



Кристалл-Гросс

- Поступательное движение к лидерству на рынке
- Высокие темпы развития на фоне стагнации отрасли
- Мощные федеральные бренды
- Полный цикл – от производства спирта до дистрибуции ЛВИ
- Высокая рентабельность
- Низкая долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА – 2,7х)
- Аудированная отчетность по РСБУ от Rufaudit

Кристалл-Гросс '10	
Сектор	Еда и напитки
Дата размещения	Начало апреля 2007
Эмитент	Заводы Гросс
Объем	1 млрд руб.
Купон	Квартальный
Оферта	1 год по номиналу
Погашение	3 года
Организатор	ФК УРАЛСИБ
Справедливая доходность	12,95-13,25% к оферте

Дата размещения

Начало апреля 2007 года.

Параметры выпуска

Объем – 1 млрд руб., срок погашения – 3 года, ежеквартальный купон, годовая оферта по номиналу. Купонная ставка будет определена на конкурсе и установлена на первый год обращения до оферты.

Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Профиль эмитента

Группа Кристалл Гросс – крупный российский производитель этилового спирта и ликероводочной продукции.

В 1998 году компания начала заниматься дистрибуцией водки ведущих российских производителей, таких как МЗ Кристалл, Самарский родник, Симбирск-Спиртпром, Калужский кристалл. Эта деятельность позволила группе КГ приобрести необходимый опыт, активы и технологии для построения эффективной системы продаж алкогольных напитков во всероссийском масштабе.

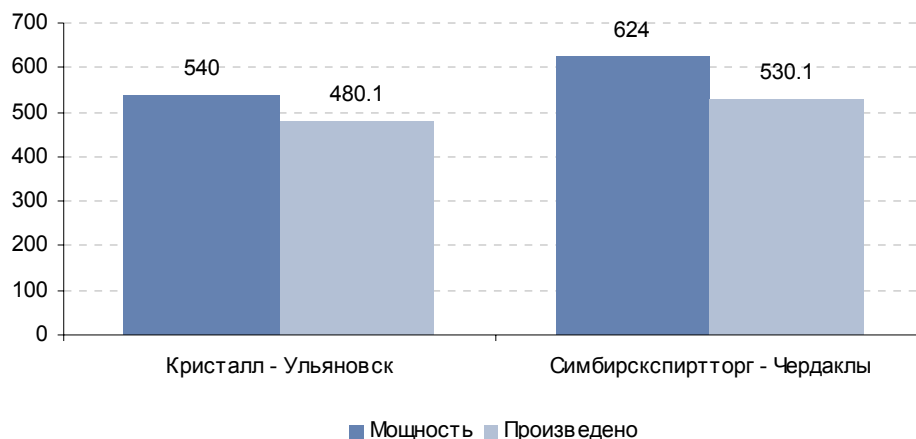
С 2004 года компания самостоятельно производит водку и другие крепкие алкогольные напитки. Это стало возможным в результате последовательного приобретения производственных активов, описанных ниже.

Производственные активы

- Спирт:
 - Спиртзавод ООО «Кристалл», г. Ульяновск;
 - Спиртзавод ООО «Симбирскспиртторг», г. Чердаклы Ульяновской области.



Производство спирта в 2006 году, тыс. дал

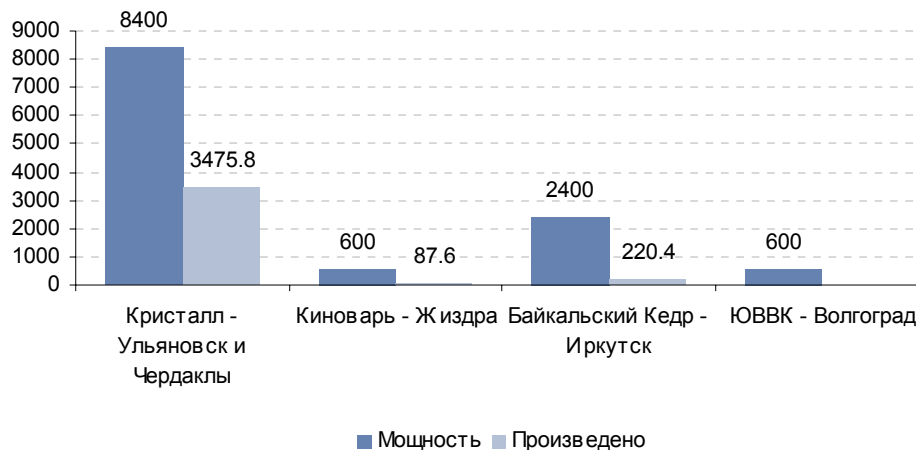


Источник: компания

- Ликероводочная продукция:

- Два ЛВЗ, входящие в состав ООО «Кристалл», в Ульяновске и Чердаклы;
- ООО «Киноварь», г. Жиздра Калужской области;
- ЛВЗ «Байкальский кедр», Иркутск;
- ООО «ЮВВК», г. Волгоград. В настоящий момент завод остановлен для переоборудования.

Производство ликероводочной продукции в 2006 году, тыс. дал

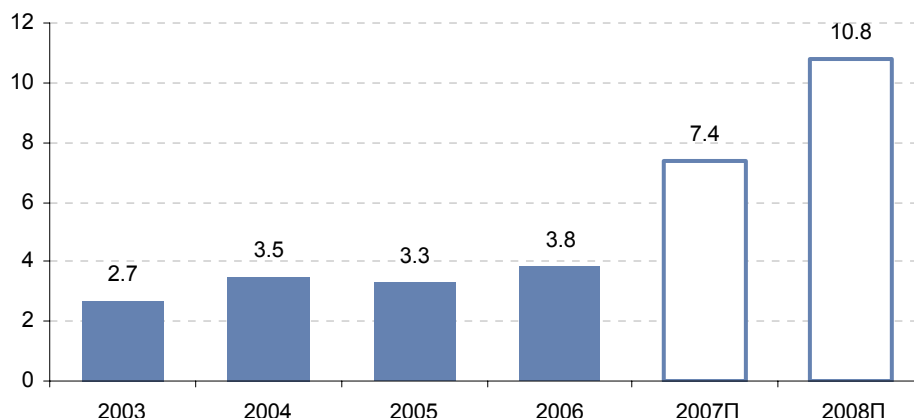


Источник: компания

Основной продукцией КГ является водка. В 2006 году группа начала производство коньяка под маркой «Славянский» на мощностях ООО «Кристалл», однако это – проект ближайшего будущего, так как после пуска завода в Волгограде (ожидается в июне 2007 года) производство коньяка будет переведено на мощности ЮВВК.



