

ПОСЛЕДНИЙ ИЗ МОГИКАН

JFC ИСПОЛЬЗУЕТ ПРЕИМУЩЕСТВА, ПОЛУЧЕННЫЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ БАНКРОТСТВА КОНКУРЕНТОВ

С октября прошлого года рынок рублевых облигаций захлестнула волна дефолтов, не отступающая до сих пор. При этом не все дефолты носят фундаментальный характер – целый ряд банкротств можно отнести к категории фиктивных. Исходя из данных СМИ, такими, в частности, являются дефолты компаний «СОРУС» и «Sunway», двух из трех крупнейших в России импортеров фруктов. В то же время в третьем эшелоне рублевого рынка облигаций остались компании, исправно исполняющие свои обязательства перед кредиторами даже в сложных экономических условиях. Учитывая, что глобальный экономический кризис в настоящее время уже вступил в фазу консолидации, заработанная хорошая репутация, на наш взгляд, упростит этим компаниям выход на долговой рынок в будущем. В числе тех, кто сможет выиграть, еще один импортер фруктов из «большой тройки» – JFC, который сумел подтвердить репутацию надежного заемщика и использует преимущества, возникшие в результате банкротства конкурентов, для дальнейшего укрепления своих рыночных позиций.

Импорт бананов: «антикризисный» бизнес

Последние пять лет рынок фруктов в России рос в среднем на 12% в год. Согласно официальной статистике, объем рынка свежих фруктов в России составил в 2008 г. порядка 10 млрд долл. В последние четыре года рынок демонстрировал устойчивый рост, прибавляя ежегодно в среднем 12% (в терминах физического объема продаж). Рост обеспечивался преимущественно за счет наращивания импорта фруктов, на долю которого сейчас приходится 70–80% рынка и который увеличивался в объемах примерно так же, как и импорт в целом, – на 13% в год.

В кризис импорт умеренно сократился... Глобальный кризис, повлекший за собой ослабление рубля и снижение платежеспособности населения, стал причиной резкого сокращения импорта в Россию. Так, в январе – апреле 2009 г. импорт упал на 40,9% по сравнению с апрелем 2008 г. Однако, согласно данным Федеральной таможенной службы России, импорт фруктов за тот же период снизился всего на 6,1% при сходном снижении реальных располагаемых доходов населения – на 6,0%. Относительно слабое влияние кризиса объясняется высокой долей дешевых фруктов в структуре потребления. По данным исследования, проведенного АС Nielsen, россияне предпочитают яблоки, бананы и апельсины.

...при смещении предпочтений в сторону в более дешевых фруктов. Структура импорта фруктов в целом отражает потребительские предпочтения населения. В 2008 г. в структуре импорта яблоки занимали 21%, бананы – 20%, а цитрусовые (помимо апельсинов к этой группе относятся мандарины и лимоны) – 25%, что в совокупности составляет почти 66% всего импорта фруктов. За первые четыре месяца текущего года доля цитрусовых выросла до 34%, яблок – до 30%, а доля бананов осталась относительно стабильной – на уровне 19%. При этом доля прочих фруктов (в том числе экзотических) в структуре импорта существенно снизилась – с 27% до 10%. Данное перераспределение отражает смещение предпочтений потребителей в

Информация о выпуске

Выпуск	Группа Джей Эф Си-1
Рейтинг эмитента	S&P: CCC+
Объем	2 млрд руб.
Купон	полугодовой
Ставка купона	20% годовых
Оферта	22 октября 2009 г.
Погашение	20 октября 2011 г.

Устойчивый рост импорта фруктов в последние годы

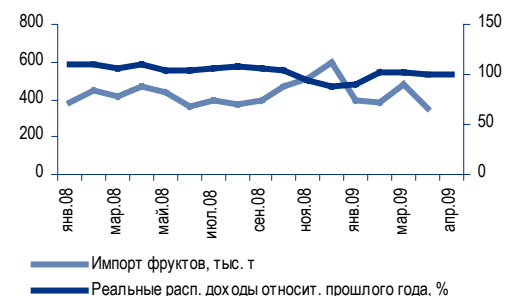
Динамика импорта фруктов в РФ, тыс. тонн



Источники: Государственный таможенный комитет

Умеренный спад под влиянием кризиса

Импорт фруктов в РФ, тыс. и динамика реальных располагаемых доходов населения (прав. шкала)



Источники: Росстат, Государственный таможенный комитет

Последний из могижан

сторону более дешевых товаров и подтверждается статистикой по прошлым кризисам. Как отмечают представители розничных сетей, с началом кризиса спрос на экзотические фрукты существенно упал, тогда как на более привычные виды фруктов остается стабильным. Согласно статистике, кризис 1998 г., негативно повлиявший на рынок фруктов, в меньшей степени сказался на потреблении трех наиболее популярных среди россиян фруктов – яблок, бананов и апельсинов.

