

Номер один на российском рынке сахара

- Продимекс занимает 17% рынка продаж белого сахара и 18,5% выработки свекловичного сахара в России за 2005г. – являясь лидером на обоих рынках. Компания владеет 14 сахарными заводами в 7 областях РФ.
- 48,6% выручки компании приходится на свекловичный сахар, 8,6% выручки составляет сахар из собственной свеклы – наиболее маржинальный продукт – и 37% выручки приходится на сахар, произведенный из сырца.
- Несмотря на то, что выручка компании в 2005г. снизилась на 7,0% до 456,1 млн.долл.США (из-за уменьшения выручки от продажи сырцового сахара), рентабельность компании, благодаря смещению продаж в сторону более рентабельной продукции, увеличилась: валовая рентабельность достигла 13,1% (10,7% в 2004г.), а рентабельность EBITDA увеличилась с 6,1% до 8,9%.

Стратегия компании направлена на рост прибыли

- Продимекс к 2011г. планирует увеличить долю выручки от свекловичного сахара до 72,7% за счет уменьшения доли сырцового сахара (снижение до 9,3% выручки). Это повысит рентабельность EBITDA до 15-17% с текущих 8,9% и уменьшит коэффициент чистого финансового долга / EBITDA до 2,5 с 3,6. Компания планирует выйти на IPO в 2007г.

Основные риски связаны с реализацией стратегии и продолжительностью протекционистских мер

- Фактором, сокращающим риск реализации стратегии, выступает успешный опыт компании по (i) проведению модернизации заводов, (ii) ведению собственных свекловичных хозяйств и (iii) сотрудничеству с независимыми сельхоз. производствами.
- Протекционистские меры, вероятно, останутся в силе на среднесрочную перспективу, в виду анонсированных Правительством планов по поддержке сельского хозяйства и необходимости сохранения рабочих мест в отрасли.
- Анализ чувствительности показывает, что компания способна вырабатывать значительный денежный поток для обслуживания долга даже при отсутствии эффекта от программы капитальных затрат в размере 465 млн.долл.США.

Основные финансовые показатели, млн. долл. США

	'04	'05O	'06П
Выручка	490,7	456,1	564,9
Валовая прибыль	52,7	59,9	111,3
EBITDA	30,0	40,4	96,8
Чистая прибыль	11,2	11,7	34,8
Чистый финансовый долг*	141,5	143,5	385,8

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Кoeffициенты

	'04	'05O	'06П
Валовая рентабельность	10,7%	13,1%	19,7%
Рентабельность EBITDA	6,1%	8,9%	17,1%
Чистая рентабельность	2,3%	2,6%	6,2%
Чистый фин. долг* / EBITDA	4,7	3,6	4,0
EBITDA / проц. платежи	1,7	3,3	3,3
Чистый фин. долг* / капитал	0,8	0,8	1,7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

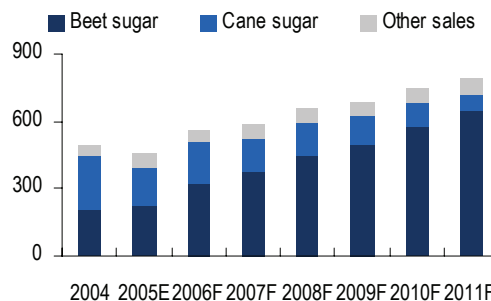
Прогнозные показатели

	'07П	'08П	'09П	'10П	'11П
Валовая рент-ность, %	18,3	19,1	19,2	19,1	18,3
Рентабельность EBITDA, %	15,8	16,9	17,0	16,6	15,5
Чистый фин.долг* / EBITDA	4,5	3,5	3,3	2,9	2,5
EBITDA / проц. платежи	2,2	2,7	3,0	3,3	3,7
Чистый фин.долг* / капитал	1,7	1,4	1,3	1,1	0,8

Источник: данные компании

* включая лизинговые платежи

Структура выручки компании, млн. долл. США



Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Аналитики

Николай Богатый	+7 (495) 795-2521
nikolay.bogatyi@mdmbank.com	доб. 2489
Тигран Оганесян	+7 (495) 795-2521
tigran.hovhannisyan@mdmbank.com	доб. 2426

Содержание

SWOT анализ	3
Краткий обзор компании	7
Продукция и бизнес-цикл	8
Акционеры	8
Рынок сахара	9
Технология.....	9
Мировые производители	9
Потребление.....	10
Производство сахара в России.....	12
Ценообразование	13
Российский рынок	14
Конкуренция.....	16
Операционная деятельность.....	18
Корпоративная структура и управление	18
Производство	19
Стратегия продаж	21
Стратегия	23
Программа капитальных вложений	24
Финансовый и сравнительный	26
Анализ исторических финансовых показателей	26
Сравнительный анализ	28
Финансовая модель	31
Оптимистический сценарий.....	33
Пессимистический сценарий.....	34
Приложение 1: Менеджмент.....	35

SWOT анализ

Сильные стороны

- **Доминирующее положение на рынке позволяет компании в определенной степени участвовать в ценообразовании рынка.** Продимекс занимает 17% рынка продаж белого сахара и примерно 18,5% выработки свекловичного сахара в России за 2005г. – минимум 4% больше, чем у ближайшего конкурента.
- **Присутствие на высокомаржинальном и быстрорастущем рынке обеспечивает рентабельность выше чем в среднем по сельскохозяйственной отрасли.** Российский рынок свекловичного сахара является высокомаржинальным, средняя валовая рентабельность компаний по собственному свекловичному сахару составляет порядка 20 - 30%. Помимо высокой прибыльности, рынок также характеризуется устойчивым и спросом, что положительно сказывается на финансовых результатах компании. В связи с ростом цен на сырец и с введением таможенных пошлин на ввоз сырца прослеживается тенденция по замещению сырцового сахара на свекловичный. Так по данным Федерального таможенного комитета за первые семь месяцев 2006г. Россия импортировала на 19% меньше сырца, чем за аналогичный период прошлого года. По нашему мнению рост рынка свекловичного сахара составит 10-12% в год до 2011г.
- **Удачное географическое расположение предприятий группы компаний Продимекс позволяет оптимально использовать сырьевую базу для переработки свеклы.** К примеру, Воронежская область является региональным лидером по производству свеклы (7 из 11 сахарных заводов в регионе принадлежат компании). Большинство крестьянских хозяйств в Воронежской области расположены в зоне свеклосеяния сахароперерабатывающих заводов Продимекса, что позволяет компании иметь стабильный доступ к свекловичному сырью, а также контролировать транспортные издержки и непосредственно влиять на стоимость производства свеклы.
- **Вертикально интегрированная структура компании позволяет контролировать практически 100% издержек по выращиванию и заготовке, переработке сахарной свеклы.** Продимекс осуществляет торговую и производственную стадии бизнеса – начиная от импорта сахара-сырца и заготовки свеклы, производства сахара на собственных заводах, до реализации готовой продукции через диверсифицированную сбытовую сеть. Управление компанией осуществляется из единого центра, что позволяет координировать управление компаниями группы.
- **Успешный опыт модернизации заводов снижает риски реализации инвестиционной программы.** Только в период с 2004г. по 2005г. компания уже инвестировала порядка 85 долл. США в модернизацию своих заводов и развитие зоны сельхозпроизводства, что в частности, позволило к данному моменту увеличить показатель выхода сахара из свеклы с 12.6% до 13.8%, а также увеличить объем собственной свеклы с 284 тыс .тон в 2004г. до 362 тыс. тон в 2005г. в общем объеме производства. Данный факт выгодно отличает Продимекс от ближайших конкурентов, которые только заявляют о намерениях инвестировать денежные средства.