Динамика суммарного производства ЛВИ, млн. дал



Источник: компания

Наиболее важные из представленных данных:

- В 2006 году Кристалл-Гросс произвел ликероводочную продукцию в объеме 3,8 млн дал и планирует почти удвоить этот показатель в 2007 году. В 2006 году физический объем производства вырос на 15%.
- Для производства 3,8 млн дал водки требуется около 1,5 млн дал спирта, поэтому собственные мощности компании, совокупный объем производства на которых составил 1,01 млн дал спирта, обеспечили ее потребности только на 66%. Основная часть дополнительного объема закупалась КГ в 2006 году у компании «Мордовспирт».
- Собственные мощности по производству спирта загружены практически на 100%. Недогруженность мощностей в среднем по году (производство 1 млн дал спирта при мощности 1,16 млн дал) была вызвана колебаниями в потреблении спирта и невозможностью создать существенные спиртовые запасы.
- Напротив, собственные мощности по производству ЛВИ загружены лишь частично (32%), поскольку суммарная мощность ЛВЗ КГ составляет 12 млн дал. Это дает возможность при необходимости легко увеличивать объем производства. По плану компании к 2008 году загрузка мощностей по производству ЛВЗ превысит 80%.
- Производство ЛВИ за первые три месяца 2007 года должно составить 845 тыс. дал или всего 10,8% от плана на 2007 год. Компания объясняет такое отставание сезонностью спроса на свою продукцию: водка, потребляемая в новогодние праздники, продается производителями в декабре, а затем следует большой весенне-летний провал. Помимо этого, в середине года ожидается пуск упомянутого выше завода в Волгограде.

Бренды

К числу преимуществ группы «Кристалл-Гросс» относится тот факт, что компания изначально активно занималась дистрибуцией водки, что позволило ей приобрести богатый опыт маркетинга этой продукции.

Помимо этого, группа в течение многих лет является эксклюзивным дистрибьютором на территории России коньяков компании Camus La Grande Marque SA, а также ирландского ликера Saint-Brendan's Irish Cream. Последнее обстоятельство, а именно долгий срок сотрудничества компании с иностранными производителями, безусловно, характеризует КГ как надежного партнера и успешного дистрибьютора.

В настоящий момент КГ производит следующие марки ЛВИ:

- «Русский бриллиант» (сегмент премиум, 250руб./0,5л и более)
 - «РБ премиум»;
 - «РБ особая премиум» (ржаная);
- «Высота» (на ледниковой воде, сегмент – высокоценовой, 135-140 руб.)
- «Славянская» (сегмент – среднеценовой, 100 руб.)
 - «Славянская ржаная»;
 - «Славянская мягкая на березовых почках»;

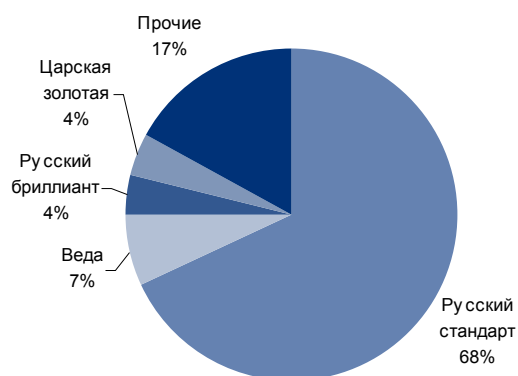


- «Славянская на липовом цвете»;
- «Славянская медовая с перцем»;
- «Славянская клюквенная»;
- «Гостиный двор» (сегмент – эконом, 80-90 руб.)
 - Традиционная, оригинальная, хлебная, клюквенная;
- «Старая мельница» (сегмент – эконом, 80-90 руб.)
 - Мягкая, ржаная;
- «Водка Ржаная» и «Пшеничная люкс» (сегмент – низкоценовой, 65-70 руб.)
- Горькая настойка «Егерская»
- Коньяк «Славянский»
 - Пятилетний, трехлетний.

Собственником большинства торговых марок является ЗАО «Регион-ЭМ», входящее в состав группы КГ.

Из представленных брендов наибольшую узнаваемость в России, безусловно, имеют марки «Русский Бриллиант» и «Славянская».

Доли брендов в премиум-сегменте



Доли брендов среднеценовом сегменте

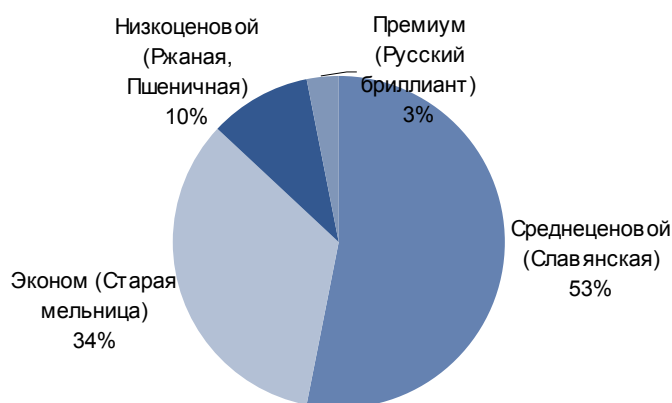


Источник: Росстат

Мы считаем наличие двух собственных общенациональных брендов очевидным преимуществом Кристалл-Гросса по сравнению с основными конкурентами.



Ценовая структура оборота компании, 2006 год



Источник: компания

Что же касается долей брендов в общем обороте КГ, представленный выше график однозначно показывает, что наиболее важной для компании торговой маркой является Славянская.

В начале 2006 года компанией «Baker Tilly Rusaudit» была выполнена оценка стоимости ряда товарных знаков группы. В результате по состоянию на 1 апреля 2006 года стоимость марки «Славянская» была оценена в 296 млн руб., марки «Высота» – в 58 млн руб., марки «Гостиный двор» – в 49 млн руб.

Дистрибуция

Как уже было отмечено, отличительной чертой КГ является наличие большого опыта и отлаженной системы маркетинга и дистрибуции водки и других ЛВИ.

Основные каналы продаж, 2006 год, в долях от оборота

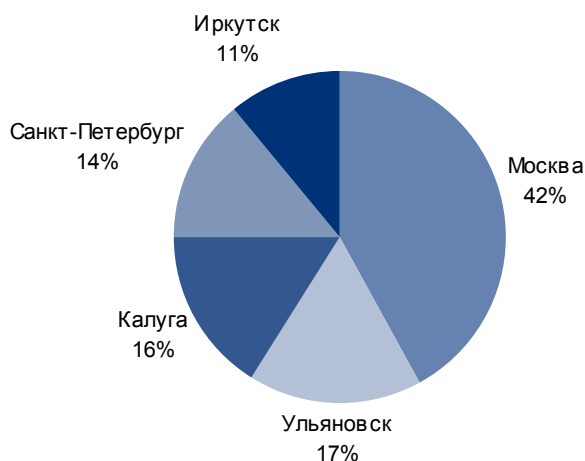


Источник: компания

Кристалл-Гросс выстроил систему продаж водки на базе пяти торговых домов, расположенных в следующих регионах.



