

Синергия: Выживает сильнейший

Инвестиционное заключение

Мы обновили оценку Синергии, крупнейшего в стране производителя водки. Компания переживает не лучшие времена на фоне усилившегося регуляторного давления на отрасль. Мы снизили целевую цену до \$17.2 за акцию и рекомендацию до Держать ввиду значительно сниженных прогнозов по объемам продаж и рентабельности.

- ✓ Последние несколько лет рынок алкогольной продукции находился под значительным давлением из-за ужесточения контроля и введения ограничительных мер со стороны государства. В 2012г. по производителем крепких алкогольных напитков был нанесен двойной удар, когда государство одобрило очередной запрет на рекламу алкогольной продукции, а также решило повысить акциз на крепкие спиртные напитки с 254 руб. в 1П 2012г. до 500 руб. в 2014г.
- ✓ Значительный рост акциза даст конкурентное преимущество более дешевой продукции производителей контрафакта. Таким образом, мы ожидаем, что рыночная доля нелегальной продукции будет оставаться на текущем уровне, что вкуче со снижением объемов рынка приведет к значительному снижению объемов производства легальных производителей.
- ✓ Непростая ситуация на рынке скажется и на объемах продаж Синергии и заставит сдерживать цены реализации с целью поддержать продажи. В этой связи мы значительно понижаем наши прогнозы по объемам продаж и выручке.
- ✓ Операционная рентабельность компании падала с 2010г. из-за значительного роста расходов на маркетинг и продвижение продукции. Маржа по EBITDA за 1П 2012г. оказалась на рекордно низком уровне в 11.3%. По нашим прогнозам этот показатель за весь 2012г. составит 12% и будет находиться на этих уровнях на фоне высоких расходов на маркетинг.
- ✓ На фоне растущего регуляторного давления рынок крепких спиртных напитков в настоящий момент переживает процесс консолидации, так как мелкие игроки вынуждены его покидать. Кроме того, запрет на рекламу создаст дополнительный барьер для входа на рынок. Синергия сможет выиграть от сложившейся ситуации благодаря своему масштабу.
- ✓ Компания постепенно наращивает пакет казначейских акций (за последние полгода вырос на 7пп до 27% от УК). Это создает дополнительные риски ликвидности, однако, компания сможет оплатить своим пакетом сделки M&A или привлечь средства, продав его стратегию.
- ✓ Мы значительно снизили целевую цену по акциям Синергии до \$17.2 за акцию на фоне новых регуляторных мер и консервативного взгляда на будущее компании. Новая целевая цена предполагает 19% потенциал роста котировок, и мы рекомендуем держать акции Синергии.

SYNG RX Держать \$17.2▲19%

Капитализация, \$ млн	372
EV, \$ млн	579
Акции в своб. обрац., %	28%

Обыкновенные акции

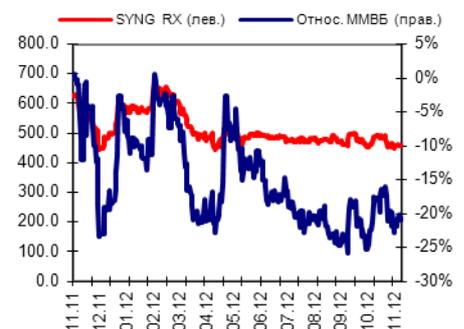
- тикер (ММББ-ПТС)	SYNG RX
- количество, млн.	25.7
- текущая цена, \$	14.5
- справедливая цена, \$	17.2
- потенциал, %	19%
- предыдущая оценка, \$	40.7

Другие биржи

LSE	н/л
NYSE	н/л

МСФО, \$ млн	11	12о	13о	14о
Выручка	858	853	854	860
ЕБИТДА	109	102	98	99
- рент-сть, %	12.7%	12.0%	11.5%	11.5%
Опер. приб.	97	88	83	83
Чистая приб.	56	51	48	48
- рент-сть,%	6.6%	6.0%	5.6%	5.6%
Приб. на акт., \$	2.2	2.0	1.9	1.9