Слабые стороны

- **Значительная зависимость от покупной и давальческой свеклы содержит риск повышения цены со стороны независимых крестьянских хозяйств.** На долю сахара из собственной свеклы приходится всего 8,6% продаж, в то время как покупная и давальческая свекла занимает долю равную 31,5%. В случае если независимые крестьянские хозяйства поднимут цену на свою продукцию, что впрочем, и происходило на рынке в 2005г., рентабельность свекловичного бизнеса может снизиться. По нашим оценкам, стоимость покупной свеклы на 25 - 40% выше себестоимости собственной свеклы. Также, гарцевый сбор (доля давальческой свеклы, передаваемый заводу в качестве оплаты за переработку продукции) может быть снижен, что сделает данный вид бизнеса менее рентабельным. Однако, стратегия компании направлена на увеличения собственного производства свеклы, в том числе за счет расширения сети собственных сельхозпредприятий, проведения модернизации процесса выращивания свеклы, внедрения современных технологий обработки земли. Компания увеличивает свое влияние в регионе, осуществляет предоплату по закупной свеклы путем предоставления удобрений, ГСМ и семенного фонда, а также предоставления сельхозтехники в лизинг, что позволяет компании влиять на ценообразование по поставкам сырья. В результате, около 40% приходится на закупку «авансированной» свеклы.
- **Зависимость от импортируемого сырья создает невозможность компании планировать и контролировать издержки по его закупке.** На долю сырцового сахара в 2005г. приходилось 37,0% продаж. Неурожай сырца, связанный с наводнением или заморозками, может уменьшить рентабельность компании. Однако в последнее время наблюдается тенденция по снижению доли сырцового сахара в продажах, что ведет за собой снижение данной зависимости от сырцового бизнеса. Стратегия компании направлена на сокращение доли сырца в общем объеме перерабатываемого сырья.
- **Корпоративная структура нуждается в дальнейшей оптимизации.** Компания состоит из 14 сахарных заводов и ряда других предприятий (сельскохозяйственных и торговых), объединенных в единый холдинг, зарегистрированный на Кипре и субхолдинговой компанией, зарегистрированной в России. Компания не осуществила переход на единую акцию. В связи с существующей корпоративной структурой, которая в принципе присуща большинству российских компаний, существуют определенные риски возможных дополнительных налоговых обязательств. Однако, по заявлению компании, структура была в значительной степени улучшена, к примеру, все торговые операции теперь осуществляются в рамках одной торговой компании. В связи с выходом на IPO российской компании в течении 2007г., Продимекс планирует реорганизовать структуру для дальнейшего увеличения прозрачности и снятия возможных налоговых рисков.

Возможности

- **Продимекс может воспользоваться положительными результатами от консолидации рынка.** По заявлению ведущих игроков сахарного рынка о существенных капитальных затратах и о намерениях увеличения доли рынка, за счет снижения доли крестьянских хозяйств, мы ожидаем существенную консолидацию рынка. Данная тенденция прослеживается с 2004г. По нашему мнению, в средне и долгосрочной перспективе на рынке останется около 4 – 6 крупных игроков, которые смогут более эффективно координировать

цену на сахар, соответственно ценовая волатильность снизится и возможно повысится средняя рентабельность по отрасли. Продимекс планирует увеличить свою долю на рынке до 25% к 2011г.

- **Снижение затрат за счет экономии на масштабах.** Согласно планам компании к концу 2011г. Продимекс планирует увеличить объем продаж до 1,2 млн. тонн сахара, что составляет рост 57,0% к 2005г. Ожидаемый рост объема производства позволит компании сократить постоянные издержки по переработке сахара на единицу продукции, а также добиться более выгодных условий по контрактам с основными поставщиками и покупателями.
- **Стратегия, направленная на значительное увеличение рентабельности операций.** Мы ожидаем, что к 2011г. доля продаж сахара от свекловичной переработки увеличится с нынешних 40,2% до 72,7%, а доля продаж сахара из собственной произведенной свеклы увеличится до 28,1%. Данное позиционирование стратегии в сторону свекловичного сахара должно увеличить валовую рентабельность с 13,1% в 2005г. до 18,3% в 2011г., а рентабельность EBITDA с 8,9% до 15,5%.
- **465 млн. долл. США программа капитальных затрат позволит (i) повысить эффективность операций.** Продимекс планирует увеличение как урожайности сахарной свеклы с гектара и приблизиться к европейским значениям (примерно 40 – 50 тонн с гектара), так и снижение непроизводственных потерь свекломассы. По результатам 2005г. средняя урожайность свеклы Продимекса составляет 23,8 тонн с гектара, а коэффициент выхода сахара составляет 13,8% (Продимекс к 2011г. планирует увеличить показатели до 35 тонн с гектара и 14,5% коэффициент выхода соответственно). Также компания предполагает, что произойдет уменьшение производственных затрат, в частности потребления топлива на единицу продукции в 2 – 2,5 раза в натуральном выражении. **(ii) увеличить производственные мощности.** Производственные мощности увеличатся на 72,1% до 2011г, что позволит увеличить выпуск продукции.
- **Укрепление рубля увеличит рентабельность компании.** Кредитный портфель компании практически полностью номинирован в долларах США. Помимо этого всю выручку компания получает в рублях, в то время как 100% расходов на закупку сырца номинировано в долларах США. Поэтому дальнейшее укрепление рубля повысит рентабельность компании. Мы полагаем, что укрепление рубля будет наблюдаться в среднесрочной перспективе.

Угрозы

- **Ослабление поддержки со стороны государства угрожает снижением рентабельности компании.** Столь бурное развитие отрасли, а именно рост выращивания сахарной свеклы в России начался с 2004г., когда Правительство России изменило процесс регулирования отрасли. Вместо системы квот на закупку сырца была введена плавающая шкала таможенной пошлины. Благодаря этому и в меньшей степени росту цен на сырец в мире рентабельность сыркового бизнеса упала в несколько раз. На данном этапе валовая рентабельность сыркового бизнеса примерно в 2 раза ниже рентабельности производства из собственной свеклы (для Продимекса – 10,4% и 20,1% за 2005г. соответственно). Однако, в случае уменьшения таможенных пошлин на сырец и белый сахар, доходность свекловичного бизнеса может сократиться, а доходность сыркового бизнеса возрастет, что может привести к переделу рынка сахара в сторону импортеров сырца и готового продукта. Однако, этот шаг

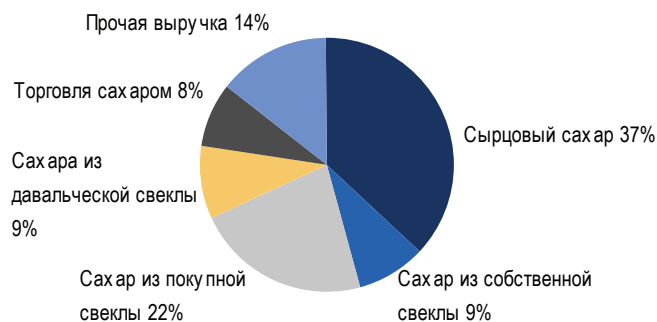
идет в разрез стратегии Правительства РФ в области развития сельского хозяйства и, по нашему мнению, маловероятен.

- **Негативный эффект от вступления в ВТО.** В связи с отсрочкой переговоров по присоединению России к ВТО, Правительство России может пойти на дополнительные уступки другим членам этой организации, в частности, изменить импортные пошлины, а также снизить субсидии, направляемые в аграрный сектор. Однако, принимая во внимание следующие факты: (i) Россия и так является страной с относительно низкими субсидиями¹ (ii) политика государства направленная на защиту аграрников (около 5 млн. человек), мы полагаем, что данный риск незначителен.
- **Усиление конкуренции со стороны мировых игроков может привести к снижению доли рынка:** В связи с вводом заградительных таможенных пошлин на импорт сырца, а также ростом мировых цен на сахар - сырец, конкуренция на российском рынке постепенно набирает обороты как среди российских компаний, так и среди мировых лидеров. К примеру, французская компания Sucden объявила об инвестировании порядка 100 млн. долл. США в собственные сахарные заводы в РФ. Также, мы полагаем, что из-за реформы сахарного рынка в ЕС, европейские производители, такие как Nordzucker будут заинтересованы в выходе на российский рынок.
- **Стратегия компании может быть не реализована на практике.** Однако мы ожидаем, что этот риск снижается благодаря знанию рынка, наличию сильного «административного» ресурса и опыту менеджмента компании, который положительно зарекомендовал себя, обеспечивая рост компании практически с нуля в 1992г. в качестве регионального трейдера.
- **Риски того, что органы местного самоуправления негативно повлияют на процесс принятия решений.** Активы компании располагаются на территории 7 субъектов Федерации. Влияние местных властей на работоспособность компании представляется незначительным, из-за того, что значительная доля общих налогов компании платится в местные и региональные бюджеты и многие заводы, в частности в Тульской и Воронежской областях являются градообразующими предприятиями. Данный риск представляется незначительным.

¹ В США процент субсидий к ВВП в 2004 равнялся 1,5%, в Турции - 5,0%, в среднем по ЕС – 2,0%, тогда как в России всего 0,3%, согласно ОЭСР и оценка МДМ банка..