Структура оборота по регионам, 2006 год



Источник: компания

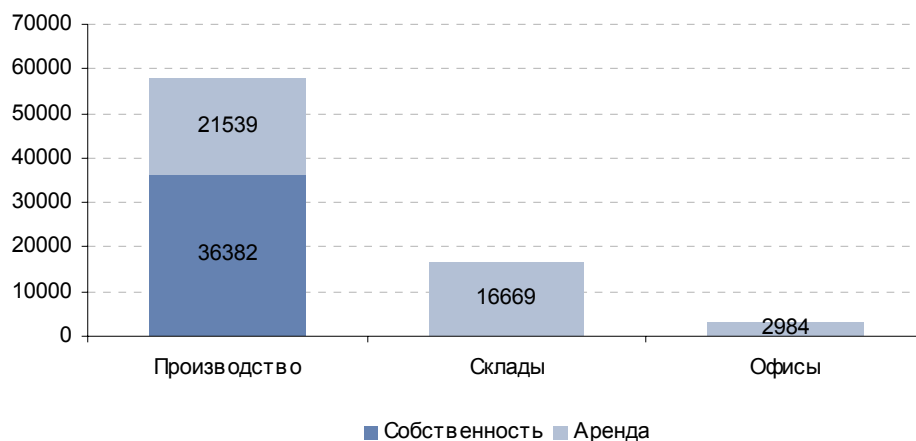
Как видно из графика, географическая структура продаж неплохо диверсифицирована и в целом абсолютно логична для любой компании, торгующей своей продукцией: самая большая доля оборота, но все же менее половины, приходится на Московский регион, а продажи в других регионах распределены приблизительно равномерно.

Основным юридическим лицом, осуществляющим продажи продукции КГ, является ООО «Группа компаний «Гросс», на долю которого в 2006 году пришлось 23% продаж. ГК Гросс осуществляет дистрибуцию продукции в Центральном федеральном округе, и, в частности, в московском регионе.

Собственность на балансе

Основной собственностью на балансе группы является недвижимость, а именно производственные площади.

Структура недвижимость компании по правам собственности и назначению,



Источник: Компания

Как видно из графика:

- В собственности группы находится 36,4 тыс. кв. м. производственных площадей из 57,9 тыс. кв. м.
- Все офисные помещения и склады арендуются.
- Всего КГ арендует 41,2 тыс. кв. м. из 77,6 тыс. кв. м. общей используемой площади, поэтому доля собственных площадей в недвижимости, используемой компанией, составляет 46,8%.
- Большая часть недвижимости находится в собственности компании.

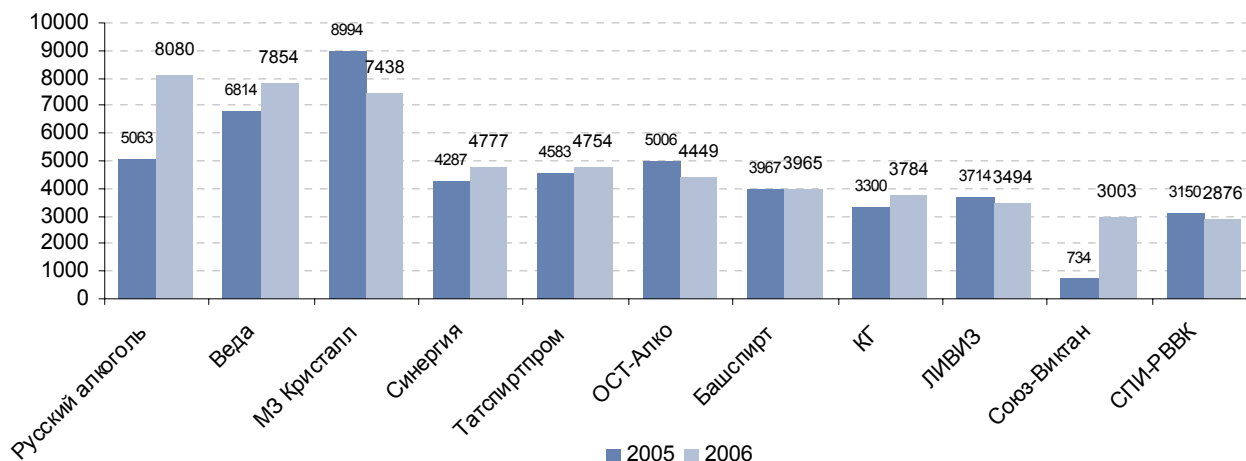


Исходя из имеющихся у нас фрагментарных данных о рынке недвижимости Ульяновска, мы оцениваем стоимость собственной недвижимости группы КГ в 30-40 млн долл. Это в целом соответствует независимой оценке, выполненной компанией «Бизнес-Актив», оценившей стоимость имущества ООО Кристалл по состоянию на 2006 год в 623 млн руб. (24 млн долл.), а имущества ООО «Симбирскспиртторг» – в 84 млн руб. (3,2 млн долл).

Правами собственности на принадлежащую группе недвижимость владеют два основных юридических лица: «ООО ГРАДЪ» с долей 75% и основной производственный актив – ООО «Кристалл» с долей 25%.

Рыночные позиции

Основные производители водки в России, тыс. дал, 2006 г.



Источник: Росстат

Как видно из представленного графика, в 2006 году Кристалл-Гросс находился на восьмом месте среди легальных производителей водки по физическому объему производства. При этом можно с большой долей уверенности предположить, что реализация планов на 2007 год позволит компании войти в пятерку лидеров.

Конкурентами КГ по динамике роста производства, являлись Русский алкоголь, Веда, Синергия и Союз-Виктан – безусловные лидеры водочного рынка в России.

Рыночную долю КГ на легальном рынке водки в 2006 году можно оценить в 3,8%.

Структура собственности

Группа Кристалл Гросс пока не структурирована как единый холдинг и в связи с этим юридически аморфна: компания включает около 20 фирм с перекрестным владением, причем в число собственников входят как юридические, так и физические лица.

Основным конечным бенефициаром группы является Александр Юрьевич Безуглов, который принимает непосредственное участие в оперативном управлении компаний.

Структура сделки

В качестве эмитента размещаемых облигаций выступает ООО «Группа компаний «Заводы Гросс» - SPV, созданное для привлечения публичного финансирования.

Гаранторами выпуска являются ООО «Кристалл» и ООО «Симбирскспиртторг» – основные производственные активы группы, ООО «Группа компаний «Гросс» – основной дистрибьютор, ЗАО «Регион-ЭМ» – собственник товарных знаков, и ООО «ГРАДЪ» – собственник 75% недвижимости.

Использование средств, привлеченных путем размещения

- 60% – рефинансирование банковских кредитов;
- 30% – продвижение существующих брендов;



- 10% – развитие дистрибьюторской сети.

Таким образом, чистое увеличение долговой нагрузки в результате займа составит 400 млн руб., или 15 млн долл.