Спрос на бананы мало подвержен сезонному фактору. Увеличение доли яблок и цитрусовых в первые месяцы года объясняется сезонностью их ввоза в страну. Наибольший спрос на апельсины и мандарины (которые составляют почти все потребление цитрусовых в России) приходится на зиму и раннюю весну, тогда как в остальное время преобладает потребление сезонных фруктов (сливы, арбузы, дыни, груши, абрикосы, персики, черешня, вишня, клубника, малина и другие ягоды). Что касается яблок, то большая часть их импорта также осуществляется в первую половину года, а во втором полугодии на рынок начинают поступать плоды, выращенные на территории России. По итогам всего года доля яблок и цитрусовых в общем импорте будет ниже указанного выше показателя за четыре первых месяца. Спрос на бананы не зависит от сезона, являясь более или менее постоянным в течение года.

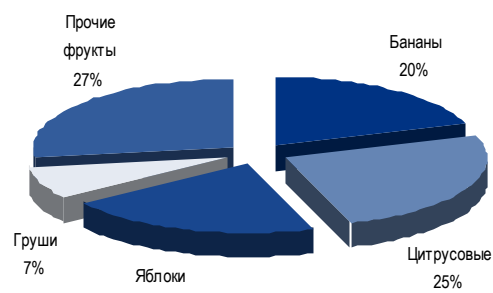
Банан – самый дешевый фрукт. По данным Росстата, с начала года розничные цены на фрукты выросли на 15%. Рост был обусловлен в первую очередь ослаблением рубля относительно доллара. Среди самых популярных фруктов бананы в этот период выросли в цене наиболее сильно – на 31% (яблоки – на 11%, апельсины – на 10%). Однако, даже несмотря на это, бананы остаются самыми дешевыми. Так, в мае 2009 г. средняя цена бананов составляла 55,07 руб./кг, апельсинов – 56,21 руб./кг, а яблок – 62,2 руб./кг. По мере поступления на рынок российского урожая возможно падение цен на яблоки ниже уровня цен на бананы. Летом 2008 г. такого не случилось, но в текущем году, вследствие обесценения рубля, вероятность подобной динамики выше. В то же время, по нашему мнению, данный сезонный эффект будет краткосрочным, и достаточно быстро банан станет вновь самым дешевым фруктом.

Сокращение импорта бананов в начале года из-за ухода с рынка ключевых поставщиков. За первые пять месяцев года в Россию было ввезено 22,5 млн коробок бананов, что на 6% ниже соответствующего прошлогоднего показателя. Однако данное снижение обусловлено не сокращением спроса, а в первую очередь банкротством двух основных импортеров – компаний «Sunway» и «СОРУС», на которые по результатам 2008 г. приходилось 38% поставок бананов в Россию. В январе – мае суммарный импорт бананов этими двумя компаниями упал до 26%. Когда их долю на рынке займут другие поставщики (доля крупнейшего импортера бананов JFC за первые пять месяцев текущего года выросла с 31% до 34%, а прочие компании увеличили свою долю с 20% до 27%), объем поставок бананов восстановится.

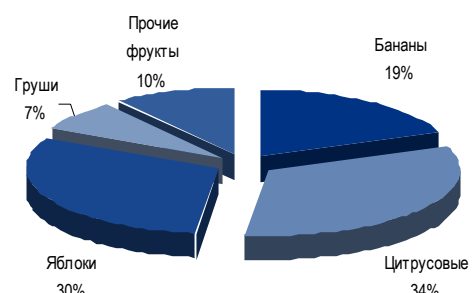
Потребление бананов будет расти. Согласно исследованиям, потребление фруктов в России на человека в среднем составляет 34 кг в год (при рекомендуемой норме в 100 кг), тогда как в США и Канаде – 126 кг, а в Китае – 50 кг. Это свидетельствует о значительном потенциале роста фруктового рынка нашей страны по мере стабилизации экономической ситуации. Потребление бананов россиянами также отстает от стандартов развитых стран: в 2006 г. средний американец съедал 11,5 кг бананов в год, житель наиболее состоятельных европейских стран – 10,5 кг, житель стран – новых членов ЕС (Восточная Европы) – 8,2 кг, а россиянин – лишь 6,0 кг. Этот фактор на фоне снижения доходов населения и смещения потребительского спроса в сторону менее дорогих продуктов должен в дальнейшем обеспечить увеличение потребления бананов в России.

Доля наиболее дешевых фруктов растет

Структура импорта фруктов в 2008 г.



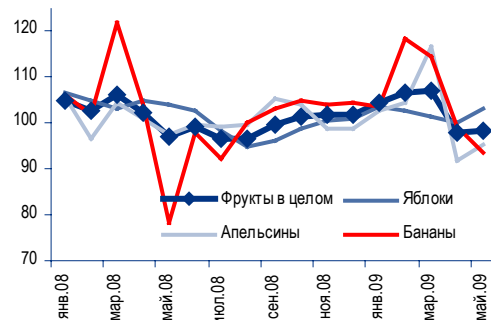
... и в январе – апреле 2009 г.



