

ВЛОЖЕНИЯ В БУТЫЛКУ

СОТНЯ РАБОТАЮЩИХ НА РОССИЙСКОМ ВОДОЧНОМ РЫНКЕ КОМПАНИЙ, ЧЕЙ ОБЪЕМ ОЦЕНИВАЕТСЯ В \$15–17 МЛРД, ДО СИХ ПОР БЫЛА НЕДОСТУПНА ЧАСТНЫМ ИНВЕСТОРАМ. ПОЛОЖЕНИЕ ИЗМЕНИЛОСЬ ПОСЛЕ ТОГО, КАК ХОЛДИНГ «СИНЕРГИЯ» ПЕРВЫМ ИЗ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ВОДОЧНИКОВ ПРОВЕЛ IPO И ПРИВЛЕК \$190,4 МЛН. В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ СИТУАЦИЯ МОЖЕТ ИЗМЕНИТЬСЯ РАДИКАЛЬНО: О СВОИХ ПЛАНАХ В СКОРОМ ВРЕМЕНИ ПРОВЕСТИ IPO ЗАЯВИЛИ СРАЗУ НЕСКОЛЬКО КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ И УКРАИНСКИХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ВОДКИ. ВЛАДИСЛАВ КОЧЕТКОВ, ИГОРЬ ЕРМАЧЕНКОВ, ИК «ФИНАМ»

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ Холдинг «Синергия» вышел на биржу в ноябре 2007 года в условиях кризиса ликвидности, который прошлой осенью принял серьезные масштабы, заставив многих крупных эмитентов скорректировать планы. Кроме того, производитель продавал свои акции после проблем с ЕГАИС, когда для многих инвесторов была непонятна дальнейшая государственная политика в сфере регулирования рынка алкоголя. Многие аналитики тогда выказывали беспокойство по поводу возможного введения госмонополии на производство алкоголя.

На этом фоне первое и пока единственное IPO в российском водочном секторе выглядело очень неплохо. Размещение прошло по цене \$70 за акцию, то есть ближе к верхней границе ценового диапазона, который был определен на уровне \$61–72 за бумагу. Продав 19% акций, «Синергия» привлекла \$190,4 млн.

«По нашим расчетам, компания размещается с коэффициентом EV/Sales (капитализация минус чистый долг к выручке. — BG) по итогам 2006 года на уровне 4,2, — говорит аналитик ФК «Открытие» Ирина Яроцкая. — Если сравнивать его с аналогичным коэффициентом пивоваренной компании «Балтика» (ввиду отсутствия прямых российских водочных аналогов), холдинг разместился с премией 16%. Если же сравнивать с зарубежными аналогами, то компания разместилась с шестипроцентным дисконтом». Она приводит в пример EV/Sales одного из крупнейших игроков мирового алкогольного рынка компанию Diageo, показатель которой составляет сейчас 4,47.

Правда, последующая рыночная история «Синергии» была не столь радужна. К середине марта компания потеряла около 30% своей капитализации, котировки акций снизились до \$48. Нельзя сказать, что это порадовало инвесторов, но все же такие показатели — не самые худшие. Так, «Ситроникс» и ВТБ на 15 марта подешевели почти на 40% по отношению к цене размещения. «Скорее всего, на снижение капитализации водочной компании повлияли общерыночные тенденции — в это время подешевели многие активы, — рассказывает аналитик ИК «Проспект» Ольга Самарец. — Кроме того, производитель несколько отошел от обещаний, которые давал во время road show: предполагалось, что привлеченные средства будут направлены на развитие дистрибуции, но затем появилась информация о переговорах по приобретению украинского производителя «Оверлайн», что дезориентировало рынок». По ее словам, падение котировок компании трейдеры также связывали с продажей акций «Синергии» одним из институциональных инвесторов, который в I квартале выходил из активов, ранее приобретенных на развивающихся рынках.

Негативная история рыночных котировок «Синергии» может создать плохую базу для выхода на биржу других российских и украинских компаний, считает Ольга Сама-

МАССОВОМУ ИНВЕСТОРУ, КОТОРЫЙ ВЕРИТ В РЫНОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ КРЕПКОГО АЛКОГОЛЯ, ОСТАЕТСЯ ЖДАТЬ НОВЫХ ВОДОЧНЫХ IPO. ТЕМ БОЛЕЕ ЧТО О НАМЕРЕНИЯХ ПРОВЕСТИ ЕГО ЗАЯВИЛ ЦЕЛЫЙ РЯД РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ЛИДЕРОВ МИРОВОГО АЛКОГОЛЬНОГО РЫНКА					
НАЗВАНИЕ КОМПАНИИ	СТРАНА ПРОИСХОЖДЕНИЯ	КЛЮЧЕВЫЕ СОБСТВЕННЫЕ БРЕНДЫ	РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ (\$ МЛРД)	Р/Е*	ROE (%)**
BROWN-FORMAN CORPORATION	США	ВИСКИ JACK DANIELS, ВОДКА FINLANDIA	8	19,98	23,57
CENTRAL EUROPEAN DISTRIBUTION	ПОЛЬША	ZUBROWKA, BOLS, SOPLICA	2,2	28,64	11,54
CONSTELLATION BRANDS INC.	США	WILD HORSE, BUENA VISTA, BLACK VELVET RESERVE, 99 SCHNAPPS,	4,2	14,92	8,53
DIAGEO PLC	ВЕЛИКОБРИТАНИЯ	ВИСКИ JOHNNIE WALKER, ПИВО GUINNESS, ЛИКЕР BAILEYS, ВОДКА SMIRNOFF	52,9	17,09	36

* ОТНОШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ К ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ. ** ОТНОШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ К ВЫРУЧКЕ. ИСТОЧНИК: ИК «ФИНАМ».

