

Пульс рынка

- ▶ После небольшого затишья ЕС вновь напомнил о своих проблемах финансовым рынкам. Правительство Греции в воскресенье заявило, что дефицит бюджета в этом году составит не 7,6% как планировалось, а 8,5% ВВП, также был увеличен прогноз дефицита на 2012 г. (с 6,5% до 6,8% ВВП). Основной причиной является спад ВВП значительно ниже планируемого уровня: снижение госрасходов (сокращение зарплат и увольнения в госсекторе), которые сопровождаются массовыми забастовками, приводят к непропорционально более высокой рецессии экономики. Таким образом, пример Греции показывает, что снижение бюджетного дефицита в отношении к ВВП путем сокращения бюджетных расходов не является эффективным. Рассмотрение вопроса о выделении очередного транша помощи Греции в размере 6,6 млрд евро намечено на 13 октября. Как пишет The New York Times, неофициально чиновники признают, что внешний долг неподъемен для страны, и поэтому должен быть списан в размере 50%. Однако это потребует докапитализации банков, для осуществления которой пока не хватает инструментов, в частности, расширенные полномочия EFSF еще не утверждены. Кроме того, списание долга Греции создаст прецедент, которым могут воспользоваться и другие проблемные страны. На наш взгляд, еврозоне или придется перейти на единое казначейство, в котором ЕЦБ будет выполнять функции регулятора/гаранта системообразующих банков, или слабым странам придется выйти из евро (что позволит им девальвировать свои локальные валюты). В этих условиях ожидаемым шагом ЕЦБ было бы снижение ключевой процентной ставки (с текущего уровня 1,5%), однако вышедшие данные по CPI, оказавшиеся заметно выше ожиданий (3,0% против ожидавшегося уровня 2,5%), могут стать препятствием по смягчению денежно-кредитной политики. Затягивание решения европейских проблем может привести к весьма опасному сочетанию экономической рецессии на фоне высоких инфляционных рисков. Естественной реакцией валютного рынка стало ослабление евро к доллару (до 1,33 долл./евро). Мы ожидаем ослабления евро до 1,3 долл. до конца этого года и до 1,2 долл. в начале следующего года. Рост спроса на CDS на Германию/Францию для защиты от риска снижения кредитоспособности крупных банков ЕС, скорее всего, будет способствовать дальнейшему расширению кредитных спредов.
- ▶ Проблемы Еврозоны усилили ожидания замедления глобальной экономики, что привело к снижению котировок нефти Brent (до 101 долл./барр.). На наш взгляд, если нефть преодолет отметку 100 долл./барр., являющуюся сильным уровнем сопротивления, это может привести к провалу в район 90 долл./барр., что будет иметь негативные последствия для активов сырьевых стран. Котировки Russia30 вновь опустились ниже 113%, а 5Y CDS на РФ вырос на 10 б.п. до 308 б.п. Сегодняшнее открытие валютных торгов по корзине произошло на уровне 37,48 руб. (что на 30 копеек выше уровня закрытия в пятницу). На рынке рублевых облигаций сегодня возможна активизация продавцов, особенно, в длинных бумагах (ОФЗ 26204 и 26206) в условиях дешевающей нефти и негативной динамики индексов акций.
- ▶ Чистый прирост ликвидности на счетах ЦБ в пятницу составил 125 млрд руб. Однако, с учетом изъятий из платежной системы 295 млрд руб. в рамках покупки ОФЗ Банком Москвы по закрытой подписке, поступление ликвидности должно было составить 170 млрд руб., из которых 70 млрд - зачисление средств от депозитного аукциона Минфина от 29.09.11. Таким образом, оставшиеся 100 млрд руб., скорее всего, объясняются поступлением средств в рамках бюджетных расходов. Если восстановление ликвидности продолжится такими же темпами, то этих средств будет вполне достаточно для финансирования предстоящего в среду возврата с депозитов банков 104,2 млрд руб., несмотря на интервенции ЦБ.

Темы выпуска

- ▶ Синергия: рентабельность под давлением
-

Синергия: рентабельность под давлением

Синергия (-/-/В), ведущий производитель ликероводочной продукции в РФ по итогам 8 месяцев 2011 г., опубликовала сокращенную финансовую отчетность по МСФО за 1П 2011г., которая произвела на нас неоднозначное впечатление.

С одной стороны, при росте выручки на 15% г./г. и незначительном увеличении валовой рентабельности лишь на 0,8 п.п. снижение показателя EBITDA составило 14%, а рентабельность по EBITDA сократилась с 17,7% в 1П 2010 г. до 13,1% в 1П 2011 г. С другой стороны, мы отмечаем, что такое существенное снижение было в большей степени вызвано высокими единовременными затратами (перелицензирование, начальные вложения в продвижение приобретенной марки Veda и увеличение штата сотрудников в рамках развития дистрибуции при существенном повышении ЕСН). При этом долговая нагрузка остается на комфортном уровне 1,3х (Чистый долг/EBITDA) за счет сокращения совокупного долга на 23% с 6,2 до 4,7 млрд руб.

Наибольшее опасение вызывает значительное повышение акцизов на алкогольную продукцию с 2012 г., которое может привести к сжатию легального рынка и повышению конкуренции со стороны теневых производителей.