Источники: Государственный таможенный комитет

Несмотря на рост цен...

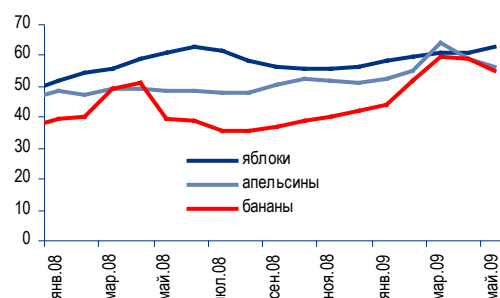
Изменение цен на фрукты относительно предыдущего месяца, %.



Источники: Росстат

... банан остается самым дешевым фруктом

Динамика цен трех наиболее популярных среди россиян фруктов, руб.



Источники: Росстат

Банкротства импортеров фруктов: не фундаментальные причины

Два крупнейших импортера фруктов признаны банкротами... Крупнейшими отечественными импортерами фруктов до вступления экономического кризиса в свою активную фазу (в III квартале 2008 г.) были три петербургские компании: Sunway, СОРУС и JFC. При этом в сегменте импорта бананов данные компании на протяжении длительного времени занимали доминирующие позиции с общей рыночной долей в 69% по состоянию на конец 2008 г. (пальму первенства удерживала JFC с долей рынка 31%). Кризис изменил ситуацию: стратегические ошибки и неэффективное управление привели к тому, что сначала СОРУС, а затем Sunway объявили о своем банкротстве.

...но это проблемы не отрасли, а избранный путь акционеров данных компаний. Несмотря на то что спрос на бананы как наиболее дешевые фрукты остается стабильным даже в сложных экономических условиях, ни СОРУС, ни Sunway не сумели преодолеть последствий кризиса. Причины банкротства двух данных компаний сходны, главным образом это результат выбора неверной бизнес-модели – ориентации на быструю экспансию и агрессивный рост за счет увеличения долговой нагрузки. Но несмотря на то что кризис поставил эти компании в сложное положение, критическим оно не было. Исходя из доступной информации акционеры данных компаний под прикрытием глобального экономического кризиса решили извлечь выгоду из банкротств, но оставлять свой фруктовый бизнес они, похоже, не собираются, осуществив заблаговременный перевод основных активов в другие, подконтрольные им структуры.

СОРУС: высокая дебиторская задолженность – недостаточная причина для банкротства. СОРУС первым среди фруктовых импортеров обзавелся собственными банановыми плантациями в Эквадоре, что дало ему ряд ценовых преимуществ перед конкурентами. Однако правильно воспользоваться ими компания так и не смогла и в декабре 2008 г. стала первым крупным российским импортером фруктов, который был признан банкротом. Стремясь захватить большую долю рынка, СОРУС активно предоставлял своим дистрибуторам отсрочки по платежам за поставляемую продукцию при одновременном неэффективном управлении дебиторской задолженностью, основными статьями затрат и недостаточном контроле за валютными рисками. Кризис выявил ошибочность такой стратегии. Перед наступлением даты платежей по облигационному долгу эмитент рассчитывал на получение кредита от Связь-банка, выступающего платежным агентом по его облигациям, но договориться с последним в итоге так и сумел, оказавшись в состоянии реального дефолта. Официальной причиной банкротства СОРУС называл неплатежи со стороны покупателей (что, по нашему мнению, не очень убедительно, учитывая существование рынка факторинга), но действия менеджмента и акционеров явно не выглядели так, что они пытались сделать все для спасения компании. Держателям облигаций даже не было сделано предложение о реструктуризации задолженности. Примечательно, что эмитент инициировал процедуру собственного банкротства за неделю до купонной выплаты по облигациям, одновременно конкурсное производство назначали и три поручителя по облигационному займу, подавшие иски на ликвидацию, что выглядело по меньшей мере странным. Впоследствии в прессе появилась информация о том, что после признания банкротом СОРУС продолжает деятельность на фруктовом рынке, но уже через вновь созданные юрлица. Неудивительно, что компания привлекла внимание правоохранительных органов.

