

Fixed Income Note

26 августа 2003

ООО "ВИНАП-Инвест"

Потребительский сектор

Важнейшие показатели

	РСБУ		
	тыс. руб.		
	2001	2002	2003п
Основные показатели			
Выручка	1 078 656	971 633	1 222 523
Операционная прибыль (ЕВИТ)	178 592	101 504	165 063
Чистая прибыль	12 673	2 645	8 846
Рентабельность операционной деятельности			
по операционной прибыли	16,6%	10,4%	14,0%
по балансовой прибыли	5,5%	0,9%	
по чистой прибыли	1,2%	0,3%	
по чистой прибыли до процентов	1,7%	1,3%	
Доля операционных затрат в выручке			
Себестоимость	79,7%	77,5%	
Затраты на реализацию	3,7%	4,6%	
Административные издержки	0,0%	7,5%	
Процентные платежи	2,6%	3,5%	
Оборачиваемость			
активов		0,97	
ТМЗ (дней)		93	
дебиторской задолженности (дней)		15	
кредиторской задолженности (дней)		59	
Финансовый цикл (дней)		49	
Показатели ликвидности			
Козэф. текущей ликвидности	1,11	0,83	
Козэф. быстрой ликвидности	0,23	0,14	
Козэф. абсолютной ликвидности	0,12	0,12	
Рентабельность			
активов		1,3%	
собственного капитала		0,7%	
оборотных средств		18,6%	
Показатели структуры капитала			
Заемный капитал / Активы	57,9%	71%	
Долг. обязат. / Стоим. предпр.	0,0%	35,3%	
Козэффициент левериджа	0,0%	54,6%	
Заем. капитал / Собств. капитал	137,5%	245,1%	
Собств. капитал / Активы	42,1%	29,0%	
Обеспеченность			
процентов	6,4	3,0	4,9
процентов и основной суммы		0,2	0,3

КОРОТКО:

- ✓ ООО «ВИНАП-Инвест» - стопроцентное дочернее предприятие новосибирского ОАО "ВИНАП" (Вина, Напитки, Пиво). ОАО "ВИНАП" - единственное в России предприятие, объединившее в своей структуре пять самостоятельных производств: пивоваренное, винодельческое, шампанское, ликероводочное и безалкогольное. В группу компаний "ВИНАП" входят: ОАО "ВИНАП", заводы "SOBOL Juice" (производство безалкогольных продуктов), "SOBOL Beer" (пивное производство) и дистрибьюторская сеть. Основной рынок сбыта продукции группы – Новосибирская область и ее столица.
- ✓ Группа выпускает облигационный заем в августе на сумму 400 млн. рублей для финансирования строительства нового пивоваренного завода, а также для погашения краткосрочной задолженности и пополнения оборотных средств.
- ✓ Результаты 2002 г. по российским стандартам свидетельствуют о снижении операционной рентабельности и выручки компании вследствие роста конкуренции на рынке ликероводочных изделий.
- ✓ В 2002 году наблюдалось ухудшение показателей краткосрочной ликвидности компании из-за неэффективного управления финансовой деятельностью – финансирование долгосрочных проектов из краткосрочных источников.
- ✓ Операционная прибыль компании, по нашим оценкам, в 2003-2006 годах будет в среднем в 3 раза превышать объем процентных платежей, однако погашение основной суммы долга не обеспечено прибылью от операционной деятельности и, следовательно, может быть поставлено под сомнение. **Мы относим облигации группы к классу спекулятивных облигаций с высоким уровнем риска, справедливая доходность к погашению – 18% годовых.**

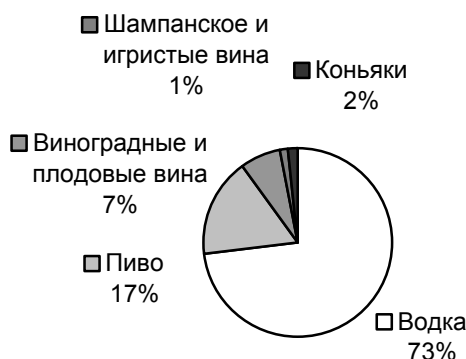
Информация о выпуске:

Эмитент: ООО «ВИНАП-Инвест».
 Объем эмиссии: 400 млн. руб.
 Номинал: 1000 руб.
 Срок до погашения: 3 года
 Срок до оферты: 1 год (100.5% от номинала)
 Купонный период: 6 месяцев
 Ставка купона: 1,2 купоны – 17.3% годовых; 3,4 купоны – 15.3% годовых; 5,6 купоны – 13.3%

Структура потребления алкогольных напитков в России.