Краткий обзор компании

Структура продаж Продимекс, 2005



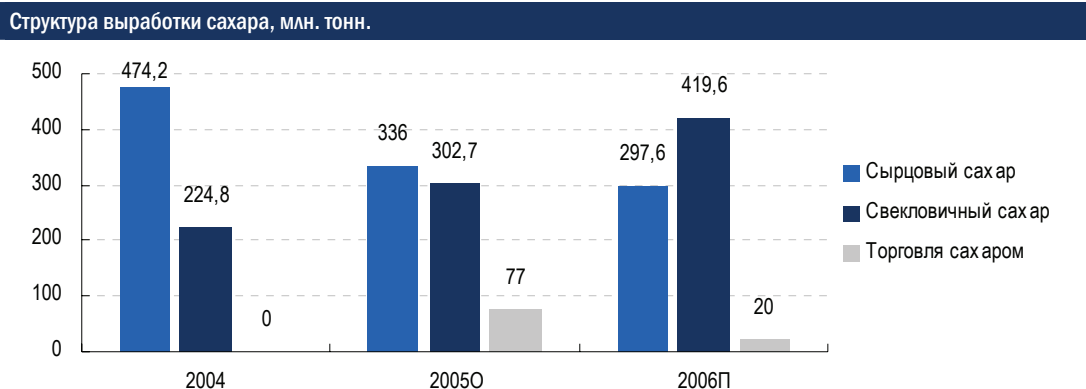
Источник: данные компании

Группа компаний Продимекс (далее компания, Продимекс, группа) образована в 1992г. для осуществления торговой деятельности на рынке сахара. В настоящее время Продимекс является вертикально интегрированной структурой, объединяющей торговую и производственную стадии бизнеса – начиная от импорта сахара-сырца и выращивания заготовки свеклы, производства сахара на собственных заводах, до реализации готовой продукции.

В состав группы входят 14 сахарных заводов, расположенных в Краснодарском и Ставропольском краях, Белгородской, Воронежской, Пензенской, Тульской областях, республике Башкортостан. Помимо сахарных заводов в состав группы входят предприятия сельского хозяйства, занимающиеся выращиванием сахарной свеклы и производством прочей продукции (мелассы, гранулированного жома, зерна). Доля выручки от неосновного вида деятельности в 2005г. составляет 14,4%. Основной объем продажи сахара в основном осуществляются через ЗАО «Терра Трейд», входящее в состав группы. Выращивание сельскохозяйственной продукции на площади свыше 160 тыс. га, среди которых угодья под сахарную свеклу составляют около 22%.

Выручка компании в 2005г. составила 456,1 млн. долл США (уменьшение по сравнению с 2004г. составило 7,0%), из-за уменьшения доли сырцового сахара. Компания ставит своей стратегической целью повышение рентабельности за счет повышения эффективности производства и увеличение производства сахара из свеклы и снижение его выработки из сырца. В 2005г. Продимекс выработал на 34,7% больше свекловичного сахара чем в 2004г. Благодаря изменению в структуре выручки рентабельность компании выросла: рентабельность EBITDA выросла с 6,1% в 2004г. до 8,9 в 2005г. и составила 40,4 млн. долл. США.

Продукция и бизнес-цикл



Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Основным видом продукции компании является белый сахар, доля которого в общих продажах компании в 2005г. составила 85,6%. Согласно прогнозам компании, доля прочей выручки в общих продажах будет уменьшаться с текущих 14,4% и достигнет 9,1% к 2009г.

Выручка компании от реализации сахара формируется за счет: (i) продаж сахара, произведенного за период и (ii) за счет реализации запасов сахара, сформированных в предыдущие периоды. Производственный цикл по свекловичному сахару составляет примерно 6 месяцев, по сырцу 2-3 месяца. Это отражает цикличность бизнеса, запасы формируются осенью, а реализация осуществляется в основном в зимне-весенний период.

В 2005г. компания реализовала 777,7 тонн сахара, что на 12,3% ниже результатов 2004г. В 2004г. компания реализовала сверхнормативный запас сахара, которые она накопила в течение 2003г, когда рыночная конъюнктура была менее благоприятной. Около 46,9% сахара в 2005г. было выработано из сахарной свеклы, в том числе 10,1% - из свеклы собственного производства. Компания планирует снизить зависимость от поставок третьих лиц и довести долю собственной свеклы примерно до 30 - 34% в период 2009 - 2011гг.

Акционеры

Головной компанией Группы «Продимекс» является кипрская компания KMI Holding Limited. Конечными бенефициарами группы являются: Худокормов И.В., которому принадлежит 62,5% акций группы, Цандо В.П. и Пчелкин В.И., которым принадлежит по 12,5% акций группы, а также прочие физические лица.

Рынок сахара

Технология

Сахарный тростник и сахарная свекла являются основным сырьем для производства белого сахара. Сахар, произведенный из этих двух видов сырья, является практически химически идентичным. На данный момент сырцовый сахар занимает около 75% от общего мирового производства.

Мировое производство центрифужного сахара, 2005-06



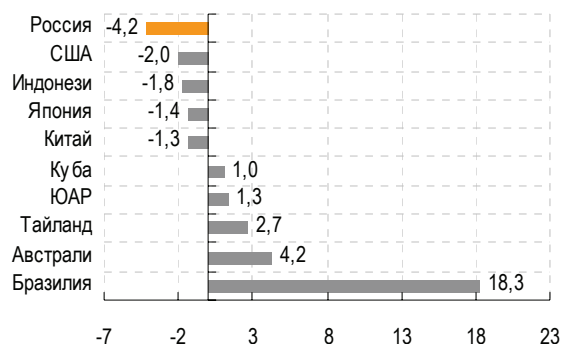
Source: U.S. Department of Agriculture; Russia's sugar production accounts for 1.5% of the world market

Последний процесс в очистке как свекловичного, так и сырцового сахара включает выделение кристаллов сахара при помощи центрифуги. Небольшие объемы нецентрифужного сахара производятся традиционным методом и в основном для местных рынков. Мировое производство и экспорт сахара осуществляется практически только центрифужным сахаром.

Мировые производители

Бразилия, самый крупный производитель тростника, также имеет самый продолжительный сезон по выращиванию тростника, который занимает около 200 дней. Для сравнения, для остальных стран сезон длится обычно не более 150 дней. Азия и Океания является самым крупным регионом по производству сахара-сырца; далее следуют Южная Америка, Центральная Америка и острова Карибского моря. Сахарная свекла в основном произрастает в Европе, а также в Азии и Северной Америке. В России с/х угодья, на которых возможно выращивание сахарной свеклы, расположены в южных регионах страны.

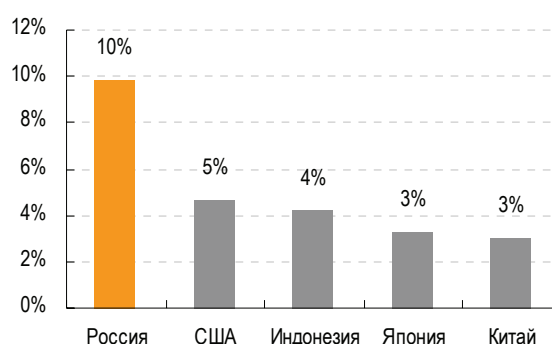
Крупнейшие экспортеры / импортеры сахара, млн тонн, 2004/05



Источник: Департамент сельского хозяйства США

* позитивное значение означает нетто-экспортера, негативное значение нетто-импортера

Доля пяти крупнейших импортеров в мире, 2004/05



Источник: Департамент сельского хозяйства США

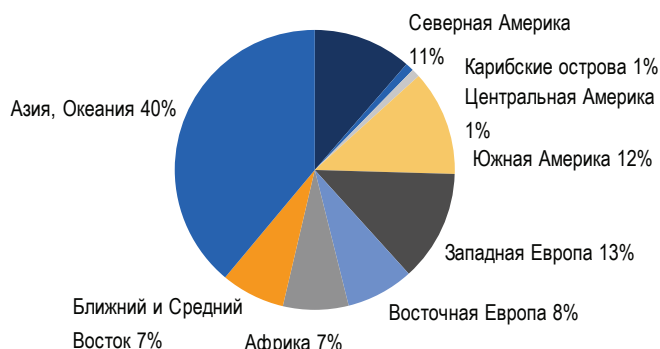
Бразилия, Индия, Китай, США, являются крупнейшими мировыми производителями сахара, доля которых в мировом производстве составляет около 50%. Страны ЕЕС занимают 13% рынка, в то время как России принадлежит незначительная доля - около 1,5% в 2004г.

Несмотря на то, что потребление сахара осуществляется также и производителями, сахар тем не менее является экспортируемым товаром. В среднем международная торговля занимает примерно 30% от производства сахара. Пять крупнейших экспортеров покрывают 58% международного рынка, доля Бразилии в этой торговле достигает 40%. В сезоне 2005/06, ожидается, что Россия импортирует 2,2 млн. тонн сахара-сырца, что оставит ее в ранге самого крупного импортера и соответственно займет 10% от всего мирового импорта сырца.

Потребление

Сахар является сырьевым товаром и не эластичен по цене, так потребление сахара практически не зависит от цены, которая определяется по итогам торгов на мировых площадках. На протяжении последних десяти лет мировое потребление сахара устойчиво росло в среднем на 2% в год. По данным Департамента сельского хозяйства США мировое потребление сахара за последние 45 лет увеличилось более чем втрое. Ожидается, что в будущем потребление сахара будет следовать за ростом населения планеты. Однако, рост населения является различным для разных регионов и возрастных групп. Так, ожидается, что потребление сахара в развитых странах будет немного снижаться в основном из-за естественного старения населения (с ростом среднего возраста, замечено, что потребление снижается). Развивающиеся страны, где процент молодого населения больше чем в развитых, а также в связи с тем, что темпы роста в развивающихся странах выше, ожидаются, что рост потребления сахара будет происходить более значительными темпами. В целом Департамент сельского хозяйства США прогнозирует, что в 2005/06 гг. произойдет замедление темпов роста потребления сахара до 1,2% в год с 1,7% за 2004/05гг.