Финансовая отчетность

Компания представила сводную консолидированную отчетность за 2005 год и 6М2006 по РСБУ, подписанную известным российским аудитором «Руфадит».

Наш анализ выполнен на основе данных управленческого учета, поскольку они имеются за 9М2006, а также предварительно – за 2006 год в целом. Помимо этого, в управленческой отчетности используется более адекватный облигационному займу круг консолидации.

Основные показатели Кристалл-Гросса

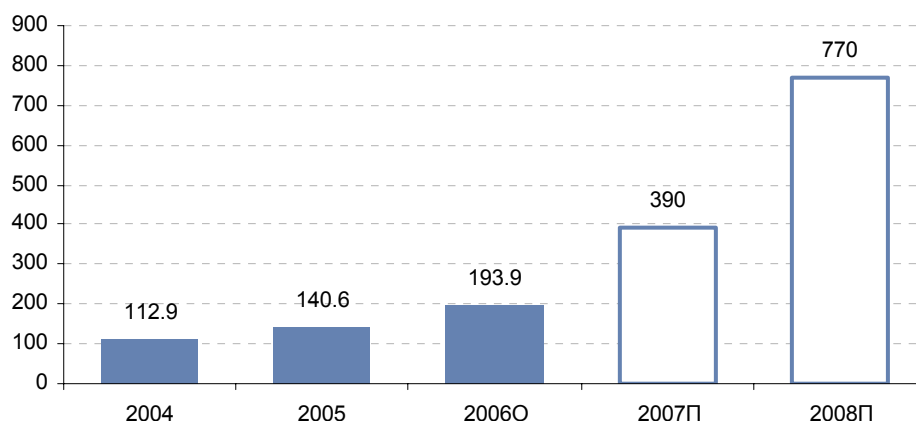
Данные (млн долл.)	2005	9М2006	2006*	Финансовые коэффициенты (x)	2005	9М2006	2006*
Продажи	140.6	127.9	193.9	Валовая рентабельность	26.5%	28.3%	27.9%
Валовая прибыль	37.2	36.2	54.0	Рент-сть. по EBITDA	10.5%	11.6%	12.2%
EBITDA	14.8	14.8	23.6	Рент-сть. по EBIT	10.3%	11.1%	11.7%
EBIT	14.5	14.2	22.7	Чистая рент-сть	6.7%	6.7%	7.8%
Чистая прибыль	9.4	8.6	15.2				
Активы	132.0	201.1	227.0	Долг/EBITDA	3.52	3.45	2.68
ОС	15.7	26.8	30.1	EBITDA/%	3.0	2.8	3.4
				Долг/Капитал	0.64	0.49	0.42
К/с долг	27.2	38.4	41.5	Долг/Активы	0.39	0.34	0.28
Д/с долг	24.9	29.9	21.6				
				% к/с долга	52.2%	56.2%	65.8%
Долг	52.1	68.3	63.2	Текущая ликв.	1.49	1.57	1.52
Собственный капитал	29.2	70.2	87.1	Быстрая ликв.	1.16	1.17	1.23

Источник: компания

* - предварительные данные

P&L

Историческая динамика выручки, млн долл.



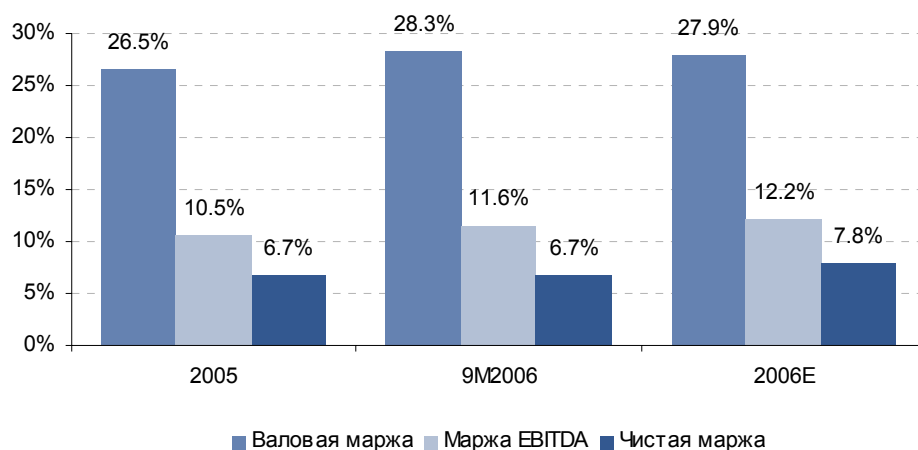
Источник: компания

- В 2006 году выручка группы достигла 194 млн долл.
- Рост выручки за год составил 37,9% против 24,5% в 2005 году



- Объем выручки по итогам 2007 года ожидается на уровне 390 млн долл., т.е. на 101% выше, чем в 2006 году. К этому заявлению компании необходимо относиться с разумной осторожностью, поскольку, как мы уже отмечали, производство ЛВИ за I квартал составило лишь 10,8% от плана на 2007 год.

Основные показатели рентабельности, %



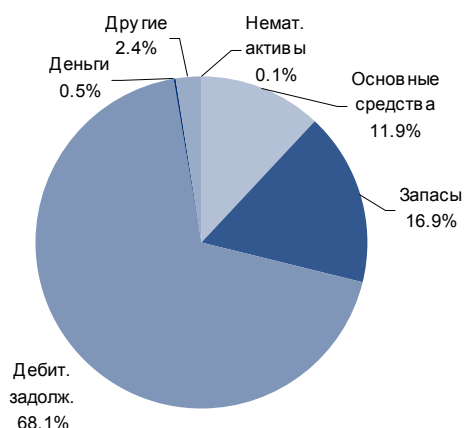
Источник: компания

- Рентабельность по EBITDA достигла в 2006 году уровня 12,2% по сравнению с 10,5% в 2005. Абсолютное значение EBITDA выросло в 2006 году на 59,5% до 23,6 млн долл.
- В 2004-2006 годах наблюдался рост всех показателей рентабельности.
- Компания добилась весьма высокого уровня чистой рентабельности, в 2006 году чистая прибыль составила 15,2 млн долл. или 7,8% продаж.
- Поскольку объем выручки по итогам 2007 года ожидается на уровне 390 млн долл., при сохранении рентабельности по EBITDA на уровне 12% объем EBITDA составит 47 млн долл.

Активы

Совокупные активы группы составили на конец 2006 года (предварительные данные) 227 млн долл. по сравнению со 132 млн долл. в 2005 году.

Структура активов группы в 2005...