Россия одна из немногих стран, где уровень потребления крепких алкогольных напитков (водка, коньяк, виски, ром) очень высок – 74.6% от общего потребления. На ликероводочные изделия приходится 73%. В стране до сих пор высока доля населения с низким уровнем дохода, что вкуче с исторически сложившимся высоким интересом к ликероводочным изделиям и объясняет такое неравномерное распределение долей алкогольной продукции в общем объеме рынка. Остальные сегменты рынка выглядят следующим образом: пиво – 17%, вина – 7%, шампанское – 1.4%, коньяки – 1.6%.

Структура потребления алкоголя в 2002 г. (в пересчете на абсолютный алкоголь)



Источник: группа «ВИНАП»

По мере роста доходов населения структура спроса на алкогольную продукцию, очевидно, будет изменяться – доли слабых алкогольных напитков и пива будут расти на общем фоне снижения потребления водки.

ВИНАП на рынке алкогольной продукции в Новосибирске.

1. Рынок ликероводочных изделий.

В 2001 году новосибирские производители ликероводочных изделий поставили на рынок 2.5 млн. декалитров водки. Помимо местных производителей большую долю на рынке (40.8% в 2001 году) занимали компании из других регионов – в основном из регионов Закавказья. В 2002 году доля местных производителей упала с 59.2% до 49.5%, в абсолютном выражении – с 2.5 до 1.8 млн. декалитров. Падение объемов производства водки местными компаниями объясняется возросшей конкуренцией со стороны региональных производителей. Компании из Закавказья применяют тактику жесткого демпинга на местном рынке Новосибирска, поскольку их производство водки намного рентабельнее из-за налоговых льгот, которые им предоставляют территориальные органы власти.

ВИНАП занимает лидирующее положение на рынке ликероводочных изделий Новосибирска. Его доля в общем объеме сбыта в 2001 году составляла 32.4%, в 2002 году она снизилась до 21.6%. Мы считаем, что и в дальнейшем доля компании на

рынке будет снижаться из-за растущей конкуренции. Демпинг на рынке водки достаточно эффективен, поскольку та часть населения, которая потребляет водку, имеет невысокий уровень доходов и более склонна экономить на цене, а не на качестве. Сложно сказать, какую помощь в борьбе с конкурентами может оказать бренд ВИНАПа, его маркетинговая политика и эффективность производства, поэтому в своих прогнозах мы придерживались самых консервативных оценок. Мы считаем, что ВИНАП сможет удержать лишь 13% рынка водки Новосибирска.

ВИНАП, доля на рынке ликероводочных изделий Новосибирска в млн. декалитров, 2001-2006 г.г.

	2001	2002	2003п	2004п	2005п	2006п
Доля на рынке	32.4%	21.6%	19.5%	17.3%	15.2%	13.0%
Объем производства	0.792	0.522	0.470	0.418	0.366	0.314

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

2. Рынок пива.

В 2002 году в России было произведено 702 млн. декалитров пива, что на 10% больше чем в предыдущем году. Емкость рынка растет из года в год, хотя темпы роста заметно снизились в последнее время – рынок близок к насыщению. В 2003 году эксперты прогнозируют прирост в объеме потребления пива всего около 5%, хотя еще тремя годами ранее этот показатель составил почти 37%. Мы думаем, что в ближайшие три года темпы роста рынка останутся на уровне 5%.

