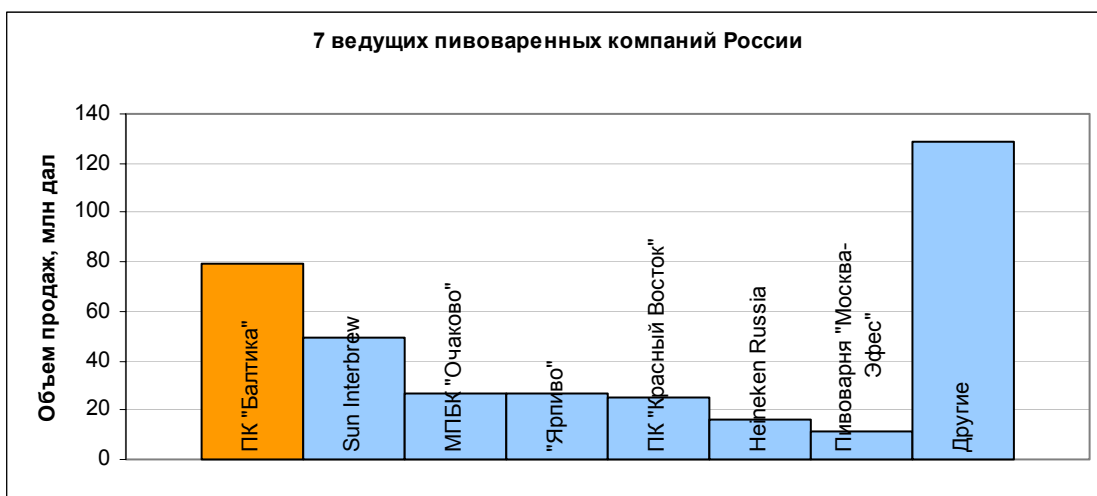
### КОРОТКО:

- Пивоваренная компания Балтика с большим отрывом лидирует на российском пивном рынке, опережая ближайшего конкурента почти в 2 раза. Объем продаж в отчетном году составил 8,5 млн. га, что по итогам позволило им войти в число ведущих европейских брэндов. Доля компании на рынке пива России снизилась с 22% до 20,6%.
- В 2003 году развитие Компании было направлено на расширение и укрепление дистрибьюторской сети, снижение издержек производства, наращивание и модернизацию мощностей действующих филиалов и реализации социальной программы компании.
- Открытие заводов «Балтика-Самара» мощностью 15млн дал пива в год, и завода «Балтика-Хабаровск» с 10 млн дал в год.
- Несмотря на усиление конкуренции и снижение темпов роста рынка пива, в 2003 году продажи Компании были чуть больше продаж в 2002 года.
- Обыкновенные акции включены в котировальный лист А1 ММВБ.
- Наша новая фундаментальная оценка одной акции Балтики составляет 585,31 руб. (\$20,1). Это соответствует долгосрочной рекомендации **Покупать**. В краткосрочном периоде динамика акций Балтики будет повторять динамику рынка.