...и в 2006 году



Источник: компания

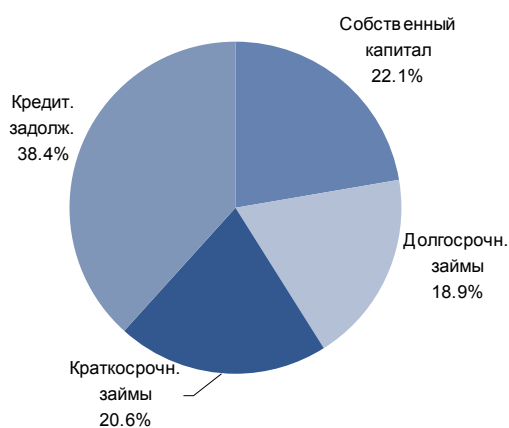
Существенные факты и тенденции:



- На дебиторскую задолженность приходится самая большая доля консолидированных активов группы. На конец 2006 года она равнялась 144 млн долл. или 63,6% от совокупных активов КГ по сравнению с 68,1% в 2005 году.
- Оборачиваемость дебиторской задолженности за 2006 год составила 221 день по сравнению со 171 днем в 2005 году. Замедление оборачиваемости в 2006 году было связано с необходимостью перемаркировки продукции в середине года из-за введения новых акцизных марок.
- В целом, высокий уровень дебиторской задолженности в балансе группы связан с особенностями производства. Напомним, что основные производственные мощности КГ находятся в Ульяновске, а основной район потребления – Москва, в результате чего у компании возникает значительное транспортное плечо, отсутствующее у производителей, мощности которых расположены ближе к районам потребления.
- Доля просроченной дебиторской задолженности в ее общем объеме составила на конец 2006 года 12%. Учитывая, что компания считает задолженность просроченной, даже в случае задержки платежей на 1 день, мы считаем, что такой уровень «плохой» дебиторской задолженности не угрожает стабильности денежных потоков группы.
- Поскольку одной из целей КГ является увеличение доли крупных организованных ритейлеров в каналах продаж, в ближайшие годы можно ожидать снижения удельного веса просроченной дебиторской задолженности одновременно с постепенным замедлением ее оборачиваемости по сравнению с уровнем 2005 года (ввиду аномально плохих показателей 2006 года).
- В 2006 году важной тенденцией, отмеченной в структуре активов, стал рост доли нематериальных активов (практически с нуля до 7,1%), что связано с оценкой торговых марок, выполненной, как сказано выше говорилось, компанией Baker Tilly Rusaudit. Напомним, что общая стоимость оцененных марок составила 423 млн руб., или 15,4 млн долл.

Долг и капитал

Структура пассивов группы в 2005...



...и в 2006 году



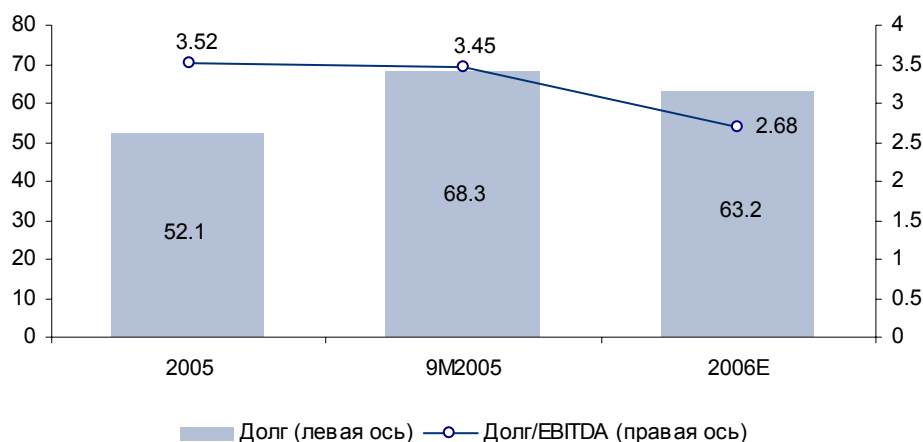
Источник: Компания

- Собственный капитал группы составил на конец 2006 года 87,1 млн долл. против 29,2 млн. в 2005 году, что соответствует 38,4% валюты баланса.
- Рост собственного капитала был обусловлен со следующими факторами: +12,3 млн долл. – увеличение уставного капитала, +15,4 млн долл. – переоценка торговых марок (Baker Tilly Rusaudit), +11,8 млн долл. – переоценка основных средств (компания «Бизнес-Актив»), +15,7 млн долл. – чистая прибыль за 2006 год (показатели в долларовом выражении рассчитаны по курсу на конец 2006 года).
- Увеличение уставного капитала производилось акционерами группы за счет собственных средств и было продиктовано вступлением в силу положения закона об обороте алкогольной продукции, согласно которому УК производителей ЛВИ должен составлять не менее 50 млн руб.
- Относительная доля кредиторской задолженности в балансе сократилась в 2006 году до 33,8% с 38,4% годом ранее, однако кредиторская задолженность все еще остается второй по величине статьей пассивов. Оборачиваемость кредиторской задолженности за 2006 год составила 160 дней против 147 дней в 2005 году –



таким образом компания старалась компенсировать замедление оборота дебиторской задолженности, о котором мы уже упоминали ранее.

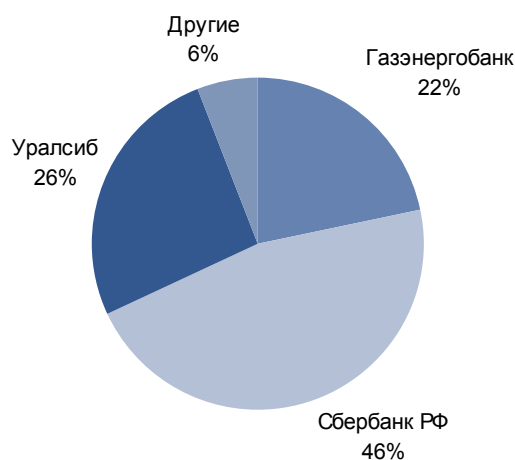
Долговая нагрузка, млн долл.



Источник: Компания

- Суммарный долг КГ на конец 2006 года составил 63,2 млн долл., на 21,3% больше, чем в 2005.
- Отношение Долг/ЕБИТДА равнялось 2,68х против 3,45х в III квартале и 3,52х в 2005 году.
- Покрытие процентных расходов на уровне ЕБИТДА составило 3,4 в 2006 году по сравнению с 3 в 2005.

Структура кредитного портфеля по кредиторам, конец 2006 года



Источник: компания

Средняя ставка по кредитам КГ на сегодня – 11,5%.