Основная причина банкротства Sunway и СОРУС – выбор неверной бизнес-модели, предполагающей ориентацию на быструю экспансию и агрессивный рост за счет увеличения долговой нагрузки

Действия менеджмента и акционеров СОРУС не выглядели так, что они пытались сделать все для спасения компании

Последний из могикиан

Sunway: широкая продуктовая линейка подвела, но бизнес можно было спасти. В условиях смещения предпочтений потребителей в сторону более дешевой продукции Sunway подвел широкий ассортимент импортируемых овощей и фруктов (бананы лишь одним из множества наименований). Значительные фиксированные издержки (каждый вид продукции требовал своих специфических затрат – как на производство, логистику и дистрибуцию, так и на управление) обуславливали необходимость поддержания высокого уровня оборотного капитала, привлекаемого главным образом посредством долгового финансирования. Подобная стратегия могла быть успешной лишь при экономической стабильности, но оказалась несостоятельной в условиях кризиса. Столкнувшись с разрывом ликвидности, компания даже не стала предпринимать попыток спасти бизнес и реструктуризировать задолженность, инициировав иск о банкротстве в конце мая нынешнего года. По сообщениям ряда СМИ, акционеры Sunway приняли решение не платить по долгам, параллельно осуществив вывод активов в другую подконтрольную им структуру – компанию «Фруттория», куда уже перешли на работу многие управленцы из Sunway.

Поправки к закону о банкротстве запоздали

Законодательная база не на стороне инвесторов. Обращает на себя внимание тот факт, что Sunway подала иск о банкротстве за две недели до вступления в силу поправок в соответствующий закон, которые позволяют взыскивать долги компаний-банкротов с их акционеров, а также оспаривать сделки по выводу капитала из компании, совершенные перед банкротством. Приходится констатировать, что принятие столь нужных правок явно запоздало, ведь массовые дефолты на рынке облигаций начались еще осенью прошлого года.

Основные пострадавшие – держатели облигаций. Как в случае банкротства СОРУС, так и при банкротстве Sunway, среди всех инвесторов наиболее сильно пострадали держатели необеспеченных долговых инструментов – облигаций. Примечательно, что иски о признании собственного банкротства были поданы обеими эмитентами как раз в преддверии выплат по облигационному долгу, при этом Sunway оказалась не в состоянии расплатиться по своим внешним долговым обязательствам – с держателями **CLN Sunway Group 2009** объемом 50 млн долл., среди которых широко представлены иностранные кредиторы. Принимая во внимание публичную информацию о том, что в преддверии банкротств акционеры СОРУС и Sunway выводили из компаний основные активы, перспективы держателей облигаций по возврату даже части вложенных средств весьма призрачные.

JFC: худшее позади

JFC – единственный оставшийся импортер из «большой тройки»... JFC приняла достаточно эффективные антикризисные меры и за первые пять месяцев 2009 г., воспользовавшись проблемами конкурентов, увеличила свою долю в импорте бананов до 34% с 31% на конец 2008 г. Рост мог бы быть более существенным, но компания сама ограничила его, очень избирательно подходя к выбору клиентов. Несмотря на то что наиболее вероятный краткосрочный сценарий, по нашему мнению, дальнейшее увеличение доли рынка JFC (по оценкам компании, эта доля может достигнуть 55% к концу 2010 г.), в более отдаленном будущем мы не исключаем обратной динамики. Существует вероятность, что вместо обанкротившихся

Столкнувшись с разрывом ликвидности, Sunway даже не стала предпринимать попыток спасти бизнес и реструктуризировать задолженность

Иски о банкротстве были поданы эмитентами как раз в преддверии выплат по облигационному долгу

Последний из могижан

СОРУС и Sunway придут компании, созданные на базе их активов. Однако, если смена собственников не состоится, эти «новые» игроки будут иметь весьма ограниченный доступ к рынкам долгового финансирования, что в значительной мере ограничит их перспективы.

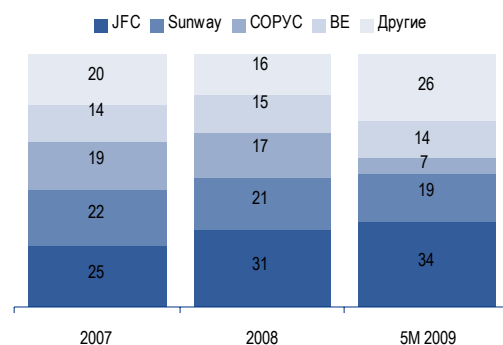
...подтвердивший свою кредитную репутацию в условиях кризиса. В отличие от СОРУС и Sunway, JFC, хотя и не смогла полностью избежать негативных последствий кризиса для своих финансовых показателей, исправно выполняет обязательства перед кредиторами, в том числе перед держателями облигаций. В настоящее время в обращении находится единственный выпуск облигаций эмитента – **Группа Джей Эф Си-1** объемом 2 млрд руб. Напомним, что в период разрастания кризиса в октябре прошлого года, а также в апреле нынешнего JFC своевременно и в полном объеме исполнила свои обязательства в рамках запланированных офферт.

Основные преимущества JFC: вертикальная интеграция и диверсифицированная структура продаж. Глобальный экономический кризис не застал JFC врасплох, как ее конкурентов. Среди основных преимуществ JFC, которые позволили компании продолжать эффективно работать при ухудшении конъюнктуры, мы выделяем следующие.