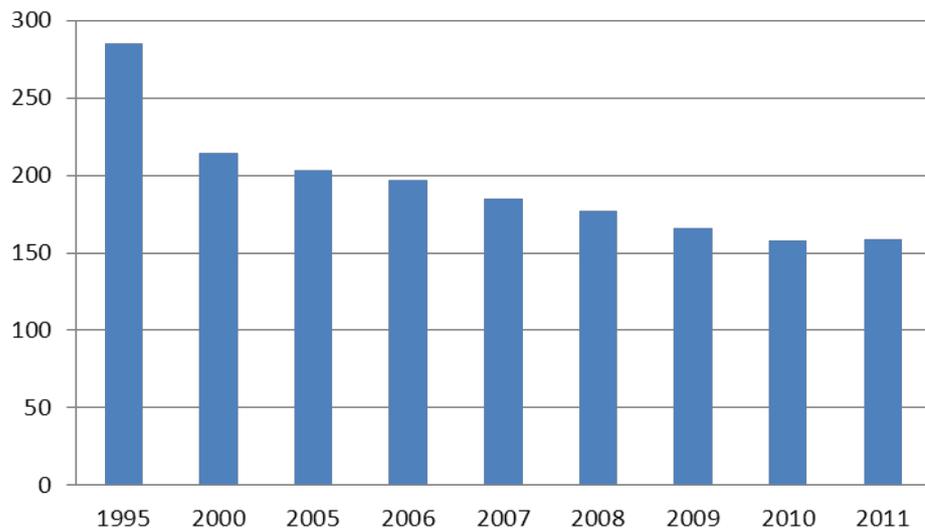
	11	12о	13о	14о
EV/Выручка	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/ЕБИТДА	5.3	5.7	5.9	5.9
Цена/Прибыль	6.6	7.2	7.8	7.7



Обзор рынка

Последние несколько лет рынок алкогольных напитков находился под значительным регуляторным давлением на фоне усилившегося контроля со стороны государства и введения новых ограничительных мер. В 2006г. был одобрен закон, в значительной степени ограничивавший возможность рекламы алкогольной продукции. Это негативно отразилось на объемах продаж алкогольной продукции и больше всего коснулось продаж крепких алкогольных напитков (объемы продаж снизились на 20% за 2006-2011гг.). Синергии удавалось наращивать объемы продаж против рыночного тренда, в основном, за счет мероприятий по продвижению товара, для чего компания использовала все возможные инструменты.

Объемы продаж в России, (млн. декалитров)



Источник: Росстат

Правительство ужесточило рекламное законодательство и удвоит акциз

Регуляторные нововведения, принятые в 2012г. нанесли по индустрии двойной удар, и наиболее пострадавшими нам представляются производители крепких спиртных напитков. Во-первых, государство ужесточило регулирование рекламы алкогольных напитков, запретив рекламу через интернет с июля 2012г. и в печатных изданиях с января 2013г. Таким образом, учитывая ранее введенные ограничения на рекламу, производители алкогольной продукции располагают сейчас очень ограниченным набором инструментов продвижения своей продукции.

Следующая мера была направлена против производителей крепких спиртных напитков, с целью снижения потребления в стране. Правительство приняло решение поднять акцизы с 254 руб. за литр этилового спирта в 1П 2012г. до 500 руб. в 2014г. По нашим оценкам розничная цена вырастет более чем на 30%, что, скорее всего, повлечет за собой значительное снижение объемов рынка и негативно отразится на объемах продаж Синергии. Кроме того, мы ожидаем, что производители будут сдерживать рост цен на свою продукцию с целью поддержать объемы продаж.

Рост акцизов, 2011-2014гг.

	2011	1H 2012	2H 2012	2013	2014
Акциз на литр этил. спирта, руб.	231	254	300	400	500
Акциз на 0.5 литра водки, руб.	46	51	60	80	100
Рост акциза, %		10%	18%	33%	25%

Источник: данные компании; оценки РМГ

Жесткое регулирование - не единственная проблема на российском рынке крепких алкогольных напитков. Публикуемые Росстатом цифры объемов продаж крепких спиртных напитков, значительно выше произведенного объема, что говорит об огромном количестве контрафактной продукции на рынке. Согласно данным компании на нелегальную водку приходится около 35% общего объема рынка, и официальным производителям приходится конкурировать с контрафактом даже на полках федеральных торговых сетей.