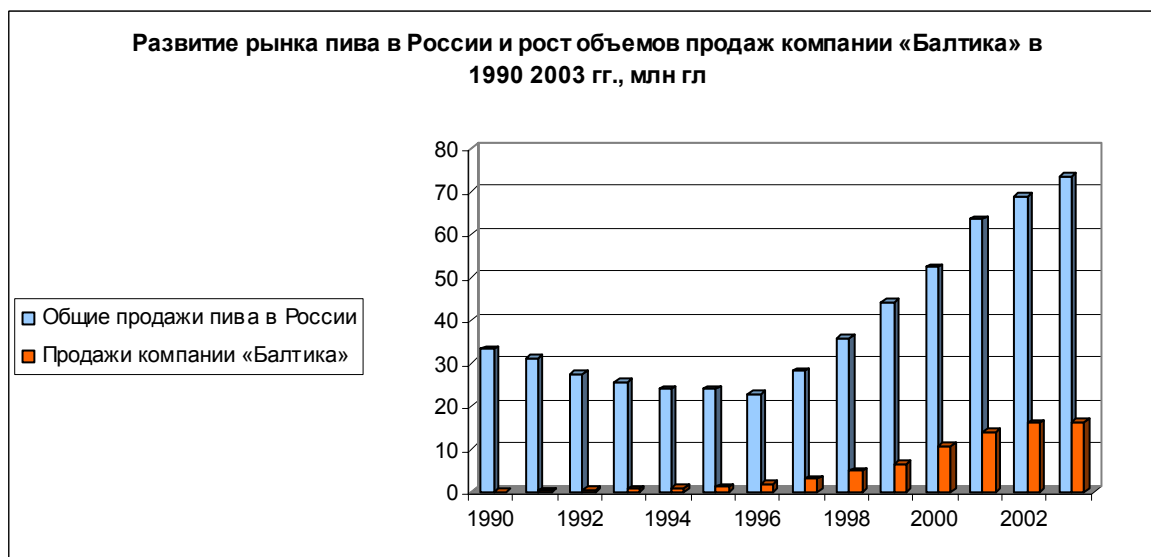


### Обзор рынка

Пивоваренная компания Балтика, в состав которой помимо петербургского предприятия входят заводы в Туле и Ростове-на-Дону, лидирует на российском пивном рынке, опережая ближайшего конкурента почти в 2 раза. В 2002 году рыночная доля компании составляла 22 %, по данным на сентябрь-октябрь 2003 г. она уменьшилась до 20,6%. Все производственные площадки Балтики оснащены современным оборудованием; компания имеет в Санкт-Петербурге собственную солодовню. В июне было начато строительство еще одного солодовенного завода в Туле мощностью 100 тыс. тонн солода в год. Поставки на экспорт в 2003 г. выросли до 992,3 тыс. галл., что на 9% превышает аналогичный показатель предыдущего года (908,3 тыс. галл). В 2002 году, министерством экономического развития Российской Федерации ОАО «Пивоваренная компания «Балтика» признана лучшим российским экспортером.



Отечественный пивной рынок близок к насыщению, что выражается в последние годы в снижении темпов его роста (в 2001 году прирост рынка составил 16%, в 2002 г. на 9%), а в 2003 году общий объем потребления достиг 73,5 млн гл, что на 7% больше показателей предыдущего года. Менеджмент Балтики выстраивает свою долгосрочную стратегию с учетом этой тенденции. В отчетном году инвестиции составили \$149 млн. Приоритетными задачами для компании будут снижение издержек производства, повышение качества продукции, наращивание и модернизация мощностей действующих филиалов, реализацию социальной программы компании и расширение, и укрепление дистрибьюторской сети, состоящей на конец 2003 года из 30 региональных сбытовых подразделений.



### **Финансовый Анализ**

По состоянию на 31 декабря 2003 г. совокупные активы Компании составили 859,6 млн. долларов, увеличившись за год на 23,5%. Основные причины увеличения активов – инвестиционная деятельность и динамичное развитие производственных мощностей и собственной дистрибуционной сети, что позволяет Компании снижать издержки на логистику. Соотношение оборотных и внеоборотных активов практически не изменилось.

Доля собственного капитала в валюте баланса снизилась на 2%, что связано с более активным кредитованием Компании по сравнению с 2002 г., в абсолютном выражении собственный капитал вырос на 112 млн. долл. и составил 77%. Нераспределенная прибыль увеличилась на 83 млн. долл. (17%).

В 2003 г. Компания накапливала собственные валютные средства, генерируемые экспортной выручкой, которые могут быть свободно использованы в различных направлениях внешнеэкономической деятельности без ограничений законодательств иностранных государств. В результате остатки денежных средств и краткосрочные депозиты выросли на 53%, что повлекло увеличение коэффициента абсолютной ликвидности с 0,4 до 0,6. Коэффициенты ликвидности значительно превышают минимально рекомендуемые значения, компания сохраняет приличные темпы роста выручки и прибыли.

Показатели рентабельности в 2003г заметно снизились по сравнению с прошлым годом. Это напрямую связано с большими маркетинговыми затратами. Кроме того, Балтике, возможно, придется пойти на дальнейшее увеличение расходов на продвижение продукции – до сих пор она отставала от своих конкурентов по показателям затрат на рекламу и другие маркетинговые мероприятия.