Мировое потребление центрифужного сахара, 2005/06



Источник: Департамент сельского хозяйства США; российское потребление оценивается на уровне 4,5% от мирового

Другим фактором роста сахаросодержащего сырья, положительно влияющим на рост потребления сахара является производство этанола – альтернативного топлива, изготавливаемого из сахара-сырца. Этанол широко применяется в Бразилии в качестве гибридного топлива. Согласно статистическим данным в Бразилии более чем 76% новых легковых автомобилей продаются с использованием данного вида двигателей. На данный момент порядка 52,5% производимого в Бразилии сахара-сырца направляется на производство этанола, остальное используется в переработке сахара. Соотношение в использовании сырца для производства сахара или этанола в основном зависит от мировых цен на нефтепродукты – более дорогая нефть увеличивает данное соотношение, более дешевая – соответственно уменьшает. В связи с тем, что мы не ожидаем существенного снижения мировых цен на нефть, дополнительное производство этанола позитивно скажется на производстве сырца, что, в свою очередь, подстегнет и цены на сахар на мировом рынке.

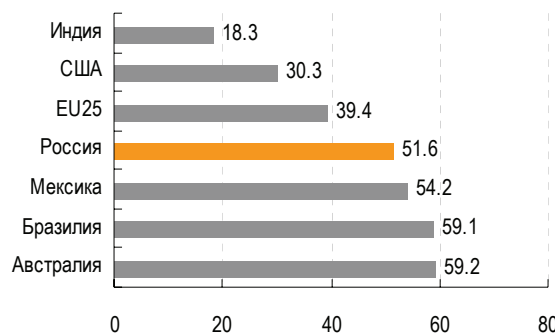
Потребление белого сахара в России стабильно и оценивается на уровне 6 млн. тонн в год. Даже несмотря на 1998 – кризисный год, потребление сахара составило 5,3 млн. тонн. По сравнению с ведущими странами, потребление сахара находится на достаточно высоком уровне (см. схему). В 2005г. в России объем потребления сахара на душу населения составил 51,6 кг. в год, в то время в США 30,3 кг., в среднем по Европе 39,4 кг. Опережают Россию лишь Мексика (54,2 кг.), Бразилия (59,1 кг.) и Австралия (59,2 кг.).²

Потребление белого сахара в России по источникам, '000 тон



Источник: ИКАР, оценка МДМ-Банка

Потребление сахара на душу населения, 2005



Источник: ОЭСР

² По данным ОЭСР

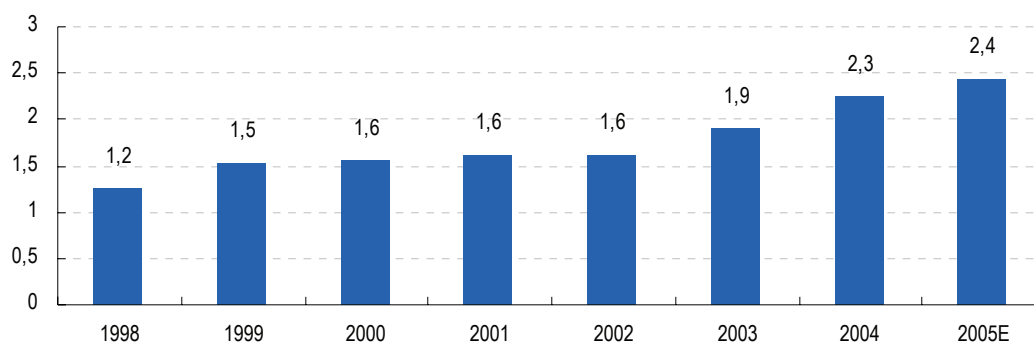
По оценкам ОЭСР потребление сахара в России на душу населения увеличится до 56,9кг, что составляет 10,3%-ый рост потребления на душу населения. Однако, мы не столь оптимистичны в своих оценках. По прогнозу МДМ-банка в России уже существует высокий уровень потребления по сравнению с развитыми странами. Принимая во внимание такие факторы как: (i) снижение численности населения и его старение; (ii) рост заболеваний, включая диабет; (iii) повышение уровня жизни, которое приведет к изменению предпочтений покупателей в сторону более здоровой пищи – мы полагаем, что потребление сахара к 2011г. достигнет 6,5 млн. тонн в год, что соответствует росту на 5,6% по отношению к 2005г.

Производство сахара в России

Потребление сахара в стране частично удовлетворяется собственным агропромышленным комплексом, который обеспечивает поставки сахарной свеклы на сахарные заводы, а также путем закупки сахара-сырца, в основном из стран Латинской Америки и импортом уже готового продукта. По данным компании, в России расположены 93 сахарных завода, из них 82 оснащены оборудованием по производству сахара из сахара-сырца. Общие производственные мощности заводов могут перерабатывать 29 млн. тонн сахарной свеклы и 10 млн. тонн сахара-сырца. Потенциально производство сахара из данных источников составляет 3,6 млн. тонн из сахарной свеклы и 9,4 млн. тонн из сахара сырца. В месте с тем, имеющие производственные мощности подлежат модернизации с тем, чтобы соответствовать международным отраслевым стандартам. Заводы в основном расположены в регионах выращивания сахарной свеклы: Центрально-Черноземный регион (50% производства сахара в РФ) и Краснодарский край (30%).

Производство сахарной свеклы носит сезонный характер и происходит с апреля по октябрь. Остальное время заводы либо простаивают, либо перерабатывают импортируемый сахар-сырец (в случае если цена сахара-сырца на рынке благоприятствует этому).

Производство сахара из сахарной свеклы в России, млн. тонн



Источник: ИКАР, оценка МДМ-Банка

После распада СССР производство сахара в России неуклонно падало. Отечественная сахарная промышленность не могла достойно конкурировать с мировыми производителями и нуждалась в протекционистской политике государства. В период с 1992 – 1997гг. производство свекловичного сахара уменьшилось примерно наполовину и составило 1,44 млн. тонн в год.

Начиная с 2001г. Правительство России существенно повысило барьеры для импорта продукции. Так, Постановление Правительства РФ от 29 ноября 2003г. №720 «О тарифном регулировании импорта сахара-сырца и сахара белого в 2004г.» постановляет импортные таможенные пошлины от 140 до 270 долл. США за тонну в зависимости от цены на Нью-Йоркской Товарной Бирже (NYBOT) за последние 3 месяца. Результатом данных протекционистских мер стало резкое увеличение производства сахарной свеклы и как следствие увеличение производства сахара на 50,2% с 1,62 млн. тонн в 2002г. до 2,433 млн.

тонн в 2005г. Помимо регулирования со стороны государства, засуха в Бразилии, которая является крупнейшим экспортером сахара в мире, в 2002-2003, а также увеличение стоимости нефти (как товара субститута) способствовали росту производства сахара в России.

Ценообразование

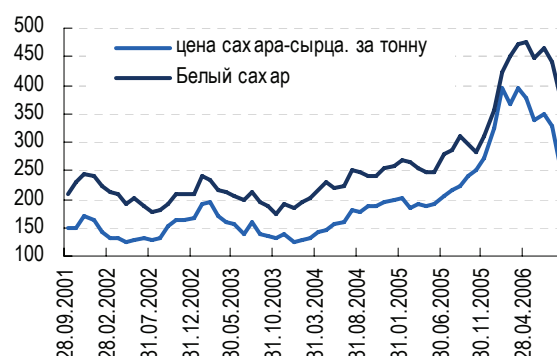
Мировая торговля сахаром существенна и оценивается примерно около 30% от общего производства сахара в мире, поэтому ценообразование на глобальных площадках играет большую роль.

Корреляция между ценой нефти и цены на сахар



Источник: Bloomberg

Корреляция между белым сахаром и сахаром-сырцом, Лондон



Источник: Bloomberg

Существуют два различных рынка по сахару-сырцу и белому (рафинированному сахару) и, соответственно, географическая составляющая является важным фактором в определении цены. Цены в Бразилии, которая является крупнейшим производителем сырца и является одним из самых заметных игроков на рынке импорта, и цены в США, из-за своей хорошо организованной системы торговли, являются ориентиром для импортеров. Контракты на NYBOT основаны на центрифужном сахаре в более чем 30 странах.