- ✦ **Вертикальная интеграция бизнеса позволяет экономить на издержках.** JFC контролирует всю цепочку бизнес-операций – от производства бананов до их распределения по торговым сетям. В собственности компании находится 4 тыс. гектаров банановых плантаций на Эквадоре и Коста-Рике (25% бананов проданных JFC в 2008 г. были произведены на собственных плантациях). Наличие собственного производства позволяет компании экономить до 30% себестоимости каждого банана, если ее сравнивать с закупочной стоимостью у сторонних производителей. Вдобавок JFC владеет шестью из 16 используемых ей рефрижераторных судов, снижая таким образом транспортные издержки в среднем на 15–20%. Система распределения продукции JFC является наиболее развитой среди российских импортеров фруктов и включает десять терминалов (с эффективной прилегающей транспортной инфраструктурой) для дозаривания и хранения бананов. Общая площадь терминалов компании, расположенных в восьми крупнейших городах России, составляет 75 тыс. кв. м.

- ✦ **Ставка на импорт бананов себя оправдала.** С начала своей деятельности в 1994 г. JFC ориентировалась на импорт бананов и последовательно выстраивала всю цепочку операций с обеспечением максимального контроля за каждым ее звеном. Стратегия подтвердила свою эффективность в неблагоприятных экономических условиях и позволила JFC быть гораздо менее, чем конкуренты, зависимой от услуг сторонних компаний. Отслеживая изменения в предпочтениях потребителей и учитывая проблемы конкурентов, JFC в I квартале 2009 г. увеличила импорт бананов, параллельно снизив объемы ассортиментных программ. В результате по итогам первых трех месяцев текущего года компания сумела даже улучшить свою операционную рентабельность и избежать тех убытков, которые несли другие участники рынка в связи с отсутствием спроса на ввезенный ими ассортимент. Кризис не внес изменений в стратегию и планы JFC. Компания нацелена на удержание лидерства среди российских импортеров фруктов и намерена продолжать реагировать на изменение потребительских предпочтений, при этом акцент на импорт бананов JFC планирует сохранить. В планах компании также увеличение собственных банановых плантаций, собственного морского рефрижераторного

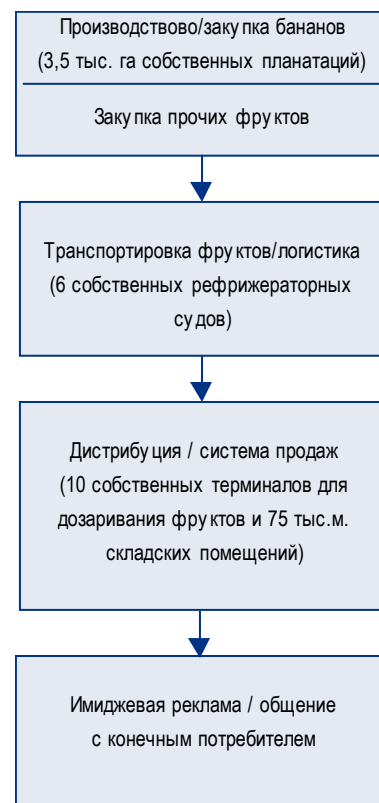
Доля рынка JFC растет
Структура российского импорта бананов, %



Источники: данные компании

Вертикальная интеграция снижает риски

Ключевые бизнес-процессы JFC



Источники: данные компании

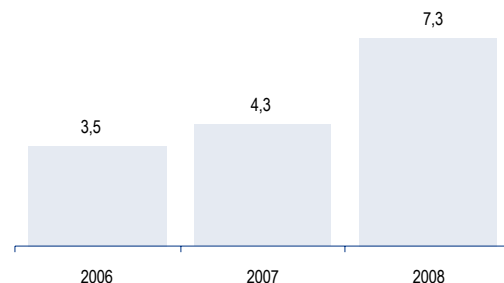
Последний из могикан

флота, а также дальнейшее развитие зарубежных торговых операций.

- ✦ **Диверсифицированная структура продаж снижает риски падения спроса в России.** В 2008 г. 30% от общего проданного JFC объема бананов пришлось на зарубежные страны, при этом в натуральном выражении зарубежные продажи компании увеличились по сравнению с 2007 г. на 70%. Наличие альтернативных рынков сбыта и собственного морского флота позволяет JFC снизить свою зависимость от реализации продукции в России в случае ухудшения ценовой конъюнктуры на российском рынке или же неблагоприятных изменений спроса. Между тем пока не существует такого фрукта в ценовой категории бананов, который мог бы занять долю последних на рынке России, и его появление очень мало вероятно. Это объясняется как особенностями российского климата, накладывающего ограничения на сельскохозяйственное производство, так и отсутствием условий для хранения продукции. Подобное положение дел позволяет JFC эффективно контролировать издержки, связанные с импортом бананов, перекладывая их увеличение на конечного потребителя. Результаты первых месяцев 2009 г. показывают, что, несмотря на рост рублевых цен на бананы в России на 31%, покупательский спрос на эти фрукты оставался достаточно стабильным.