Государство предпринимает меры по борьбе с нелегальными производителями, однако объемы продаж нелегального алкоголя, и, в частности, водки по-прежнему очень велики, и мы не ожидаем их значительного снижения в среднесрочной перспективе, так как рост акцизов приведет к значительному удорожанию легальной водки, что делает ее менее конкурентоспособной по сравнению с контрафактом.

Объемы продаж водки в России, (млн. декалитров)



Источник: Данные компании

По нашему мнению, одним из основных факторов, определяющих динамику объемов рынка легальной водки, будут результаты борьбы с нелегальными производителями. Однако, в связи с грядущим ростом акцизов, мы ожидаем, что рыночная доля нелегальной продукции будет оставаться на текущем уровне, что приведет к снижению объемов продаж легальных производителей.

Возможности

Регуляторные ограничения дадут преимущества крупным производителям

На фоне принимаемых регуляторных мер, рынок алкогольной продукции, в частности, водки, консолидируется. Маленькие игроки покидают рынок, а крупные, как, например, CEDC, испытывают значительные трудности. Более того, небольшое количество доступных инструментов продвижения и рекламы создают дополнительные барьеры для входа на рынок.

По нашему мнению, Синергия может получить выгоду от сложившейся ситуации: прочные рыночные позиции компании и ее масштабы позволят поглощать мелких производителей, испытывающих трудности.

Прогноз производства

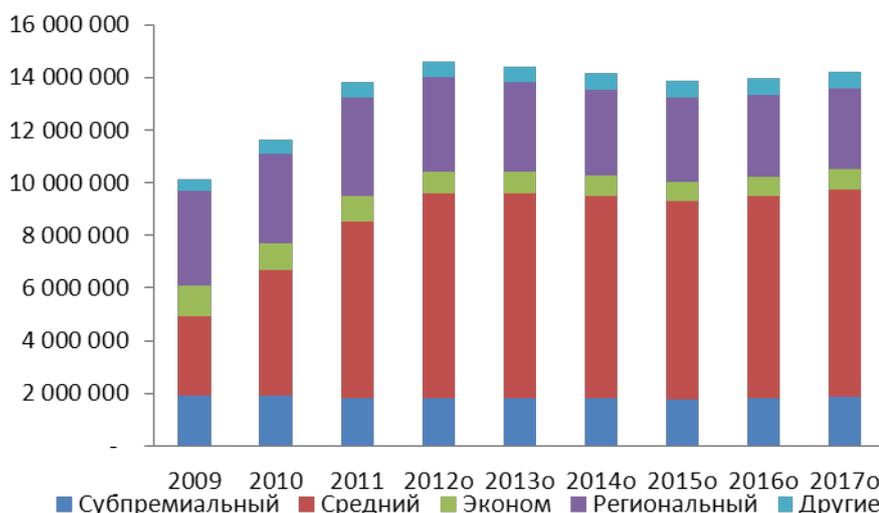
Мы ожидаем снижения объемов производства

Синергия обладает серьезным опытом успешного трейд-маркетинга и развитой системой дистрибуции. Затраты компании на рекламу и продвижение в 2011г. выросли на 32% г-к-г и на 26% г-к-г в 1П 2012г. (составили рекордные 11% от выручки против 9.7% годом ранее). Благодаря этому рыночная доля компании выросла на 3пп до 15% и в настоящий момент остается на этом уровне.

Компания рассматривает трейд-маркетинг на местах продажи в качестве основного доступного инструмента продвижения своей продукции и поддержки продаж. Мы ожидаем, что компания будет продолжать направлять на эти цели значительные объемы средств. Компания сможет преодолеть трудности, связанные с ситуацией на рынке алкоголя в РФ и вернуться к росту с 2015г, однако, на наш взгляд, падение объемов продаж в последующие годы неизбежно. По нашим прогнозам, объем реализации произведенной продукции в 2012г. вырастет на 5% г-к-г, в дальнейшем будет снижаться до 2015г. на 1-2%. Кроме того, мы ожидаем, что рост цен реализации будет значительно ниже показателей инфляции, так как компания будет вынуждена сдерживать рост цен.