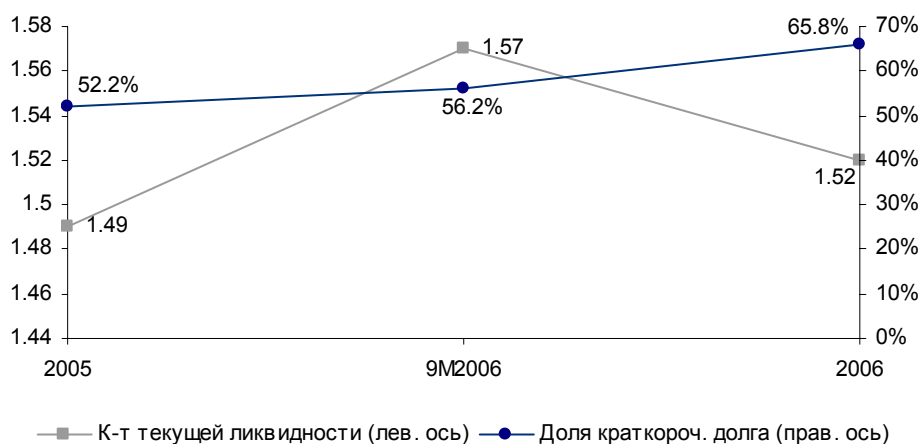
Среди кредиторов фигурирует Газэнергобанк, – региональное кредитное учреждение, базирующееся в Калуге. На долю банка приходится существенная часть задолженности КГ (22%), поскольку он аффилирован с основными акционерами компании.

Помимо прямого кредитования, Газэнергобанк оказывает группе КГ платные услуги по гарантированию перед налоговыми органами надлежащего использования компанией полученных акцизных марок. Гарантии обычно предоставляются на срок 45 дней.



Ликвидность

Динамика основных показателей ликвидности



Источник: компания

- В 2005-2006 годах коэффициент текущей ликвидности КГ стабильно находился на уровне 1,5, что в целом очень неплохо.
- Доля краткосрочного долга компании постепенно возрастает, достигнув на конец 2006 года 65,8%. Мы считаем, что большая доля коротких кредитов абсолютно логична для КГ, поскольку компании не приходится финансировать долгосрочные проекты.

Таким образом, можно считать, что ситуация с ликвидностью в группе компаний КГ вполне адекватна стоящим перед ней задачам.

Консервативный сценарий на 2007 год (оценка Уралсиба)

Поскольку компания сама признает, что в настоящее время план по производству выполняется лишь на 85%, а во втором полугодии 2006 года ожидается пуск завода в Волгограде, можно предположить, что ГК вполне по силам произвести и продать в 2007 году 5-5,5 млн дал водки.

В этом случае выручка группы составит 250-275 млн долл.

Усилия по маркетингу и дистрибуции возросшего объема продукции, особенно по привлечению крупных розничных сетей, могут привести к снижению рентабельности по EBITDA, скажем, до 10% с 12,2% в 2006 году.

Соответственно, при реализации этого сценария объем EBITDA по итогам 2007 года составит 25-27 млн долл.

По оценке группы, ее капитальные затраты составят в 2007 году приблизительно 10 млн долл. – вполне умеренный показатель, тем более что самая значительная часть этой суммы – инвестиции, необходимые для переоборудования и пуска завода в Волгограде.

Незначительный объем капиталовложений отвечает заявленным КГ намерениям ограничить рост заимствований в 2007 году размещаемым займом. При этом, компания планирует потратить 50-60% привлекаемых средств на рефинансирование долга, поэтому чистое его увеличение составит не более 500 млн руб., или 20 млн долл.

Сумма долга на начало года составляла 63,2 млн долл., и с учетом вышесказанного, можно надеяться, что долг компании на конец 2007 не превысит 85 млн долл.

В итоге при развитии событий по относительно пессимистическому сценарию отношение Долг/EBITDA КГ в 2007 году составит, по нашей оценке, не более 3,4х.

Кристалл-Гросс в сравнении с конкурентами

В таблице представлены сравнительные данные КГ и компаний отрасли, данными отчетности которых мы располагаем и которые когда-либо выходили на долговой рынок.



Кристалл-Гросс и его конкуренты

млн долл.	Кристалл-Гросс (Упр.)	Группа Синергия (МСФО)	Союз-Виктан (МСФО)	МЗ Кристалл (РСБУ)
	9M2006	9M2006	2005	9M2006
Продажи	128	152	215	73
ЕВИТ	14.2	15.2	19.4	3.3
ЕВИТДА	14.8	18.3	22.1	-
Активы	201	164	220	125
Капитал	70	58	50	65
Долг	68	61	92	18
Норма ЕВИТ	11.1%	10.0%	9.0%	4.6%
Норма ЕВИТДА	11.6%	12.1%	10.3%	-
Текущая ликвидность	1.5	0.5	1.0	1.7
% краткосрочного долга	56.2%	20.1%	96.1%	0.2%
Долг/Капитал	49.0%	51.0%	64.7%	21.5%
Долг/Активы	34.0%	37.1%	41.9%	14.2%
Долг/ЕВИТДА	3.45	3.3	4.17	-
Долг/ЕВИТ	3.62	4.0	4.77	4.0
ЕВИТДА/Проценты	2.8	9.0	3.2	-
ЕВИТ/Проценты	2.7	7.4	2.8	3.2
- оборач. дебит. задолж, дни	246	77	111	242

Источник: Данные компаний

- КГ в сравнении с МЗ Кристалл
 - Преимущества:
 - КГ превосходил МЗ Кристалл по объему продаж за 9M2006 (128 млн долл. против 73 млн долл.), однако это может объясняться тем, что отчетность МЗ Кристалл по РСБУ не консолидирована.
 - Наличие у КГ аудита сводной отчетности по РСБУ от Rufaudit.
 - Положительная динамика производства и продаж в последние годы – снижение производства у МЗ Кристалл.
 - Наличие у КГ активно продвигаемых собственных федеральных брендов, тогда как МЗ Кристалл печально известен потерей своего флагманского бренда «Гжелка».
 - КГ имеет прочные региональные позиции, тогда как продукция МЗ Кристалл известна только в Москве.
 - Недостатки:
 - МЗ Кристалл, в отличие от КГ, является государственным предприятием.
 - Юридическая структура группы КГ крайне сложна и раздроблена, тогда как МЗ Кристалл является единым, физически консолидированным предприятием, которое находится в Москве, на Самокатной улице.
 - У МЗ Кристалл более низкое кредитное плечо (отношение Долг/Активы равно 14,2% против 34% у КГ).
 - МЗ Кристалл имеет публичную долговую историю, тогда как у КГ она только начинается.
 - Примечательно, что по итогам 9M2006 показатели оборачиваемости дебиторской задолженности КГ и МЗ Кристалл практически совпали: 240-250 дней. Можно было ожидать, что у МЗ Кристалл оборот окажется более быстрым, поскольку завод производит водку и продает ее в одном регионе (Москва и Московская область). Мы считаем, что в действительности так дело и обстоит, а оборачиваемость МЗ



оказалась более медленной из-за того, что отчетность завода по РСБУ явно занижает реальный оборот компании.