Диверсификация продаж

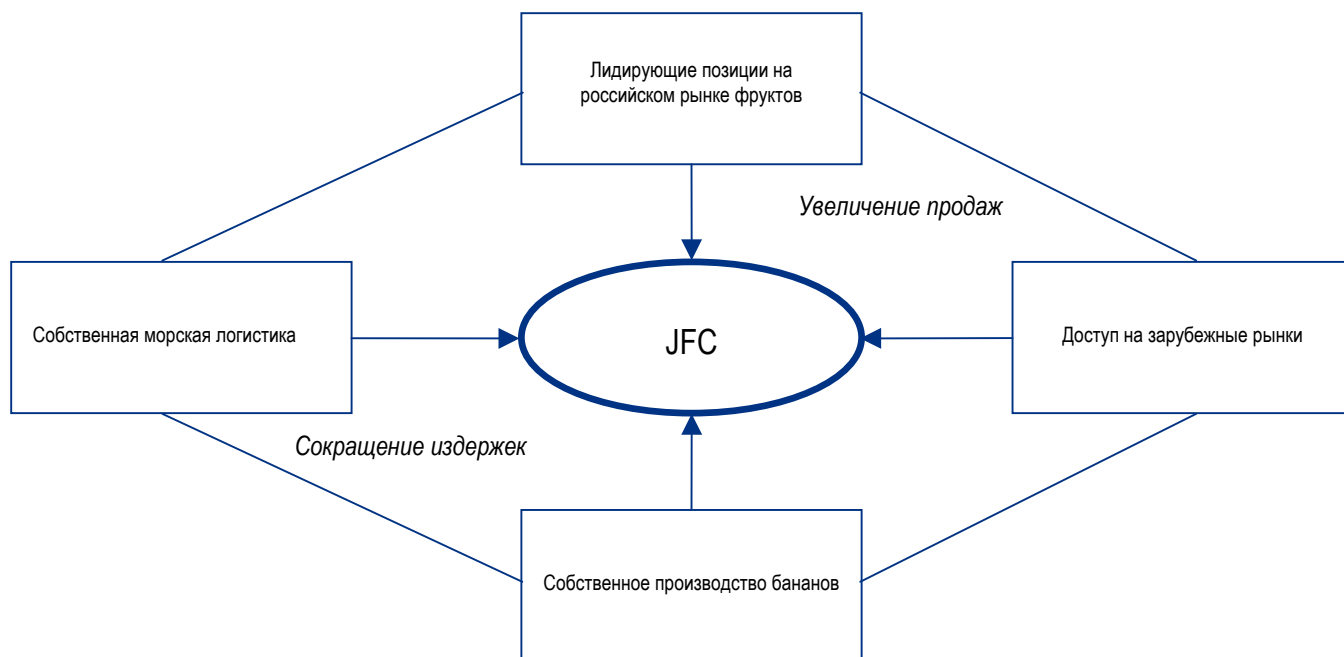
Объем зарубежных продаж бананов JFC, млн коробок



Источники: данные компании

Стратегия JFC

Основные задачи – увеличение продаж и сокращение издержек



Последний из могижан

В период кризиса кредитный профиль JFC улучшился. Консолидированная управленческая отчетность JFC, подготовленная по стандартам МСФО, отражает улучшение основных кредитных метрик эмитента в I квартале 2009 г., несмотря на неблагоприятную экономическую среду. Снижение выручки компании в данный период на 24% относительно соответствующего периода прошлого года (до 146 млн долл.) стало следствием сокращения объема ассортиментных программ на 30%, отражающее изменение потребительского спроса и его смещение в сторону более дешевой продукции – бананов. При этом показатель EBITDA JFC за тот же период увеличился на 18,5% к I кварталу 2008 г. до 32 млн долл. Объем продаж бананов компании за первые три месяца 2009 г. вырос на 40% относительно I квартала 2008 г., а их доля в общей выручке достигла 77% (в I квартале 2008 г. – 55%). JFC ожидает, что по итогам всего 2009 г. доля бананов в выручке возрастет до 85%. В первые три месяца текущего года компания продемонстрировала значительное повышение нормы EBITDA – до рекордных за все время ее деятельности 21,9% (в I квартале 2008 г. – 13,8%). Такой результат был достигнут благодаря оптимизации постоянных расходов, сокращению затрат на ассортиментные программы, уменьшению затрат на транспортировку вследствие снижения стоимости топлива, а также росту курса доллара (большая часть коммерческих и административных расходов компании номинирована в рублях). Объем чистого долга JFC в I квартале 2009 г. снизился почти на 5% с конца 2008 г. до 313 млн долл., что вкпе с ростом денежного потока позволило компании улучшить показатели долговой нагрузки: отношение чистый долг/EBITDA в годовом выражении снизилось до 2,7 с 3,0 на конец 2008 г., а покрытие EBITDA финансовых расходов увеличилось до 4,2 (3,2 по итогам 2008 г.). Отметим, что за первые три месяца 2009 г. компании удалось высвободить из своего оборотного капитала около 4 млн долл.