В 2002 году ВИНАП произвел 3.48 млн. декалитров пива, что составило 0.47% от общего объема производства пива в России. Основным рынком сбыта продукции ВИНАПа является Новосибирск и Новосибирская область, емкость которых оценивается в 15 млн. декалитров в год, или 2.1% от емкости всего рынка России.

Емкость рынка пива в млн. декалитров

	2002	2003п	2004п	2005п	2006п
Россия	702	737	774	813	853
Новосибирск	15.0	15.8	16.5	17.4	18.2

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

Новый пивоваренный завод ВИНАПа, под строительство которого компания и занимает деньги на рынке, планируется запустить уже осенью этого года, что увеличит мощности по производству пива еще на 12 млн. декалитров в год. Чтобы новый завод заработал в полную силу, ВИНАПу потребуется расширить свое присутствие на рынке пива не только в Новосибирске, но и в других регионах России. Новая марка пива «SOBOL», которая будет изготавливаться на новом заводе по немецким стандартам пивоварения, должна помочь компании отвоевать часть рынка потребления пива в России у прямых конкурентов. При анализе кредитных рисков мы использовали базовый сценарий увеличения объемов производства, который предполагает неполную загрузку нового завода в течение ближайших трех лет.

ВИНАП, производство пива в млн. декалитров

	2002	2003п	2004п	2005п	2006п
Рост вместе с рынком	3.48	3.65	3.84	4.03	4.23
Рост за пределы своей доли на рынке (прогноз ВИНАПа)	3.48	7.00	10.00	12.00	12.00
Базовый сценарий роста	3.48	5.33	6.92	8.01	8.11

3. Рынок слабоалкогольной и безалкогольной продукции.

Рынок слабоалкогольной продукции является самым быстрорастущим – в 2002 году прирост емкости этого сегмента рынка алкогольной продукции составил 27.6%, в 2003 году эксперты прогнозируют рост еще на 17%. В прошлом году было произведено 33.3 млн. декалитров продукции из этого сегмента, причем наблюдается смещение спроса в сторону покупок слабоалкогольных коктейлей класса премиум. В Новосибирске этот сегмент рынка алкогольной продукции на 40% принадлежит местным компаниям – ОАО «ВИНАП» и ООО «Витта».

Рынок безалкогольной продукции в России по своей емкости почти в 2 раза меньше рынка пива, но в 10 раз больше рынка слабоалкогольных напитков. В 2002 году емкость рынка увеличилась на 15.8% до 321 млн. декалитров, из которых 37.5% занимает минеральная вода. В Новосибирске почти 50% продаж безалкогольных напитков приходится на группу ВИНАП, что указывает на высокую концентрацию игроков. Фирменный напиток «ВИНАП-Кола» в общем объеме продаж занимает 14% рынка. Видимо, компании удастся удерживать уровень продаж в этом сегменте на достаточно высоком уровне за счет своего местного бренда. На рынке минеральной воды ситуация еще более оптимистичная для компании – при небольшом числе прямых конкурентов ее доля составляет 58.1%.

В 2002 году компания выпустила слабоалкогольной и безалкогольной продукции общим объемом 3.9 млн. декалитров, а в прошлые года владела достаточно большой долей рынка в этом сегменте. При анализе кредитного риска компании мы вновь применили самый консервативный подход к оценке перспектив дальнейшего роста объемов продаж и полагаем, что часть выручки, которую ВИНАП получает от производства слабоалкогольной и безалкогольной продукции, останется неизменной до 2006 года.

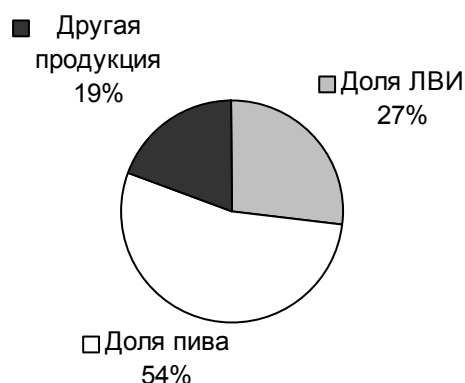
Финансовые показатели компании.

1. Операционный анализ.