Основные факторы, влияющие на ценообразование и на волатильность сахарного рынка:

- В краткосрочной перспективе производство сахара не очень подвержено колебанию из-за обширных капиталовложений в инфраструктуру, а также из-за протекционистской политики государств. Также, производство сахара в значительной степени зависит от погодных условий.
- Количество крупных экспортеров ограничено и непредвиденные события, которые могут повлиять на того или иного игрока будут иметь сильные последствия для ценовой стабильности. Это особенно верно для Бразилии.
- Основные потребители сахара также являются и основными производителями. Это и объясняет тот факт, что торговля белым сахаром значительно уступает по объемам торговли сырцом. Рынок сахара-сырца является более волатильным, чем рынок белого сахара.
- Увеличивающийся спрос не обязательно приведет к росту импорта, и зависит от политических, регулятивных и экономических факторов каждой страны.

В декабре 2005г. цены на сырец начали расти, достигнув 25-летнего максимума в марте 2006г. Основные причины, послужившие такому увеличению были:

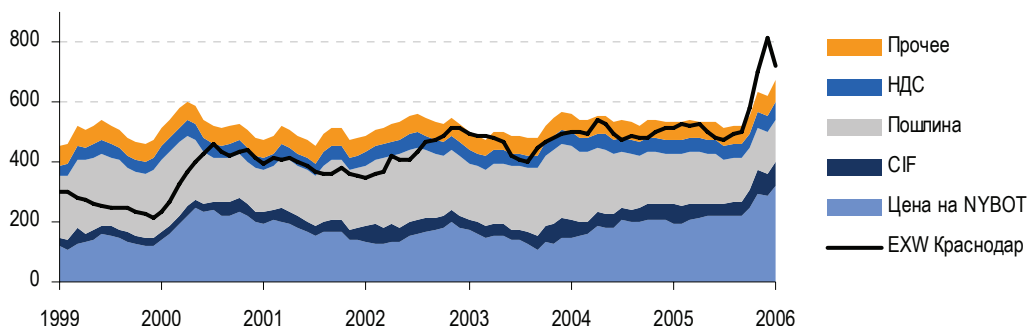
- В краткосрочном периоде это было вызвано плохим урожаем в Бразилии, Тайланде и на Кубе из-за плохих погодных условий.
- Дополнительным спросом со стороны США и Австралии, где урожай пострадал из-за суровых погодных условий.
- В долгосрочном периоде повышающийся тренд роста цен на нефть существенно повысил спрос на этанол. Повышающиеся цены на сырую нефть вызвали подозрения, что Бразилия направит большую часть выращенного урожая тростника для производства этанола (бензин примерно вдвое дороже этанола) вместо выработки сахара. Ценовая корреляция между ценами на нефть и сахар существенно возросли в последнее время. В период 2000-2004гг. корреляция между сырцом и нефтью была 0,3, однако, начиная с 2004г. по июль 2006г. корреляция достигла 0,8. Цена на нефть, по нашему мнению, будет играть существенную и все увеличивающуюся роль в ценообразовании сахара.
- Реформы ЕС, направленные на реформирование сахарного рынка должны привести к существенному (25-33%) сокращению производства сахара в регионе. ЕС перестанет быть существенным экспортером и, скорее всего, превратится в импортера сахара, что может привести к росту мировых цен.

Российский рынок

Россия обеспечивает за счет сахара, произведенного из импортного сырца, около 50% сахара для потребления, цена на который во многом предопределена на сахар сырец. В свою очередь, конечная цена сырца на перерабатывающих заводах включают следующие компоненты:

- Цена сложившаяся на мировых рынках на сахар-сырец. Основой для вычисления «правильной» цены служит 3-х месячный контракт №11 на NYBOT. Данный контракт обеспечивает около половины себестоимости импортируемого сахара.
- Премия по CIF, которая включает стоимость фрахта (перевозки) и страховки. Обычно премия CIF составляет не более 12% от общей стоимости импорта сырца.
- Таможенная пошлина, которая варьируется от 140 до 270 долл. США за тонну сахара сырца в зависимости от цены на NYBOT. На данный момент пошлина составляет 140 долл. США. Вклад таможенной пошлины в конечную цену импорта в связи с ростом цен на сырец существенно снизился, с 43% в 2004г. до 16% в июле 2006г.
- НДС, составляющая 10,0% от цены импортируемого сырца (мировая цена + премия CIF + таможенная пошлина).
- Прочие издержки (портовые разгрузочные затраты, внутренние транспортные расходы), которые составляют примерно 11% от конечной цены импорта. Также сюда будут включаться затраты на переработку сахара.
-

Ценообразование сахара на российском рынке, долл. США / тонна*



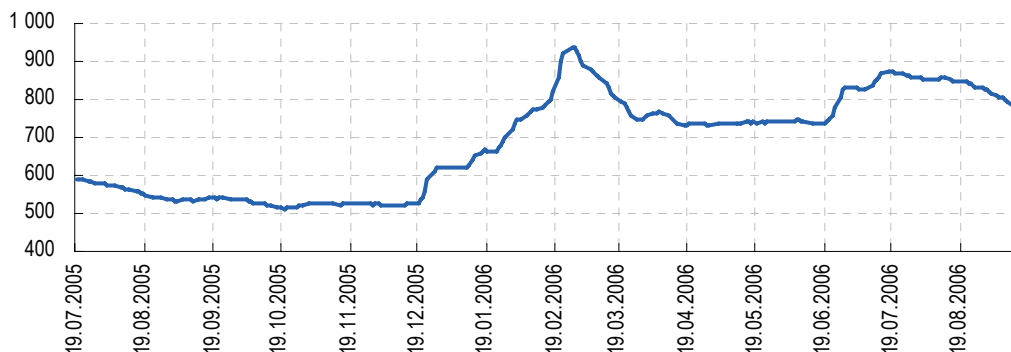
Источник: ИКАР

*Себестоимость производства сахара из импортируемого сырья рассчитана в соответствии с действующими таможенными пошлинами, введенными с начала 2004г.

Исторически цены на сахар зависели от импортных пошлин на белый сахар и сырце, однако в настоящее время они (цены) стали более зависимы от ситуации на мировом рынке. Минимальная импортная пошлина применима, когда цена на NYBOT по трехмесячному контракту превышает 198,5 долл. США за тонну, что примерно составляет 500 долл. США для отечественных производителей. Импортная пошлина повышается, когда цена на мировом рынке снижается.

В связи с возможным вступлением России в ВТО будет вестись переговорный процесс по изменению таможенных пошлин на сырце. В настоящий момент, согласно данным компании, переговоры ведутся только в связи с уменьшением верхней планки пошлины с 270 долл. США за тонну до 250 долл. США за тонну сырья/белого сахара.

Цена белого сахар, EXW Краснодар, долл США / тонн

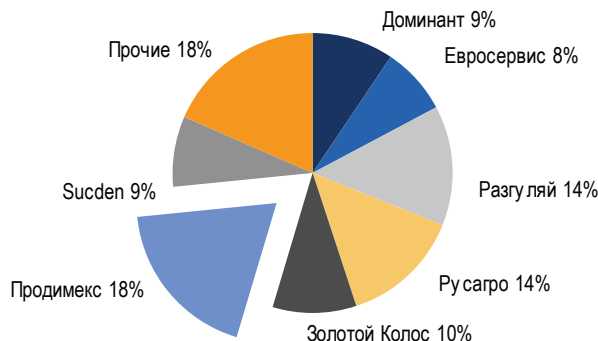


Источник: ИКАР

Недавнее повышение цены на сахар, вызванное рекордным ростом на сырце за последние 25 лет послужило дополнительным фактором в разговоре по изменению таможенных пошлин на сырце для сдерживания инфляции. По итогам 1П06 инфляция составила 6,2%, в то время как цель, поставленная перед Правительством России составляет 9% до конца года. Однако, мы полагаем, что темп роста инфляции к концу года снизится. Кроме того, структуры, лоббирующие интересы сахаропроизводителей достаточно сильны, чтобы не допустить обсуждения данного вопроса в Правительстве России. Кроме того, при принятии решения о размере пошлины на сырце немаловажную роль сыграет социальная составляющая этой проблемы, а именно: в настоящее время в сахарном производстве задействовано значительному количеству сельского населения, во многих регионах заводы являются градообразующими предприятиями и основными налогоплательщиками, а снижение уровня защиты рынка сахарной свеклы от импортного сырья негативно скажется на экономике регионов зоны свеклосеяния.

Конкуренция

Доля производства свекловичного сахара в России, 2005



Источник: Ассоциация сахаропроизводителей

Российский рынок свекловичного сахара достаточно концентрирован с точки зрения производственных мощностей, владения и капитала. На рынке представлено 13 компаний, 7 из которых контролируют около 80% рынка. Продимекс не только является лидером по продажам на Российском рынке, занимая долю 17%, но также является ведущим производителем сахара из сахарной свеклы, с долей в 18,5%. Далее следуют Русагро, Разгуляй, Золотой Колос и Доминант. В основном благодаря защитным мерам и высоким ценам на сырец, по нашему мнению, российский свекловичный рынок является привлекательным как для местных, так и для европейских игроков. В 2006г. многие игроки заявляли о дополнительных инвестициях в производство и переработку сахара.

