

ГК Содружество Итоги деятельности за год

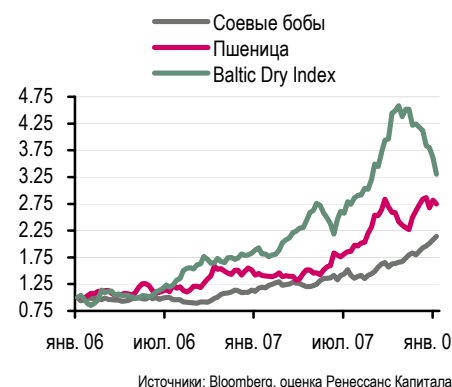
- **Оценка перспектив по-прежнему оптимистична.** Группа компаний Содружество, крупнейший в России дистрибутор сельскохозяйственных кормов и добавок, опубликовала отчетность за финансовый год, окончившийся 30 июня 2007 г., аудированную PriceWaterhouseCoopers. Несмотря на то, что рынок, скорее всего, негативно воспримет представленные результаты, мы по-прежнему считаем стратегию компании оправданной. Итоги нашей встречи с владельцами и руководством Содружества в октябре прошлого года дают основания ожидать улучшения рентабельности и снижения долговой нагрузки в первом полугодии 2008 г. Мы рекомендуем инвесторам, готовым инвестировать в долгосрочные обязательства третьего эшелона и держать их до погашения, обратить внимание на облигации ГК Содружество, если их спрэд относительно кривой доходности ОФЗ превысит 800 б. п.
- **Благоприятная конъюнктура товарных рынков.** Руководство группы недооценило сложность и затраты времени на реализацию проекта в Калининграде. Вместе с тем, соответствующий негативный эффект, на наш взгляд, должен быть компенсирован хорошим состоянием товарных рынков, на которых работает компания. Рентабельность переработки сои растет по мере повышения цен на соевые бобы. Логистические преимущества Содружества станут более заметными на фоне роста ставок фрахта, а высокие цены на пшеницу должны стимулировать рост потребления продукции компании.
- **С опозданием более чем на полгода...** Опубликованная отчетность не очень показательна, поскольку она охватывает период, в течение которого компания сильно изменилась. Реализация проекта в Калининграде существенно затянулась: портовые мощности были введены в эксплуатацию лишь в марте 2007 г.; перерабатывающие мощности, предусмотренные первым этапом строительства маслоэкстракционного завода (1 800 т сои в сутки), начали работу в октябре 2007 г. (изначально их запуск планировался в декабре 2006 г., а затем в марте 2007 г.). Как следствие, наращивание мощностей до 3 300 т в сутки теперь намечено на 2008 г.
- **...Основной рубеж был преодолен.** После завершения этапа масштабных капиталовложений в новом году ГК Содружество будет испытывать меньшую потребность в капитале и сможет повысить эффективность операционной деятельности. Опубликованная отчетность отражает снижение обязательств по капзатратам на конец периода на 63% до USD29 млн. Неаудированные показатели управленческой отчетности за июль-ноябрь 2007 г. отражают более заметный рост выручки (до USD224 млн) и рентабельности (рентабельность EBITDA 7.9%). По прогнозам руководства, в следующем годовом отчетном периоде EBITDA компании составит около USD50 млн.
- **Негативные тенденции** в отчетности Содружества были вызваны падением рентабельности, главным образом из-за списания общих, коммерческих и административных расходов в ходе реализации калининградского проекта. Снижение валовой рентабельности оказалось менее значительным и было обусловлено шагами по наращиванию доли рынка перед введением в эксплуатацию собственного производства. Долговая нагрузка превысила первоначально запланированный уровень, а затраты на сырье стали основным фактором роста оборотного капитала.
- Среди **позитивных тенденций** следует отметить: 1) благоприятную структуру долга по срокам погашения (только 20% обязательств имеют краткосрочный характер); 2) изменение структуры долга (к концу отчетного периода ТМЗ и основные средства были освобождены от обременения, а 100%-ный залог акций нового комплекса не вызывает у нас беспокойства, поскольку последний выступает поручителем по облигациям); 3) перевод кредитов от собственника в акционерный капитал (объемом примерно USD12 млн); 4) успешное хеджирование валютных рисков по рублевым облигациям компании.
- **В ожидании притока акционерного капитала.** Ранее в прессе сообщалось, что Международная финансовая корпорация может быть заинтересована в приобретении новых акций группы Содружество. Мы полагаем, что сделка представляет интерес для владельцев компании и позволит уменьшить уровень долга.

Петр Гришин
+ 7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Основные финансовые показатели по МСФО			
USD млн, если не указано иное	2006/07	2005/06	2006/07 к 2005/06, %
Выручка	327.5	254.4	29%
Валовая прибыль	50.3	45.6	10%
EBITDA (скорректир.)	15.2	25.9	-41%
Валовая рентабельность	15.3%	17.9%	-2.6
Рентабельность EBITDA	4.6%	10.2%	-5.6
Чистый долг	215.9	84.5	155%
Чистый долг/EBITDA	14.2	3.3	-
Доля краткосрочного долга	20%	47%	-
Капвложения	129.6	82.0	58%
Капвложения/EBITDA	853%	3.17	-
Финансирование оборотного капитала/EBITDA	-251%	-97%	-

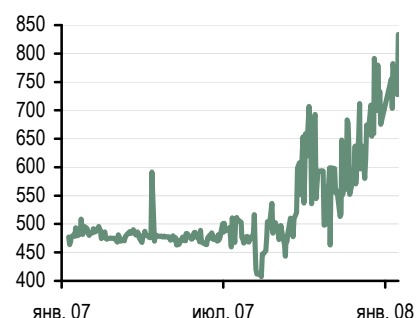
Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Индексы цен на соевые бобы, пшеницу и морские перевозки (январь 2006 г.=1)



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Спрэд рублевых облигаций Содружество-Финанс к ОФЗ, б. п.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efartov@rencap.com
Ольга Агеева

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100