В целях анализа кредитного риска эмитента мы разделили бизнес ВИНАПа на три составляющие – производство ликероводочных изделий, производство пива и производство слабоалкогольных и безалкогольных напитков. По нашим оценкам компания генерирует более половины выручки от продаж пива, поэтому операционная рентабельность ВИНАПа будет во многом зависеть от того, насколько успешным будет выход на рынок с новым сортом пива.

По результатам 2002 года выручка компании сократилась на 9.9%, что на наш взгляд вызвано сокращением доли присутствия на рынке водочных изделий в Новосибирской области и в ее столице. Тем не менее, до 2006 года мы ожидаем увеличение выручки на 44.9%, несмотря на предположение о дальнейшем снижении объемов продаж водки. Столь значительный рост, на наш взгляд, будет обеспечен за счет увеличения доли на рынке пива, которое, даже если он будет проходить по базовому сценарию с неполной загрузкой мощностей нового завода, даст компании прирост около 33% в объеме продаж пива.

Структура выручки группы "ВИНАП"



Источник: оценка «Уником Партнер»

Динамика выручки ВИНАП, тыс. рублей

	2001	2002	2003п	2004п	2005п	2006п
Выручка	1 078 656	971 633	1 222 523	1 382 255	1 453 580	1 407 835

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

Рентабельность компании по операционной прибыли с 2001 года упала с 16.6% до 10.4%, что также может быть вызвано обострением конкуренции со стороны демпингующих производителей водки из регионов Закавказья. Стоит отметить, что сократились доли балансовой и чистой прибыли в общем объеме выручки, что указывает на рост внеоперационных затрат и процентных платежей в 2002 году.

Показатели операционной деятельности компании

	2001	2002
Рентабельность по операционной прибыли	16.6%	10.4%
Рентабельность по балансовой прибыли	5.5%	0.9%
Рентабельность по чистой прибыли	1.2%	0.3%
Рентабельность по чистой прибыли без вычета процентов	1.7%	1.3%

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

2. Анализ операционных затрат.

Чтобы прояснить картину с падением рентабельности компании в 2002 году, мы провели дополнительный анализ операционных затрат. В 2001 году доля себестоимости продукции в выручке компании, в которую включаются издержки на покупку сырья, зарплату работникам и производственные затраты, составили 79.7%. В 2002 году этот показатель снизился до 77.5%, что должно было повысить рентабельность производства. Однако, увеличились затраты на реализацию с 3.7% до 4.6% и административные издержки с 0% до 7.5%. Если в статью затрат на реализацию входят расходы на рекламную компанию, которые должны положительно

влиять на динамику выручки и компенсироваться ростом объемов продаж, то рост расходов на управленческий персонал на 73 млн. рублей кардинально изменил общую картину рентабельности компании.

Мы негативно смотрим на рост статей издержек, которые напрямую не зависят от масштабов производства. Несмотря на наш прогноз роста выручки компании в ближайшие три года, при падении рентабельности ВИНАП не сможет генерировать достаточные денежные потоки для погашения основной суммы долга.

Динамика операционных издержек

	2001	2002
Доля себестоимости в выручке	79.7%	77.5%
Доля затрат на реализацию в выручке	3.7%	4.6%
Доля административных и общих затрат в выручке	0.0%	7.5%
Доля процентных платежей в выручке	2.6%	3.5%

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

3. Эффективность управления оборотными активами.

Чтобы оценить потребность компании в краткосрочных кредитах для финансирования операционной деятельности и ее текущую кредитоспособность, мы провели анализ эффективности управления оборотными активами.

Используя данные баланса и отчета о прибылях и убытках, мы попытались оценить среднюю длину финансового цикла компании, который начинается от момента закупки сырья и заканчивается продажей готовой продукции. Чем больше длина этого цикла, тем больше времени оборотные активы находятся в «неликвидной» форме. По нашим оценкам средний срок нахождения материалов в производстве и хранения готовой продукции на складе для ВИНАПа составляет 93 дня, средний срок погашения дебиторской задолженности – 15 дней, средний срок погашения кредиторской задолженности – 59 дней. Средняя продолжительность финансового цикла равна 49 дням. Впечатляет то, что компании удается заставить своих покупателей достаточно быстро погашать счета к получению, что сокращает длину финансового цикла и объем дебиторской задолженности, который равен 14.5 млн. рублей против 246 млн. рублей кредиторской задолженности. Однако, высокий объем кредиторской задолженности вряд ли получит одобрение со стороны кредиторов, несмотря на то, компании удастся растянуть время с момента поступления сырья до момента фактической его оплаты деньгами, а значит увеличить ликвидность своих оборотных средств.