рец. Однако она уверена, что у «Синергии» есть шансы восстановить свою капитализацию уже в ближайшие месяцы. В частности, инвесторов может стимулировать рост премиального сегмента на рынке водки, где в 2008 году продажи способны вырасти на 20–25%. «Синергия» способна значительно усилить позиции в нем, в том числе за счет включения в портфель бренда «Мягков».

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ГРАДУС С позиций частного инвестора, намеренного инвестировать в водочный сектор сумму от нескольких десятков тысяч рублей до \$300–500 тыс., альтернативы «Синергии» пока просто нет. Недостаток холдинга — отсутствие у многих инвесткомпаний официальных рекомендаций по акциям производителя. Из-за того, что производитель лишь недавно вышел на рынок, его пока анализирует небольшое число фондовых аналитиков. Это снижает возможности определить перспективы роста котировок для человека «со стороны». Впрочем, недавно покупать «Синергию» посоветовал МДМ-банк, определив целевую цену бумаг в \$71.

Еще один негативный момент — акции «Синергии» все еще дороги, если смотреть по мультипликаторам. Показатель EV/EBITDA (капитализация минус чистый долг к прибыли до вычета налогов, процентов и амортизации) для акций производителя близок к 20, в то время как у «Лебедянского» он находится на уровне 15, а у «Балтики» не достигает и 9. Впрочем, стоит учитывать, что в оценке водочной компании заложены перспективы ее роста и стоимость зарубежных аналогов. Так, аналитики МДМ-банка обращают внимание, что высокие темпы долгосрочного роста «Синергии» (по прогнозам на 2007–2012 годы, рост EBITDA составит 24%, а чистой прибыли — 31%) свиде-

тельствуют о наличии потенциала повышения капитализации. Для «Синергии» коэффициент EV/EBITDA на основе прогнозных цифр за 2008 год составляет 9,2. Это выглядит очень неплохо в сравнении с коэффициентами 9,8–11,4 большинства сопоставимых зарубежных компаний. На этом фоне российская компания может быть интересна для включения в инвестпортфели частных инвесторов. Есть, конечно, зарубежные эмитенты, акции которых также можно купить при помощи интернет-трейдинга, но это крупные глобальные игроки Diageo, Brown-Forman Corporation (см. таблицу), на изучение бизнеса которых придется потратить немало времени.

Альтернативный вариант вхождения в отрасль — прямые инвестиции. На рынке практически всегда есть предложения о продаже компаний. По данным сайта businessforsale.ru, в прошлом году инвесторам регулярно предлагались заводы в российских регионах. Стоимость предприятий, по данным портала, колебалась в диапазоне \$0,6–5 млн. Сейчас за \$1,1 млн продается небольшой завод в Кишиневе, экспонируется спиртовой завод в Вологодской области, но собственники не называют цену. Однако рентабельность небольших предприятий не превышает 3–5%, они работают в дешевом ценовом сегменте, где потребление в последние несколько лет сокращается на несколько процентов в год. Как результат — перспектив получения существенного дохода от таких инвестиций немного. Периодически возникают слухи о продаже крупных предприятий с хорошим портфелем брендов, но их стоимость начинается от \$100 млн, так что это сегмент для больших игроков, которые, собственно, и входили в последние годы на водочный рынок. Например, вполне успешным инвестором оказалась «Альфа-

групп», купившая в 2000 году «Торговый дом потомков П. А. Смирнова», что позволило ей в начале 2006-го создать совместное предприятие с Diageo.

РАЗМЕЩЕНИЕ С ОПОВЕЩЕНИЕМ Массовому инвестору, который верит в рыночные перспективы крепкого алкоголя, остается ждать новых водочных IPO. Тем более о намерениях провести его к настоящему моменту заявил целый ряд российских компаний. «ОСТ-Алко» первоначально планировало размещение на осень 2007 года, затем анонсировало его перенос на конец 2008 года. «Алкогольные заводы Гросс» объявили о размещении в 2009 году, «Русский алкоголь» перенес размещение с первой половины 2007-го на 2008-й. «Веда» объявила, что разместится в ближайшие несколько лет без уточнения даты. Кроме того, об IPO говорил и активно развивающийся на отечественном рынке украинский «Союз-Виктан». Первоначально компания называла второе полугодие 2007 года, а затем перенесла выход на биржу на 2008–2009 годы. Представители украинско-датского «Имидж холдинга» (владеет ЛВЗ «Хортица») говорили о первом полугодии 2007 года, а затем — о 2008-м. Однако в текущем году бума водочных акций на бирже ожидать не стоит — конъюнктура этому не благоприятствует. Шанс попытаться повторить успех «Синергии» у этих компаний есть в перспективе ближайших лет.

Также нельзя исключать, что часть производителей, анонсировавших планы проведения IPO, могут сделать выбор в пользу других инструментов привлечения средств. «Биржа — это только одна из альтернатив по привлечению финансирования, — отмечает представитель „Заводов Гросс“ Василий Дмитриев. — Всегда можно работать с различными прямыми инвесторами, привлекать стратегов».

Любителям рискованных инвестиций можно посоветовать поработать с бумагами тамбовского спиртового комбината «Талвис», который представлен в системе RTS Board. Хорошей ликвидностью компания не отличается, зато привлекает крайне невысокими мультипликаторами. Предложения о покупке и продаже акций постоянно есть в системе, но последняя сделка была зафиксирована в 2006 году. Исходя из этой сделки, по данным на середину марта, капитализация «Талвиса» равна \$2 млн и составляет всего 0,7 чистой прибыли за год, а отношение капитализации к выручке — 0,1. Для сравнения: у «Синергии» эти показатели составляют соответственно 27,4 и 2,4. ■