- В марте 2006г. компания РусАгро также объявила о том, что в течении следующих трех лет собирается инвестировать порядка 100 млн. долл. США, которые в основном будут направлены на модернизацию 4 из 7 существующих заводов. В планах компании стоит увеличение доли рынка до 25%. Русагро планирует довести количество собственных заводов до 12 путем покупки мелких российских игроков.
- В июле 2006г. компания Sucden заявила, что планирует инвестировать в реконструкцию трех заводов около 100 млн. долл. США и увеличить посевные площади под сахарной свеклой на четверть. По словам компании, после реконструкции Добринский завод сможет в день перерабатывать 9 тонн сахарной свеклы (сейчас мощность составляет 6 тонн), Каменский и Липский заводы по 6 тонн (на данный момент 3 тонны и 4,5 тонны соответственно). Посевные площади под свеклой увеличатся до 22 500га.
- Группа компаний Разгуляй также заявила о массивных инвестициях в сахароперерабатывающие заводы. По заявлениям компании общий объем инвестиций в сахарный бизнес в течение пяти лет составит порядка 90 – 115 млн. долл. США для переоборудования производства, закупки оборудования, а также расширения посевов под сахарную свеклу.

Данные инвестиции компаний прежде всего направлены на снижение риска по: (i) недопоставке свеклы независимыми хозяйствами; (ii) росту затрат по выращиванию свеклы (покупная свекла обычно на 25-40% дороже собственно выращенной свеклы), (iii) обеспечение эффективности производства.

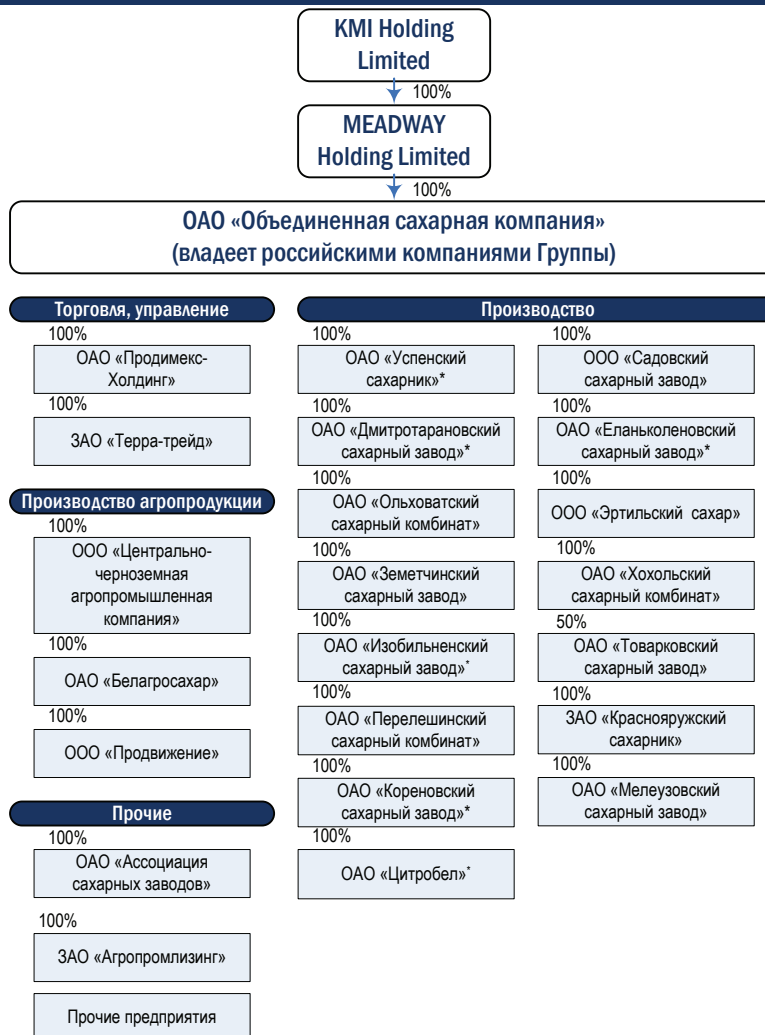
Принимая во внимание, что не произойдет ни существенных изменений в ставках таможенных пошлин, ни резкого снижения цены на сырец, мы полагаем, что производство свеклы должно существенно увеличиться, соответственно, зависимость России от сахара-сырца будет снижаться.

Многие европейские производители, в свете реформы рынка сахара с 1 июля 2006г., окажутся на грани банкротства. Реформа подразумевает 36% снижение гарантированной минимальной цены на сахар. Для избежания затоваривания, производственная квота уменьшится на 2-3 млн. тонн в первые месяцы реформы. Снижение протекционистских мер со стороны государств может способствовать некоторым европейским производителям переключится на операции на развивающихся рынках. Россия является одним из таких рынков, где свекловичное производство предлагает высокую рентабельность операций. Мы полагаем, что приход в страну иностранного капитала положительно скажется на индустрии в целом - это не только увеличит загрузку заводов, но и позволит обновить существующие мощности.

Операционная деятельность

Корпоративная структура и управление

Юридическая и функциональная структура Группы Продимекс



* Отмечены компании, производственные активы которых арендуют компании – операторы производства, являющиеся дочерними предприятиями ОАО «Ассоциация сахарных заводов».

Источник: данные компании

Продимекс является вертикально-интегрированным холдингом, включающий следующие блоки: производство, торговля, управление, производство агропродукции, прочие активы производства.

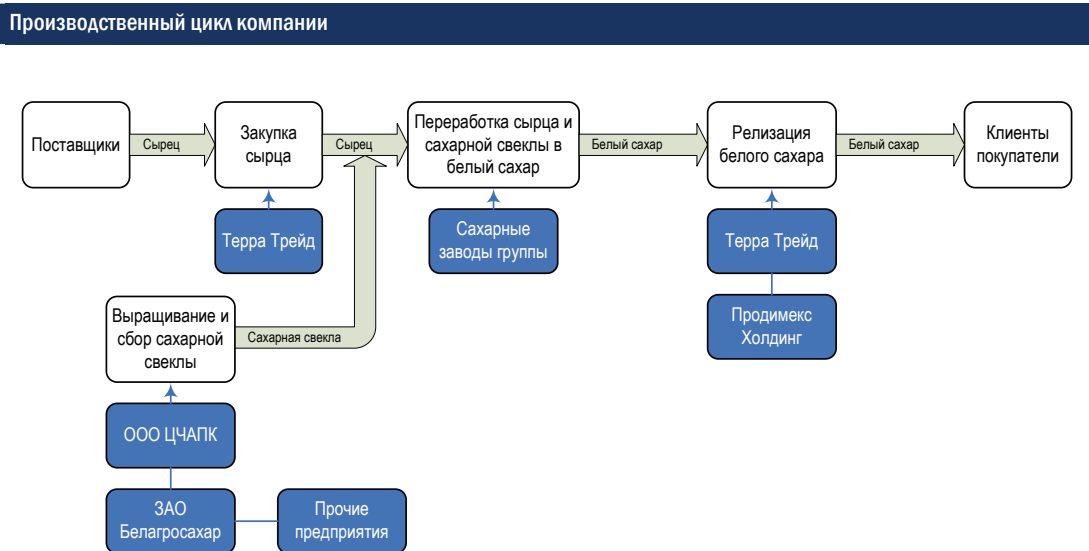
Реализацией продукции, произведенной на заводах компании (сахара, патоки мелассы и гранулированного жома) занимается специально созданное структурное подразделение - торговое управление, которое также занимается изучением и анализом конъюнктуры сахарного рынка, что позволяет осуществлять как среднесрочное, так и долгосрочное его прогнозирование. В настоящее время торговля сахаром, осуществляется в 44 городах России, от Санкт-Петербурга - на западе до Хабаровска - на востоке, и от Архангельска - на севере до Волгограда - на юге.

Руководство компанией осуществляется как наемными менеджерами, так и акционерами компании. В то время как стратегические вопросы входят в компетенцию только владельцев компании, что по нашему

мнению является положительным фактором, т.к. общий опыт работы в сахарном бизнесе совокупно составляет более 65 лет. Более подробная информация о высшем руководящем составе представлена в Приложении 1.

Производство

Производство компании осуществляется по следующей схеме.



Источник: данные компании

Основные производственные мощности Группы (7 заводов) по переработке сахарной свеклы расположены в Воронежской области, Краснодарском крае (2 завода) и Белгородской области (2 завода). По одному заводу находится в, Тульской, Пензенской областях, Башкортостане и Ставропольском крае.