Оборачиваемость активов компании

	2002
Оборачиваемость активов	0.97
Оборачиваемость товарно-материальных запасов (дней)	93
Средний срок погашения дебиторской задолженности (дней)	15
Средний срок погашения кредиторской задолженности (дней)	59
Средняя длина финансового цикла (дней)	49

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

4. Показатели ликвидности.

В целях анализа краткосрочной кредитоспособности компании, мы рассчитали коэффициенты текущей, быстрой и абсолютной ликвидности.

Показатели ликвидности

	2001	2002
Коэффициент текущей ликвидности	1.11	0.83
Коэффициент быстрой ликвидности	0.23	0.14
Коэффициент абсолютной ликвидности	0.12	0.12

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

Коэффициент текущей ликвидности показывает отношение текущих активов к текущим обязательствам компании. Если значение этого показателя меньше единицы, то компания не способна погасить все свои краткосрочные обязательства в настоящий момент без продажи части внеоборотных активов. У ВИНАПа этот коэффициент в 2002 году снизился с 1.11 до 0.83, что объясняется привлечением краткосрочных кредитов для финансирования долгосрочного проекта – строительства нового пивоваренного завода. Финансировать строительство завода таким способом не самый лучший вариант, однако, компания намерена после привлечения займа на ММВБ исправить эту ситуацию, путем реструктуризации своего кредитного портфеля в сторону увеличения долгосрочной части. Коэффициенты быстрой и абсолютной ликвидности при оценке способности погашения краткосрочных долгов не учитывают «неликвидные» текущие активы компании, такие как готовая продукция, сырье или материалы в незавершенном производстве, поскольку эта часть оборотных активов может вообще не иметь какой-либо ликвидационной ценности. Эти показатели у компании в 2002 году находились на достаточно низком уровне – около 0.13.

На наш взгляд коэффициент текущей ликвидности у компании находится на достаточно хорошем уровне, тем более, что мы ожидаем его увеличения в 2003 году до безопасной величины, большей единицы.

5. Рентабельность.

Анализ рентабельности компании показывает, что в расчете на единицу вложенного капитала отдача производства находится на крайне низком уровне. Рентабельность активов компании составляет всего 1.3%, рентабельность собственного капитала еще меньше – 0.7%. Такие низкие показатели объясняются высокой эффективной ставкой налога на прибыль, которая в предыдущие два года находилась на уровне 70%. Видимо, в 2001-2002 годах компания погасила значительную часть своего отложенного налога на прибыль, поэтому в ближайшее время мы ожидаем увеличение рентабельности и снижение эффективной ставки до уровня 24%.

Рентабельность компании

	2002
Рентабельность активов	1.3%
Рентабельность собственного капитала	0.7%
Рентабельность оборотных средств	18.6%

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

6. Показатели структуры капитала.

В 2002 году большую часть капитала компании составляли заемные средства – около 71% активов были финансированы из заемных источников. Этот показатель находится на очень высоком уровне, поэтому привлечение дополнительных кредитов,

на наш взгляд, будет сопровождаться ростом их стоимости. Общая сумма активов ВИНАПа на конец 2002 года составила 1 029 млн. рублей, объем долгосрочного капитала, который состоит из долгосрочных кредитов и собственных средств, был равен 461 млн. рублей, следовательно, остальная часть активов финансировалась путем привлечения коротких денег. Коэффициент финансового левериджа в 2002 году был равен 54.6%. Легко объяснить, почему доля заемных средств в структуре капитала столь высока – это объясняется низкой рентабельностью компании, поскольку, чтобы получить большую прибыль, топ-менеджеры вынуждены привлекать дополнительные средства, пользуясь эффектом финансового рычага. Однако, трудно объяснить, почему столь высока доля краткосрочных кредитов. На наш взгляд, этот дисбаланс указывает на неэффективность управления финансовой деятельностью компании.