Ключевые финансовые показатели JFC

млн долл.	2007	2008	1 кв 2009	1 кв 2008	% изм 1 кв 09 / 1 кв 08
Выручка	498	715	146	192	(24)
EBITDA*	78	110	32	27	18,5
Чистая прибыль	61	34	6	13	53,8
					% изм 1 кв 09 / 2008
Совокупный долг	358	384	332	-	(13,5)
Краткосрочный долг	123	100	79	-	(21)
Денежные средства	17	56	19	-	(66,1)
Чистый долг	341	328	313	-	(4,6)
Собственный капитал	137	142	147	-	3,5
Всего активы	547	604	552	-	(8,6)
Кoeffициенты					
Норма EBITDA, %	15,7	15,4	21,9	13,8	
EBITDA/фин.расх. (x)	2,9	3,2	4,2	3,3	
Долг/EBITDA (x)	4,6	3,5	2,9	-	
Чистый долг/EBITDA (x)	4,4	3,0	2,7	-	
Долг/Собственный капитал (x)	2,6	2,7	2,3	-	

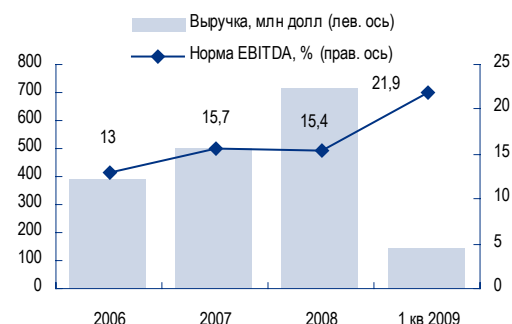
* - EBITDA не учитывает доход полученный от продажи непрофильных активов

Источники: консолидированная управленческая отчетность компании, оценки УРАЛСИБа

Девальвация рубля не оказала значительного негативного влияния... Бизнес JFC, как у любого импортера, подвержен валютным рискам. На начало июня 74% кредитного портфеля JFC приходилось на долларовую задолженность, что в полной мере отражает специфику бананового бизнеса. Рынок бананов – долларовый рынок, поскольку большая часть себестоимости фрукта номинирована в долларах, в связи с чем цена на российском рынке, меняющаяся

Рекордная норма EBITDA в I квартале

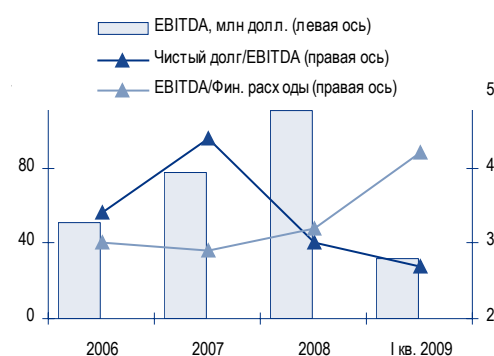
Динамика выручки и нормы EBITDA JFC



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Кредитный профиль улучшился

Динамика финансовых показателей JFC



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Последний из могикиан

еженедельно, также привязана к курсу доллара. JFC удалось избежать существенных негативных последствий от девальвации рубля на свои финансовые показатели. Во-первых, 30% консолидированной выручки JFC по итогам 2008 г. (и 24% в I квартале 2009 г.) составили поступления от продаж на внешних рынках (где цены номинированы в долларах). Во-вторых, на российском рынке увеличение спроса на бананы, связанное со смещением предпочтений потребителей в сторону более дешевых фруктов в условиях кризиса, позволило компании переложить возросшие вследствие ослабления рубля издержки на потребителей. В период резкого падения курса рубля (с декабря 2008 по март 2009 г.) JFC в целях хеджирования валютных рисков использовала инструменты срочного рынка (форвардные контракты на покупку валюты). Тем не менее полностью избежать негативных последствий от девальвации рубля компания не смогла – в 2008 г. ее потери от курсовых разниц составили 13 млн долл., а в I квартале 2009 г. – 11 млн долл.