Расположение заводов компании



Источник: данные компании

Мощность и выпуск заводов компании по регионам					
	Мощность заводов компании (тонн/сутки)	% мощности от общей по области	Мощности заводов к 2011г.	Переработка свеклы заводами (тыс.тонн)	Выработано сахара из свеклы (тонн)
Воронежская область (всего 11 заводов)	27180	100%	нд	2.147,3	304,9
ОАО «Перелешинский сахарный комбинат»	3000	11,0%	6.000	203,7	31,1
ОАО «Ольховатский сахарный комбинат»	4000	14,7%	10.000	229,9	34,7
ОАО «Хохольский сахарный комбинат»	2710	10,0%	3.500	184,4	26,6
ООО «Садовый сахарный завод»	2600	9,6%	2.600	221,6	31,0
ООО «Эртильский сахар»	3000	11,0%	3.000	211,4	29,0
ОАО «Елань»	5600	20,6%	10.000	350,4	48,7
Итого	20910	76,9%	35.100	1.401,4	201,3
Белгородская область (всего 11 заводов)	27636	100%	нд	2.364,1	326,2
ОАО «Дмитротарановский ахарный завод»	3500	12,7%	6.000	288,0	38,9
ЗАО «Краснояржский Сахарник»	2500	9,0%	2.500	102,0	14,2
Итого	6000	21,7%	8.500	390,0	53,2
Краснодарский край (всего 16 заводов)	59700	100%	нд	4.153,5	492,0
ОАО «Кореновксахар»	4200	7,0%	4.200	245,3	27,5
ОАО «Успенский Сахарный завод»	3600	6,1%	10.000	314,4	40,0
Итого	7800	13,1%	14.200	559,6	67,5
Республика Башкирия (всего 4 завода)	10000	100%	нд	950,3	122,1
ОАО «Мелеузовский сахарный завод»	2900	29,0%	4.000	186,6	25,4
Ставропольский край (всего 1 завод)	4000	100%	нд	245,4	29,7
ОАО «Изобильневский сахарный завод»	4000	100%	5.000	245,4	29,7
Тульская область (всего 1 завод)	1300	100%	нд	80,2	11,9
ОАО «Товарковский сахарный завод»	1300	100%	6.000	80,2	11,9
Пензенская область (всего 3 завода)	6830	100%	нд	658,1	87,3
ОАО «Земетчиковский сахарный завод»	3000	43,9%	6.000	145,6	20,2

Источник: данные компании, союз Сахаропроизводителей

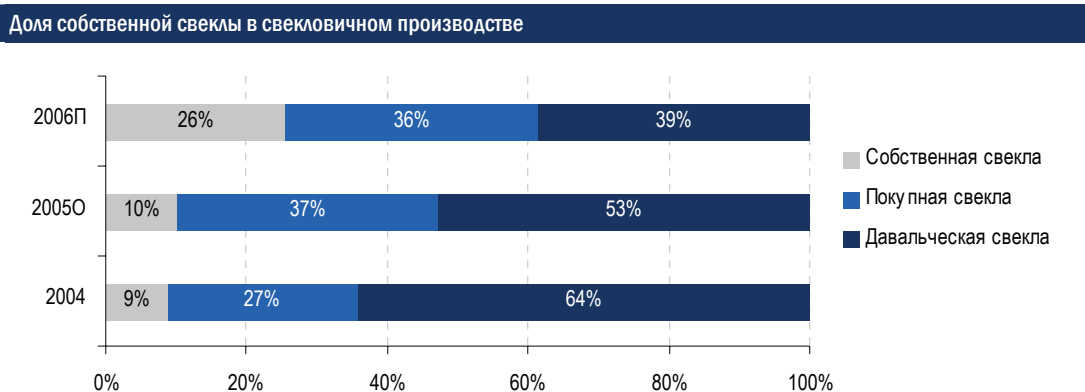
В результате проводимой группой программы модернизации заводов (с 2004 по 2005г. инвестировано 56 млн. долларов США) и развития свекловичной зоны (только сельхозтехники приобретено на сумму более 31 млн. долларов США), улучшились качественные показатели производства: возросла урожайность и выхода сахара из свеклы, который в 2005г. составил 13,8% (против 12,5% в 2004г.), снизилась себестоимость производства.

Сырец

Продимекс закупает 100% сахара-сырца на внешнем рынке. Цена фиксируется путем покупки лота на NYBOT за доллары США. В 2006г. около 50% сырца было отгружено компанией Cargill, остальные в равной степени были поделены между Sucden, Tate & Lyle, Dreyfus, Noble и другими сахарными трейдерами. Зависимость от одного поставщика отсутствует, т.к. рынок поставщиков достаточно конкурентен. Продимекс имеет возможность выбирать поставщика на условиях более подходящих на данный момент. Компания в основном закупает сахар-сырец из Южной и Латинской Америки, однако, в основном, преобладают поставки из Бразилии. По нашему мнению, риск срыва поставок сырца минимален.

Поставки сахара-сырца осуществляются в основном на условиях предоплаты, в основном в форме аккредитивов. По заявлениям представителей компании, максимальный временной лаг между оплатой сахара-сырца и доставкой этой продукции на завод для переработки составляет не более месяца.

Сахарная свекла



Источник: данные компании

На данный момент компания сильно зависит от покупной и давальческой свеклы, доля которых в общем объеме переработки сахарной свеклы составляет около 89,8%. На данном этапе покупная и давальческая свекла являются менее рентабельным видом производства, по сравнению с собственной свеклой. Валовая маржа по собственной свекле в 2005г. составила 21,7%, по покупной 19,7%.

Высокая доля покупной свеклы в свою очередь ставит компанию в зависимость от крестьянских хозяйств, в области обеспечения сырьем и в меньшей степени от риска влияния повышения цены.

Для снижения данного риска Продимекс прибегает к политике закупок авансовой свеклы – за 2005г. около 40% закупной свеклы приходилось на авансовые поставки. Компания поставляет сельхоз технику в лизинг, осуществляет поставку семенного фонда и ГСМ для крестьянских хозяйств.

Помимо авансовых покупок Продимекс обладает конкурентным географическим расположением, например в Воронежской области из 7 из 11 заводов принадлежит компании, что ставит крестьянские хозяйства в зависимость от компании. Кроме того, из-за чувствительности сахарной свеклы к хранению и перевозки транспортировка свеклы целесообразна в радиусе 100-150 км., что существенно ограничивает производителей свеклы в выборе завода-переработчика. Данные факты позволяют сказать, что Продимекс в определенной степени контролирует ценовую политику закупок свеклы у сторонних организаций.

В виду «замораживания» средств на авансирование, бизнес цикл по производству свекловичного сахара длиннее, чем по производству сахара из сырца на 3-5 месяцев, что соответствует в большей потребности финансирования.

Стратегия продаж

Компания на данном этапе использует широкий спектр каналов сбыта:

Продажи по каналам сбыта, (%)			
	2003	2004	2005
Продажа торговой компанией крупным промышленным потребителям	15,5%	10,2%	17,1%
Региональная сбытовая сеть (включая независимых дилеров)	84,5%	89,8%	81,9%
Розничные торговые сети	0%	0%	1,0%
Итого	100,0%	100,0%	100,0%

Источник: данные компании

В основном поставки осуществляются на условиях предоплаты товара, однако для крупных промышленных и торговых компаний, лидеров своего сегмента рынка, применяются отсрочки платежа.

Средний срок контрактов по поставки сахара составляет 1 год, с возможностью их пролонгации. Цены по контрактам заключаются на ежемесячной основе.

Около 82% продаж Продимекс поставляет через независимых дилеров, что позволяет охватывать широкий круг потребителей. В настоящее время торговля сахаром, осуществляется в 44 городах России, во всех регионах страны. Столь диверсифицированная география продаж позволяет компании сокращать риски перенасыщения сахаром отдельных регионов, а также доставлять продукцию до конечных потребителей, тем самым, сокращая количество посредников, реализовывать продукцию, где в данный момент наибольшая цена. Продажи с диллерами ведутся на контрактной основе, за комиссию. На данном этапе уже сложились устойчивые экономические связи с большинством дилеров.

Начиная с 2005г. компания начала использовать розничные сети в качестве одного из каналов продаж. Данный вид продаж является наименее прибыльным, т.к. сети имеют достаточно влияния на более фрагментированный рынок производителей сахара в России. Однако, компания планирует расширить сотрудничество посредством данного канала т.к. считает что сотрудничество с сетями сможет гарантировать стабильность продаж в будущем.

В 2005г. доля промышленных потребителей (которым поставляется продукция напрямую) составила 17,1% от всех продаж. В связи с тем, что в 2005г. доля 10 крупнейших потребителей составляет всего 11,3% от общих продаж компания не имеет зависимости от одного или нескольких крупных клиентов.

Доля 10 крупнейших покупателей в 2005г.