- *Вывод: хотя в последние два года КГ, безусловно, выглядит более активной и успешной компанией, обязательства МЗ Кристалл будут торговаться с существенным дисконтом к КГ уже в силу того, что МЗ Кристалл – государственное предприятие.*
- КГ в сравнении с Синергией
 - Преимущества:
 - Продажи КГ базируются на сильных федеральных брендах, тогда как Синергия выглядит просто как группа заводов со своими региональными рынками.
 - КГ в значительно более широко представлен на алкогольном рынке московского региона, самого емкого с точки зрения платежеспособного спроса.
 - Активы КГ полностью контролируются группой, тогда как в активах Синергии есть миноритарные доли, из-за которых в данный момент, когда Синергия осуществляет консолидацию своей группы, возникают серьезные корпоративные конфликты.
 - Недостатки:
 - Синергия представила консолидированную отчетность по МСФО за 2004-2005 годы от Baker Tilly Rusaudit, что представляется основным преимуществом Синергии перед КГ.
 - В 2006 году Синергия несколько превзошла КГ по объему продаж (152 млн долл. против 128 за 9М2006) и производству водки.
 - По-видимому благодаря большой доле региональных продаж и, соответственно, относительно небольшому удельному весу продукции, реализуемой через крупные сети, Синергия значительно превосходила КГ по скорости оборота дебиторской задолженности в 2006 году (77 дней против 246 у КГ за 9М2006). Обратной стороной этого преимущества были низкие формальные показатели ликвидности (коэффициент текущей ликвидности 0,5 у Синергии по сравнению с 1,5 у КГ).
 - По остальным показателям, в том числе по уровню долговой нагрузки, компании в III квартале 2006 года были приблизительно равны.
 - *Вывод: наличие аудированной отчетности по МСФО выгодно отличает Синергию от Кристалл-Гросса, однако по остальным показателям компании очень похожи. Соответственно, кредитное качество Синергии выглядит в настоящий момент предпочтительным по отношению к КГ, хотя премия, которую КГ будет вынужден платить, вероятно, окажется незначительной.*
- КГ в сравнении с Союз-Виктаном
 - Необходимо отметить, что Союз-Виктан – украинская компания, которая открыла в 2005 году водочное производство в России. Основная часть активов и денежных потоков СВ сосредоточена на Украине, поэтому инвесторы в долговые инструменты группы во многом оценивают СВ исходя из своего, зачастую превратного представления о страновых рисках. Помимо этого, группа СВ не обязана представлять российскую отчетность, поэтому единственные данные, которыми мы располагаем – это отчетность по МСФО за 2005 год, подписанная Deloitte.
 - Преимущества КГ:
 - Значительно большая узнаваемость брендов на ключевом рынке Москвы и Московской области.
 - Несколько более умеренные показатели долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА 3,5х у КГ против 4,2х у СВ за 2005 год).
 - Несколько лучшие показатели ликвидности (почти 100% долга СВ относились в конце 2005 года к краткосрочной категории).
 - Факты уголовного преследования руководителей и бенефициаров СВ на Украине при отсутствии таковых у КГ.
 - Недостатки:
 - СВ предоставил отчетность по МСФО за 2003-2005 годы, подписанную Deloitte.
 - КГ пока гораздо меньше СВ по масштабам бизнеса, поскольку объем производства СВ еще в 2005 году составлял 9 млн дал.



- *Вывод: если бы деятельность СВ была сосредоточена в России, это, вероятно, с большой вероятностью была бы лучшая компания в отрасли по кредитному качеству – в основном, за счет качественной отчетности и масштабов бизнеса.*

Кристалл-Гросс – за и против

Преимущества:

- Активный менеджмент, представляющий, как вывести компанию в лидеры алкогольной отрасли.
- Высокие темпы развития в 2006 году на фоне общей стагнации производства водки в РФ.
- Сильная маркетинговая составляющая, наличие мощных федеральных брендов.
- Полный цикл – от производства спирта до дистрибуции ЛВИ.
- Высокая, по стандартам сектора, рентабельность.
- Относительно невысокая долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА 2,7х в 2006 году).
- Наличие аудированной сводной отчетности по РСБУ от Rufaudit.
- Сотрудничество с известными иностранными производителями алкоголя (Camus, Saint-Brendan's).

Недостатки:

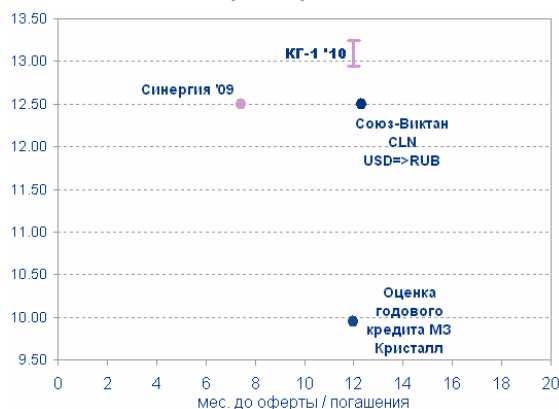
- Аморфная юридическая структура группы.
- Отсутствие консолидированной отчетности по МСФО.
- Медленная оборачиваемость дебиторской задолженности, являющейся основной составляющей активов.

Прайсинг выпуска

В настоящий момент производители алкогольной продукции очень слабо представлены на рублевом рынке облигаций. Помимо выпуска ОСТ-2, который в последнее время торгуется на неожиданно высоких уровнях доходности, сектор представляют только относительно недавно размещенный выпуск группы «Синергия». Тем не менее рассмотрим каждого из названных нами конкурентов КГ в отдельности.

- Итак, выпуск Синергия-1 торгуется в настоящий момент с доходностью 12,5% на срок 7 месяцев.
- Московский завод Кристалл был относительно недавно представлен погашенным сейчас выпуском Кристалл-1, который торговался с доходностью порядка 9,75%, когда до погашения оставался год, а именно в феврале 2006 года. В тот момент 12-месячный NDF находился на уровне 5,35%. Сейчас он находится практически в той же точке. Соответственно, годовой риск МЗ Кристалл на первичном рынке в сегодняшних условиях также можно оценить на уровне 9,75-10%.
- Компания Союз-Виктан разместила в сентябре 2006 года CLN объемом 70 млн долл. на срок 1,5 года с купоном 12,5%. В настоящий момент цена этой неторгуемой бумаги неизвестна, поэтому будет считать, что доходность выпуска остается на уровне 12,5%. Сейчас форвардная валютная кривая на срок до года является фактически плоской, поэтому можно утверждать, что долларовая доходность 12,5% соответствует той же рублевой доходности. Сразу оговоримся, что доходность 12,5% в Союз-Виктане представляется нам завышенной и является таковой из-за обращения компании на неликвидный рынок CLN.

Картина рынка



Источник: Bloomberg, CBonds, MMBF



Напомним, что из проведенного ранее сравнительного анализа мы сделали следующие выводы:

- КГ должен торговаться с незначительной премией к Синергии;
- ...и с существенной премией к СВ и МЗ Кристалл.