Показатели структуры капитала

	2001	2002
Заемный капитал / Активы	57.9%	71.0%
Долг. обязат. / стоим. предприятия	0.0%	35.3%
Коэффициент левериджа	0.0%	54.6%
Заемный капитал / Собств. капитал	137.5%	245.1%
Собств. капитал/ Активы	42.1%	29.0%

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

7. Показатели обслуживания долга.

В 2002 году компания имела долгосрочных кредитов на сумму 162 млн. рублей, обслуживая которые выплатила кредиторам в виде процентных платежей 33.7 млн. рублей. Показатель обеспеченности процентов был равен 3, т.е. операционная прибыль компании могла снизиться в 3 раза без риска невыплаты процентов по своим долгам. С учетом нового облигационного займа долгосрочная задолженность возрастет еще на 400 млн. рублей, а проценты, которые компания вынуждена будет выплатить в 2004 году, составят уже 69.2 млн. рублей. Коэффициент обеспеченности процентов в 2004-2006 годах по нашим расчетам будет колебаться в пределах 2.7-3.6. Показатель обеспеченности процентов и основной суммы долга на время обращения облигационного займа будет равен 0.3, т.е. будет существенно ниже единицы, поэтому ВИНАПу придется рефинансировать свой долг.

Показатели обслуживания долга

	2001	2002	2003п	2004п	2005п	2006п
Обеспеченность процентов	6.4	3.0	4.9	2.7	3.2	3.6
Обеспеченность процентов и основной суммы долга		0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

Источник: группа «ВИНАП», оценка «Уником Партнер»

**Управление клиентских операций (Sales Department). Фондовый центр.
Академия профессиональных инвесторов (Academy of professional investors)**

Юлия Шершина
(3432) 61 79 34

Алексей Терин, Елена Пономарева, Екатерина Губанова
(3432) 62 60 71, (3432) 62 54 40

Информационно-консультационный отдел (Financial Advice Department)

Наталия Тарлинская
(3432) 51 62 93

Отдел развития электронной коммерции (E-commerce Department)

Юлия Шершина
(3432) 61 79 34

Отдел депозитарного обслуживания (Custody Department)

Эльвира Раянова
(3432) 51 60 93

Отдел расчетов (Back Office)

Елена Карицкая
(3432) 51 60 93

Отдел торговых операций (Trading Department)

Александр Бобков, Сергей Репнягов, Дмитрий Черных
(3432) 62 68 08

Отдел доверительного управления (Asset Management Department)

Александр Бобков, Дмитрий Черных
(3432) 62 68 08

Юридический отдел (Law Department)

Вадим Биньковский, Сергей Путин
(3432) 61 79 34

Отдел корпоративных финансов (Corporate Finance Department)

Вадим Биньковский, Александр Бобков
(3432) 61 79 34

Отдел информационных технологий (IT Department)

Владимир Киселев, Роман Паньков, Константин Еврилов
(3432) 61 79 34

Аналитический отдел (Research Department)

Александр Бобков
(3432) 62 68 08

Дмитрий Казин, Дмитрий Гвоздецкий, Павел Василяди
(3432) 62 68 08

© 1997-2003 “Уником Партнер”. Все права защищены законодательством.

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг клиентам компании “Уником Партнер” и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг.

Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения компании “Уником Партнер” на момент выпуска документа и могут изменяться. “Уником Партнер” не несет ответственности за использование данной информации. Инвестирование в российские ценные бумаги подвержено высокому риску и инвесторы должны принимать собственные решения по вложению средств.

Права распоряжаться данной информацией принадлежат только компании “Уником Партнер” и охраняются законом. Информация, используемая в обзоре, предоставлена информационными агентствами: Reuters, Финмаркет, Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Прайм-ТАСС и др.