...благодаря грамотному управлению валютными рисками и дебиторской задолженностью. С точки зрения рублевых доходов валютные риски JFC связаны главным образом с задержкой платежа покупателя и возможностью резкого изменения курса за этот период. Мы уже отмечали ранее, что ошибки, допущенные в работе с дебиторами и в управлении дебиторской задолженностью, оказались фатальными для другого крупного импортера бананов – компании «СОРУС». С целью минимизации валютных рисков, а также повышения оборачиваемости дебиторской задолженности и ликвидности, в III квартале прошлого года JFC начала программу предоставления скидок клиентам, которые работают без товарного кредита. В феврале 2009 г. JFC перезаключила договора со всеми розничными сетями и снизила период отсрочки платежей до 10–14 дней, предусмотрев штрафные санкции в случае невыполнения условий оплаты. В качестве дополнительной меры защиты компанией были заключены договора на проведение факторинговых операций, которые позволяют снизить потери от задержки платежа и предотвратить появление безнадежных долгов. В I квартале 2009 г. JFC снизила объем дебиторской задолженности почти на 20 млн долл. до 135 млн долл.

Риски рефинансирования возросли... Несмотря на эффективные антикризисные меры, в условиях сжатия кредитного рынка и роста стоимости заимствований позиция ликвидности JFC ухудшились, что привело к понижению рейтинга эмитента от S&P на одну ступень в декабре прошлого года (с «B-» до «CCC+»). Опасения рейтингового агентства были обусловлены повышением рисков рефинансирования, связанных с обслуживанием краткосрочного долга при неблагоприятной экономической конъюнктуре. S&P также отметило возросшую вероятность нарушения компанией ковенант по синдицированному кредиту на 150 млн долл., которые могли привести к требованиям кредиторов о его досрочном погашении, при том что необходимый резерв ликвидности у компании отсутствовал.

... но долговая ситуация продолжает улучшаться. По состоянию на конец I квартала 2009 г. объем краткосрочного долга JFC в размере 79 млн долл. (с 31 декабря 2008 г. он снизился на 21 млн долл.) не выглядел слишком угрожающим, принимая во внимание денежные средства на балансе в размере 19 млн долл. и чистый операционный денежный поток в I квартале на уровне 15 млн долл. Инвестиционная программа эмитента на текущий год оценивается его руководством в 11 млн долл., из которых 6 млн долл. пойдут на поддержание и увеличение производительности банановых плантаций, а 5 млн долл. будут направлены на строительство новых терминалов по дозариванию бананов в Казани и Нижнем Новгороде. В случае необходимости объем капитальных вложений может быть снижен

**Долговая ситуация
улучшается**
 Динамика чистого долга и структуры долга JFC



*От общего размера долга

Источники: данные компании

Последний из могикан

(к настоящему моменту компания уже осуществила инвестиции на 1,3 млн долл.). Согласно данным JFC на начало июня, ее долговое положение продолжало улучшаться: чистый долг снизился еще на 9 млн долл. – до 304 млн долл, а объем денежных средств на балансе увеличился на 11 млн долл. до 30 млн долл. В то же время, зависимость компании от продления банковских кредитных линий еще остается довольно высокой, что пока не дает достаточных оснований S&P для пересмотра рейтинга JFC в сторону повышения.

Положительная кредитная история помогает в работе с банками.

В число основных кредиторов JFC входят Сбербанк, Банк Санкт-Петербург, Королевский Банк Шотландии, Райффайзенбанк, Юникредит, БНП Парибас и другие. По информации компании, до настоящего момента все банки-кредиторы продлевали открытые у них на JFC лимиты. Подобный уровень доверия со стороны банков мы связываем как с подтверждением JFC репутации надежного заемщика и наличием длительной положительной кредитной истории, так и с улучшением ряда кредитных коэффициентов у компании в последние месяцы. Все это в сочетании с ожидаемой публикацией в конце июня аудированной отчетности JFC по МСФО за 2008 г., по нашему мнению, приближает эмитента к повышению рейтинга.

SWOT-анализ JFC

Сильные стороны

- ✦ Вертикальная интеграция бизнеса
- ✦ Лидерство в области импорта бананов в РФ
- ✦ Высокая операционная рентабельность
- ✦ Положительная кредитная история

Возможности

- ✦ Смещение потребительского спроса в сторону бананов
- ✦ Банкротство двух крупнейших импортеров
- ✦ Потребность ритейлеров в надежных поставщиках

Слабые стороны

- ✦ Большой размер короткого долга
- ✦ Стареющий рефрижераторный флот
- ✦ Сложная юридическая структура

Угрозы

- ✦ Дальнейшее падение доходов населения
- ✦ Появление на рынке бананов небольших непрозрачных игроков
- ✦ Нестабильность на финансовых рынках

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Екатерина Губина, ст. вице-президент, gubinaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bog_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Ссения Харитоновна, аналитик, kharitonovko@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myr_nv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Автомобилестроение/Транспорт

Наталья Сорокина, sorokinani@uralsib.ru

Недвижимость

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Потребительский сектор

Наталья Смирнова, smirnovana@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Владимир Косьяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Кэролайн Мессекар, messekar@uralsib.ru
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, pro_ja@uralsib.ru, Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru,
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru, Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009