Еще раз повторим, что точка на графике, соответствующая переведенной в рубли доходности долларовой CLN Союз-Виктана, не является рыночной. Тем не менее, тот факт, что СВ не так давно занимал в долларах под 12,5%, не позволяет нам оценивать КГ ниже этого уровня.

К тому же мы считаем, что премию к Синергии за наличие МСФО можно оценить сейчас в 50-75бп, что и позволяет нам исходя из доходности Синергии-1 оценить **справедливый диапазон доходности КГ к годовой оферте как 12,95-13,25%** (приблизительно соответствует квартальному купону 12,35-12,65%).

Дополнение 1. Инвестору на заметку – календарь предстоящих важных событий на рынке алкогольной продукции

- 10 мая 2007 года – оферта по выпуску ОСТ-2. У нас нет никаких сведений относительно текущего финансового положения группы ОСТ, однако тот факт, что выпуск ОСТ-2 торгуется с доходностью к оферте около 50% годовых, побуждает нас включить оферту компании в данный список.
- 1 июля 2007 года – обязательный для всех производителей запуск спиртовых счетчиков на заводах с включением их в систему ЕГАИС. На заводах группы КГ счетчики установлены уже давно и исправно действуют.
- 1 ноября 2007 года – новая попытка запустить ЕГАИС в автоматическом режиме. Независимо от того, окажется ли попытка успешной, эта дата не принесет с собой каких-либо перемен, поскольку процесс не помешает выдаче новых акцизных марок. Если пуск вновь окажется невозможным, ЕГАИС вернется в текущий ручной режим. Помимо всего прочего, все заводы КГ были уже в первой половине 2006 года готовы к полному переходу на ЕГАИС полным объемом.

Резюме: важно понимать, что основные проблемы алкогольной отрасли в 2006 году возникли не из-за ввода ЕГАИС, а из-за смены формата акцизных марок и запрета с 1 июля 2006 года торговать неперемаркированной продукцией. Ничего подобного в ближайшие два-три года не ожидается.

Дополнение 2. Ответ на часто задаваемый вопрос о различиях между консолидированной управленческой и аудированной сводной бухгалтерской отчетностью по РСБУ.

Активы:

- В управленческой отчетности по сравнению с аудированной отражена переоценка основных средств (310 млн руб.) на основании независимой оценки компании Бизнес-Актив.
- В управленческой отчетности отражена переоценка нематериальных активов (товарных марок, 405 млн руб.) на основе оценки Baker Tilly Rusaudit.
- НДС, оплаченный при приобретении активов (например, ОС), в бухгалтерской отчетности учитывается в отдельной статье, а в управленческой отчетности включается в стоимость активов.
- Финансовые вложения отражены в аудированной отчетности в соответствии с правилами учета, тогда как в управленческой отчетности они исключены из активов с понижающей корректировкой раздела «капитал и резервы», поскольку финансовые вложения КГ на самом деле являются капитальными операциями с зависимыми сторонами.

Пассивы:

- В управленческой отчетности появился добавочный капитал, возникший вследствие двух переоценок активов, представленных выше.
- Займы и кредиты, предоставленные акционерами, отражены в аудированной отчетности как долг, тогда как в управленческом учете они внесены в состав капитала.

P&L

- В аудированной отчетности выручка включает оборот группы с внешними компаниями, не связанный с фактическим движением товара и возникающий из-за технических особенностей организации работы налоговых постов и необходимости оптимизации документооборота при очистке товара от акциза. Этот оборот не связан с торговой деятельностью, равно как и с какой-либо налоговой оптимизацией.

Аудированная (бухгалтерская) отчетность также отличается от управленческой в части учета прибыли.

Дмитрий Дудкин, CFA, DudkinDI@uralsib.ru



Fixed Income

Head of Fixed Income

Alexander Pugach, apugach@uralsib.ru

Sales and Trading

Head of Sales and Trading

Eduard Koluzanov, Koluzanovea@uralsib.ru

Sales

Sergey Shemardov, Head of Sales, she_sa@uralsib.ru
 Elena Dovgan, sales-manager, dov_en@uralsib.ru
 Anna Karpova, sales-manager, kar_am@uralsib.ru
 Dmitry Kuznetsov, sales-manager, kuznetsovde@uralsib.ru
 Dmitry Popov, sales-manager, popovdv@uralsib.ru

Trading

Andrey Borisov, senior trader, bor_av@uralsib.ru
 Vyacheslav Chalov, trader, chalovvg@uralsib.ru
 Konstantin Makarov, repo-trader, makarovkv@uralsib.ru

Fixed Income Research

Dmitry Dudkin, Head of FI Research dudkindi@uralsib.ru
 Kiti Pantskhava, analyst, pantskhavaks@uralsib.ru
 Nadezhda Myrsikova, analyst, myr_nv@uralsib.ru

Debt Capital Markets

Head of Debt Capital Markets

Dmitry Shklovsky, Shklovskyda@uralsib.ru

Issuer Support Services

Guzel Timoshkina, Head of Support, tim_gg@uralsib.ru
 Anton Lobanov, associate, lob_at@uralsib.ru
 Farida Akhmetova, associate, akhmetovaff@uralsib.ru
 Galina Gudyma, associate, gud_gi@uralsib.ru
 Olga Stepanenko, associate, stepanenkooa@uralsib.ru

Victor Orekhov, senior associate, ore_vv@nikoil.ru
 Japar Sultanov, analyst, sultanovzs@uralsib.ru

Equity Research

Co-Heads of Equity Research

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru

Kim S Iskyan, iskyanks@uralsib.ru

Strategy

Anton Tabakh, tabakhav@uralsib.ru
 Natalia Maiorova, mai_ng@uralsib.ru

Oil & Gas

Caius R. Rapanu, rap_ca@uralsib.ru
 Alex N. Kormschikov, kor_an@uralsib.ru

Metals & Machinery

Senior analyst: Kirill Chuiko, chu_ks@uralsib.ru
 Dmitry Smolin, smolindv@uralsib.ru

Banking

Anton Tabakh, tabakhav@uralsib.ru
 Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

Telecommunications

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru
 Konstantin Belov, Belovka@uralsib.ru

Consumer Goods / Retail, Transportation

Andrei Nikitin, nikitin_ai@uralsib.ru
 Dmitry Zaporozhsky, zaporozhskydi@uralsib.ru

Utilities

Caius R. Rapanu, rap_ca@uralsib.ru
 Matvey Taitis, tai_ma@uralsib.ru
 Pavel Popikov, popikovpn@uralsib.ru

Politics & Economics

Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer. While all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB Capital makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. No one shall take any investment decision in reliance on this report. Neither URALSIB Capital nor its agents nor affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. The information is the exclusive property of URALSIB Capital and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

© URALSIB Capital 2006