Ключевые финансовые показатели Синергии

В млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	10 219	8 879	+15%
Валовая прибыль	3 737	3 180	+17%
Валовая рентабельность	36,6%	35,8%	+0,8 п.п.
EBITDA	1 344	1 572	-14%
Рентабельность по EBITDA	13,1%	17,7%	-4,6 п.п.
Чистая прибыль	976	797	+22%
Чистая рентабельность	9,5%	9,0%	+0,5 п.п.
Операционный поток	-543	41	-
Инвестиционный поток	-433	-84	+5,1х
Финансовый поток	-410	-196	+2,1х

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 730	6 160	-23%
Краткосрочный долг	1 354	1 193	+13%
Долгосрочный долг	3 376	4 967	-32%
Чистый долг	4 116	4 160	-1%
Чистый долг/EBITDA*	1,3х	1,2х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания осуществляет свою деятельность в 2 сегментах - непосредственно, алкогольном (собственное производство и дистрибуция продукции других производителей) и пищевом (производство мяса птицы, мясных полуфабрикатов и пр.). До 80% выручки формируется за счет алкоголя.

Увеличение объемов реализации стало единственным фактором роста выручки алкогольного сегмента

Рост выручки алкогольного сегмента в 1П 2011 г. был достигнут исключительно за счет увеличения объемов продаж при сохранении цен реализации. При этом мы отмечаем, что выручка выросла лишь на 11% при увеличении объемов производства на 21% относительно 1П 2010 г. Одной из причин такого отставания может быть изменение структуры продаж в пользу менее маржинальной продукции. В частности, если продажи водки Беленькая, позиционируемой в среднем ценовом сегменте, увеличились более чем на 50% г./г., то рост в премиальном сегменте (Белуга) был меньше 10%.

Тем не менее, стоит отметить, что компания демонстрирует гораздо лучшие показатели, чем рынок в целом: за 1П 2011 г. объемы отгрузок водки и ликеро-водочных изделий в России сократились на 14%, что может быть связано с проблемами с перелицензированием у отдельных производителей и дистрибьюторов.

Отрицательный операционный поток в 1П 2011 г. (-543,5 млн руб.) обусловлен направлением средств в оборотный капитал, в частности, на увеличение запасов. Капитальные вложения компании в 1П 2011 г. составили 444 млн руб., из них 40% было направлено в алкогольный сегмент и 60% - в пищевой. Также компания сократила свою финансовую задолженность с 6,2 до 4,7 млрд руб. Увеличение инвестиций в оборотный капитал, капзатраты и погашение долга были осуществлены из операционных денежных потоков, средств от СПО (проведенного в марте 2011 г.), а также из накопленных денежных средств, которые сократились на 1,4 млрд руб. до 614 млн руб. на конец 1П 2011 г.

Кредитный портфель хорошо структурирован по срокам погашения

Кредитный портфель Синергии (4,7 млрд руб.) хорошо структурирован по срокам погашения. Большая часть долга представлена выпуском биржевых облигаций Синергия, БО-01 на 3 млрд руб. (погашение в октябре 2013 г.). По выпуску предусмотрена оферта в октябре 2012 г. Доходность по последним сделкам в этой бумаге составляла около 10,55% (дюрация 0,9 лет). С учетом "неломбардности" выпуска, на наш взгляд, такой уровень не является привлекательным. Также в обращении находится выпуск Синергия, 03 на 2,5 млрд руб. (по оферте в январе 2011 г. выкуплено бумаг на 565 млн руб., а впоследствии, возможно, и больше), однако торговой активности в нем нет.

Долговая нагрузка остается на низком уровне 1,3х, возможен рост

По итогам 1П 2011 г. долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/ЕБИТДА практически не изменилась и находится на приемлемом уровне 1,3х за счет сокращения долга. При этом мы отмечаем, что в краткосрочной перспективе возможен рост долговой нагрузки для финансирования инвестиций. Компания прогнозирует, что ЕБИТДА по итогам 2011 г. сохранится на уровне 2010 г., а долг, по нашим оценкам, может увеличиться.

Перспективы компании достаточно сложно оценить вследствие существенного повышения акцизов с начала 2012 г.

В 1П 2011 г. Синергия подписала 5-летнее эксклюзивное дистрибуционное соглашение с ведущим производителем виски William Grant & Sons, тем самым пополнив свой портфель премиальной продукции. Тем не менее, на наш взгляд, в условиях экономического спада перспективы развития премиального сегмента могут быть неоднозначными.

Кроме того, будущий год может оказаться достаточно сложным для легальных производителей алкогольной продукции ввиду начала программы по увеличению акцизов на алкоголь. В 2012 г. повышение акцизов будет происходить дважды, в итоге они будут увеличены в 2,2 раза (по прогнозам самой компании, увеличение стоимости бутылки водки 0,5 л составит 30 руб.). Соответственно, даже сама компания делает достаточно скромные прогнозы по увеличению объемов продаж (на уровне 5%) в 2012 г. и придерживается стратегии повышения маржинальности. Дополнительную поддержку могло бы оказать развитие пищевого сегмента, однако, по данным менеджмента, он не рассматривается как целевой, и не исключается его продажа.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221-9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.