Мы прогнозируем 5% рост выручки по итогам года на фоне 16% увеличения выручки от продажи продукции собственного производства и 41% снижения выручки от дистрибуции. Мы ожидаем слабой динамики роста выручки в дальнейшем (3-4% в год) на фоне снижения объемов производства и незначительного роста цен реализации. С 2016г. темпы роста, вероятно, вырастут, так как компания адаптируется к неблагоприятной рыночной ситуации.

Прогноз производства, (млн. декалитров)



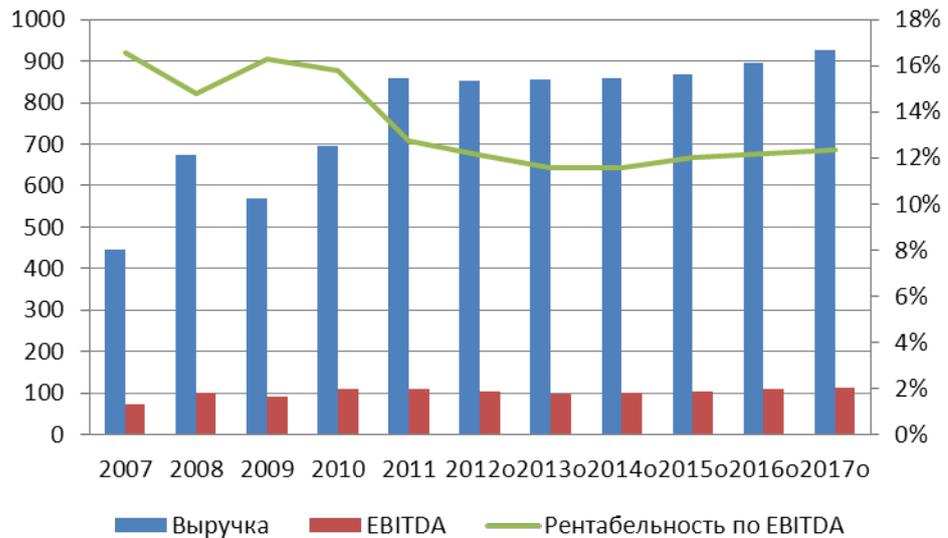
Источник: Данные компании

Рентабельность снижается

Валовая маржа компании в 1П 2012г. достигла 40.4% на фоне сдержанного роста этого показателя в сегменте продаж собственной продукции и значительного роста (на 3.4% до 13%) в сегменте дистрибуции. Рост валовой рентабельности сегмента продаж собственной продукции был достигнут за счет премиумизации портфеля брендов. Рентабельность сегмента дистрибуции выросла за счет отказа от низкоприбыльных брендов. Таким образом, компания пожертвовала объемами продаж сегмента дистрибуции ради прибыльности.

Тем не менее, компания продемонстрировала рекордно низкий уровень общей рентабельности по EBITDA в 11.3% на фоне значительного роста расходов на рекламу и продвижение. Мы ожидаем маржу по EBITDA в 2012г. на уровне 12%. В дальнейшем мы не ожидаем значительных изменений показателей прибыльности, так как компании придется продолжать направлять значительный объем средств на маркетинг и продвижение в виду сложившейся ситуации на рынке.

Финансовые результаты, \$ млн.



Источник: Данные компании

Спекулятивный интерес

Синергия постепенно наращивает пакет казначейских акций путем покупки с рынка. В 1П 2012г. компания нарастила пакет на 7пп до 27%. Так как компания не собирается гасить акции, мы полагаем, что акциями могут быть оплачены сделки по слиянию и поглощению. Кроме того мы не исключаем, что компания может привлечь средства путем продажи пакета стратегическому инвестору.

Целевая цена снижена и мы рекомендуем Держать акции

При оценке компании методом ДДП мы предполагаем только органический рост продаж, несмотря на то, что возможны приобретения. Мы значительно снизили наш прогноз объемов продаж и выручки в виду проводимой государством борьбы с потреблением алкоголя. Мы также значительно снизили наши прогнозы рентабельности, прежде всего, на фоне высоких расходов на маркетинг и продвижение. Рост казначейского пакета также учтен в нашей оценке. Мы повысили WACC до 13.9%, отразив растущие риски и неопределенность относительно перспектив компании. Наша целевая цена составляет \$17.2 за акцию, рекомендация - Держать.