В 2002-2003 годах Компания осуществила высокие капитальные вложения в постройку двух пивоваренных и одного солодовенного завода. Увеличение статьи “Основные средства в эксплуатации” за год на 25% (на 132 млн. долл.) отражает традиционно активную инвестиционную деятельность Компании. Наиболее крупные проекты, реализованные компан за отчетный период, являются: введение в эксплуатацию новых пивоваренных заводов в Самаре и в Хабаровске. Также были построены и запущены в эксплуатацию 5 собственных складских терминалов, общей площадью 31,2 тыс м<sup>2</sup>. Ожидается, что эти инвестиции оправдают себя в кратчайшие сроки. Следовательно, рыночная цена должна будет приблизиться к фундаментальной оценке одной акции. В ближайшие несколько лет дальнейших, снижения операционной рентабельности, и рентабельности по чистой прибыли не ожидаются.

Продолжающаяся обширная инвестиционная программа, строительство собственных шести складских терминалов, рост акцизов повлияли на снижение показателей рентабельности – операционная рентабельность составила 23%. В 2003 году Компания осуществила свою организационно-правовую перестройку, реализовала реструктуризацию системы продаж, и при этом смогла избежать падения объемов продаж, обычно сопровождающего такие изменения в крупных компаниях.

При этом Компания сохраняет высокое значение коэффициента, характеризующего соотношение собственных источников средств и активов Компании. Его значение составило 78,1%, что говорит о финансовой устойчивости Компании, ее стабильности и достаточной финансовой независимости от внешних кредиторов. Однако это же свидетельствует о недостаточном использовании долговых обязательств при финансировании инвестиционных проектов.

С февраля 2003 г. обыкновенные акции Компании включены в котировальный лист А1 ММВБ. Напомним, что торги обыкновенными и привилегированными именными акциями были начаты на ММВБ 10 декабря 2002 г. Заявителем акций компании выступила ЗАО "Брокерская фирма «Ленстройматериалы». Ранее, в сентябре 2001 г. акции ОАО «Пивоваренная компания «Балтика» начали обращаться на фондовой бирже РТС. Выход акций на организованный рынок положительно сказался на капитализации компании, что позволило ей стать одной из самых дорогих и компаний в потребительском секторе, а ликвидность акций значительно выросла.

### **Модель фундаментальной оценки**

Мы пересмотрели нашу модель дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости компании на основании отчетности по GAAP за 2003 г. и 2002 г.

Финансовая модель Компании на ближайшие 5 лет основана на прогнозе роста спроса на пиво в России и роста продаж. Темпы прогнозируемого роста составили 9,5% на 2004 год и в среднем по 8% в последующие 3 года. После 2008 года мы предполагаем, что показатели компании будут расти пропорционально на 5% в год. С другой стороны, капитальные вложения вряд ли будут такими же высокими как в предыдущие 2 года, так как Балтика завершила инвестиционные проекты по строительству новых заводов.

Финансовые леведредж (leverage) Компании оставляет желать лучшего, это напрямую и влияет на стоимость капитала, которая остается высокой – на уровне 16%. Собственный капитал в 3,2 раза больше общего объема заемного капитала. По данным Компании, ближе к концу этого года, Балтика впервые выйдет на рынок корпоративных облигаций. Общая сумма выпуска 1 млрд. рублей сроком на 3 года. Этот шаг довольно сильно изменит финансовый леведредж и по предварительным подсчетам стоимость капитала составит 14-15%. Выход Компании на рынок облигаций является первым этапом оптимизации структуры капитала. В период стабильного роста, который ожидается через 5 лет, соотношение заемного и собственного капитала составит 20%.

После пересмотра прогнозных показателей фундаментальная стоимость обыкновенной акции изменилась незначительно. В настоящий момент она равна 585,31 руб. (\$19,5) за акцию. Это дает основания присвоить акциям компании долгосрочную рекомендацию **Покупать** с оценкой потенциала роста в 42,7% от текущей рыночной цены. Динамика цены акций Балтики в среднесрочной перспективе будет, по-видимому, **Вместе с рынком**.

### **Координаты ОАО "ПК "Балтика"**

**Адрес:**  
194292, г. Санкт-Петербург, 6-й Верхний пер., 3

**Телефоны:**  
(812) 329-91-60, 329-91-00

**Интернет:**  
<http://www.baltika.ru>