Финансовые показатели, \$ млн

	2009	2010	2011	2012o	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o
Объем производства, тыс. дал	10 131	11 624	14 602	14 602	14 425	14 157	13 848	13 958	14 207
Выручка	568.9	696.0	857.8	852.7	854.1	859.8	868.3	894.6	927.0
- алкогольный сегмент	466.1	581.2	722.2	710.4	699.5	692.5	687.2	698.4	714.5
- продукты питания	102.8	114.9	135.6	142.2	154.6	167.3	181.1	196.2	212.6
Себестоимость	373.7	452.9	553.7	528.6	532.6	530.7	527.3	539.6	557.5
Валовая прибыль	195.2	243.1	304.1	324.1	321.5	329.1	341.1	355.1	369.6
<i>Валовая рентабельность, %</i>	<i>34.3%</i>	<i>34.9%</i>	<i>35.4%</i>	<i>38.0%</i>	<i>37.6%</i>	<i>38.3%</i>	<i>39.3%</i>	<i>39.7%</i>	<i>39.9%</i>
Административные расходы	33.7	45.1	64.0	68.7	68.8	69.3	69.1	71.2	73.2
<i>в % от выручки</i>	<i>5.9%</i>	<i>6.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.9%</i>
Коммерческие расходы	75.0	100.8	134.8	174.2	174.9	176.4	177.8	181.7	186.9
<i>в % от выручки</i>	<i>13.2%</i>	<i>14.5%</i>	<i>15.7%</i>	<i>20.4%</i>	<i>20.5%</i>	<i>20.5%</i>	<i>20.5%</i>	<i>20.3%</i>	<i>20.2%</i>
Операционная прибыль	80.9	96.1	96.7	87.8	82.8	82.9	86.5	90.4	94.6
<i>Рентабельность по опер. прибыли, %</i>	<i>14.2%</i>	<i>13.8%</i>	<i>11.3%</i>	<i>10.3%</i>	<i>9.7%</i>	<i>9.6%</i>	<i>10.0%</i>	<i>10.1%</i>	<i>10.2%</i>
ЕБИТДА	92.7	110.0	109.2	102.4	98.0	98.7	103.4	108.3	113.4
<i>Рентабельность по ЕБИТДА, %</i>	<i>16.3%</i>	<i>15.8%</i>	<i>12.7%</i>	<i>12.0%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.9%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.2%</i>

Источник: данные компании, оценки РМГ

Прогноз денежных потоков, \$ млн

	2013o	2014o	2015o	2016o	2017o
ЕБИТ	82.8	82.9	86.5	90.4	94.6
- Налог на прибыль	14.9	14.9	15.7	16.2	19.9
- Капвложения	28.0	28.1	30.2	32.1	33.9
- Изм. оборотного капитала	37.5	40.9	29.0	19.7	22.7
+ Износ и амортизация	15.2	15.9	16.9	17.8	18.8
Свободный денежный поток	17.6	14.8	28.5	40.3	36.9

Источник: оценки РМГ

Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	12.0%
Коэффициент β	1.0
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	1.5%
Стоимость акционерного капитала	15.9%
Доля заемного капитала, %	31.6%
Доля акционерного капитала, %	68.4%
WACC	13.9%

Источник: оценки РМГ

Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	2.0%
Терминальная стоимость, \$ млн	648.4
Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн	438.7
Σ дисконт. ден. потоков за 2013-2017гг., \$ млн	89.3
Справед. EV, \$ млн	528.0
Чистый долг, \$ млн	207.2
Справед. капитализация, \$ млн	320.8
Количество акций, млн	25.7
Собственные выкупленные акции, млн	7.0
Справедливая стоимость 1 акции, \$	17.2

Источник: данные компании, оценки РМГ

Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	12.5%	13.0%	13.5%	13.91%	14.5%	15.0%	15.5%
1.0%	18.9	17.5	16.1	15.1	13.8	12.8	11.8
1.5%	20.1	18.6	17.2	16.1	14.7	13.6	12.5
2.0%	21.5	19.9	18.3	17.2	15.6	14.5	13.4
2.5%	23.1	21.2	19.6	18.3	16.7	15.4	14.2
3.0%	24.7	22.7	20.9	19.6	17.8	16.4	15.2

Источник: оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2012