Наименование компании	Доля (%)
ВБД	1,9%
Рот Фронт	1,6%
Красный Октябрь	1,5%
Лианозовский молочный комбинат	1,1%
Нестле Россия	1,0%
Кондитер Курск	0,9%
Ассоль	0,9%
Большевик	0,9%
Гагаринское молоко	0,8%
Лебедянский	0,7%
Прочие	5,8%
Итого	17,1%

Источник: данные компании

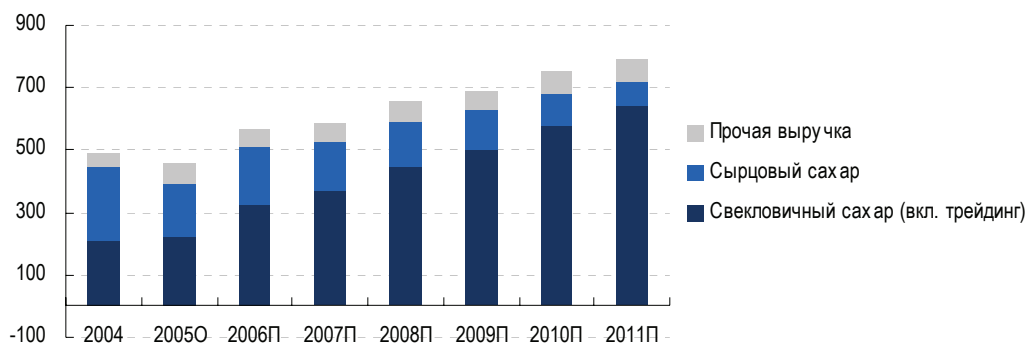
Стратегия

На данном этапе выручка компании условно формируется по четырем основным направлениям: реализация сахара из сырца, реализация сахара из свеклы, торговля сахаром и прочая выручка. Доля сырцового сахара в выручке составляет около 37%, со средней валовой рентабельностью в 2005г. – 10,4%. Доля свекловичного сахара в продажах компании составляет 40,2% и средняя валовая рентабельность по всем видам свекловичной деятельности примерно 20,1%. Торговля сахаром – перепродажа белого сахара на рынке, занимала 8,5% выручки, при валовой рентабельности 9,4%. Доля прочей выручки составляет порядка 14,4%. Средняя валовая рентабельность по прочей выручке – 22,3%.

Основной стратегической целью развития компании является достижение 25% доли рынка к 2011г и увеличение валовой рентабельности компании до 19%. Планируется, что показатель EBITDA вырастет до 123,1 млн. долл. США (рост более чем в 3 раза) к 2011г. Это произойдет благодаря уменьшению доли сырцового сахара за счет увеличения продаж свекловичного сахара, при этом проводимая модернизация позволит повысить рентабельность.

Для реализации данной стратегии Продимекс предпринимает следующие шаги:

Структура выручки компании, млн. долл. США



Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

- Сокращение доли сырцового сахара до 9,3% от общих продаж к 2011г. Совокупно компания планирует к 2011г. сократить импорт сырца до 130 тыс. тонн, что составляет уменьшение на 62,9% по сравнению с 2005г. Так как Продимекс практически не влияет на ценообразование на сахар-сырец на международном рынке, мы консервативно полагаем, что валовая рентабельность данного вида бизнеса будет снижаться в будущем и достигнет значения 8,0%, при этом покрыв расходы от простоя заводов в межсезонье.
- Приоритетным направлением развития компании станет увеличение свекловичного производства, а именно собственно выращенной свеклы. Продимекс планирует увеличить площадь под посевы сахарной свеклы до 90 тыс. га в год к 2009г. путем аренды с/х угодий. Это позволит увеличить сбор сахарной свеклы до 2,9 млн. тонн, из которой будет производиться около 400,9 тыс. тонн сахара. Ожидается, что доля собственной свеклы в общих продажах увеличится до 28,1% к 2011г. Данный шаг логичен, т.к. собственно выращенная свекла является наиболее рентабельным видом бизнеса – валовая рентабельность составляет 21,7% в 2005г. и сможет достичь 38,7% в период пика цен на сахар - в 2007г.

- Помимо развития собственной свекловичной базы, Продимекс планирует осуществлять закупки сахарной свеклы у независимых крестьянских хозяйств. Рентабельность данного направления ниже, чем собственное выращивание, т.к. продавцы сырца ориентированы на цену сахара на рынке и устанавливают цены соответственно. Рентабельность закупаемой свеклы в 2005г. составила 19,7% и ожидается, что на пике цен на сахар в 2007г. достигнет 33,8%. Компания планирует увеличить долю закупаемой свеклы до 41,0% к 2011г.
- Доля давальческой свеклы в продажах компании постоянно падает. Доля данного направления в продажах в 2005г. составляет около 9,2%, но ожидается что будет уменьшаться до 3,6% к 2011г. Популярность толлинговых схем была вызвана нехваткой денег в стране (компания была вынуждена вести натуральное хозяйство), а также в условиях гиперинфляции было не интересно продавать товар и получать за него деньги через какое-то время. Поэтому сейчас толлинг все менее интересен для крестьянских хозяйств, хотя для Продимекса толлинг обеспечивает высокую маржу – 19,6% в 2005г. и ,которая как ожидается будет варьироваться в районе 37 - 44%.
- Перепродажа покупного сахара является наиболее рискованной формой деятельности, т.к. рентабельность данного направления зависит исключительно от рыночной конъюнктуры. Компания полагает, что обладает значительными знаниями и навыками по предсказанию рыночной цены. В 2005г. компания продала 77 тыс. тонн сахара и планирует, что будет продавать около 120 тыс. тонн сахара начиная с 2007г. Продимекс планирует сохранять долю торговли сахаром на уровне 8 – 12% в период до 2011г. Валовая рентабельность планируется в районе 8%.
- Продимекс планирует сократить долю выручки прочих продуктов до 10%, т.к. этот вид бизнеса является вспомогательным и компания не желает отвлекать дополнительные средства и время на развитие данного направления. Маржинальность прочей выручки составляет 22,3% и планируется к уменьшению до 4,4% к 2010г.

Программа капитальных вложений

Для достижения данных целей Продимекс планирует провести комплексную модернизацию сахарных заводов компании, а также осуществить закупку сельхозтехники. В общей сложности до 2010г. Продимекс планирует направить на программу капитальных вложений около 465 млн. долл. США, из них порядка 340 млн. долл. США будет потрачено на модернизацию заводов. Остальные пойдут на закупку с/х техники и аренду земли.

Ожидаемый эффект от инвестиций выглядит следующим образом:

- увеличение мощности 14 заводов на 72,1% до 80,8 тыс. тонн в сутки;
- увеличение урожайности свеклы с 23,8 тонн свеклы с гектара в 2005г. до 35 тонн/Га к 2008г.
- увеличение коэффициента извлечения сахара до 14,5% к 2008г.;
- снижение энергоемкости производства (в частности уменьшение потребления топлива на единицу продукции в 2 – 2,5 раза);
- увеличение производительности труда минимум в 2 раза;

- увеличение реализации белого сахара 1,2 млн. тонн, включая собственную свеклу до 0,37 млн. тонн.

Продимекс предполагает инвестировать средства не только в собственные хозяйства, но и предфинансировать сторонних сельхоз производителей, находящихся в зоне свеклосеяния заводов компании, путем поставки топлива, семян, удобрений, средств защиты растений, предоставления в лизинг сельхозтехники.

Финансовый и сравнительный

Анализ исторических финансовых показателей

Проведенный анализ основан на следующих данных:

- Отчетность компании по МСФО за 2003г., аудированная компанией E&Y;
- Отчетность компании по МСФО за 2004г., аудированная компанией E&Y;
- Управленческая отчетность за 2005г., переложенная под стандарты МСФО. Мы ожидаем публикацию аудированной финансовой отчетности по МСФО в 4 квартале 2006г.;

Основные финансовые показатели, млн. долл. США

	2003	2004	+/- (%)	2005O	+/- (%)
Отчет о прибылях и убытках					
Всего выручка	473,7	490,7	3,6%	456,1	(7,0%)
Валовая прибыль	37,8	52,7	39,5%	59,9	13,7%
ЕБИТДА	14,0	30,0	114,2%	40,4	34,7%
Чистые процентные выплаты	11,3	17,8	56,8%	12,1	(32,0%)
Чистая прибыль	11,4	11,2	(5,5%)	11,7	4,9%
Баланс					
Капитал	128,6	178,8	39,0%	190,4	6,5%
Чистый финансовый долг	225,7	141,5	(37,3%)	143,5	1,4%
Материальные основные средства	137,4	131,4	(4,3%)	168,6	28,3%
Итого активов	620,9	598,4	(3,6%)	589,4	(1,5%)
Отчет о движении денежных средств					
Изменение оборотного капитала	(1,3)	30,2	-	14,3	(52,5%)
Чистый поток денежных средств от операций	3,2	38,3	1083,3%	48,1	25,6%
Капвложения	19,3	5,7	(70,5%)	50,1	773,4%
Свободный поток денежных средств	(16,1)	32,6	-	(2,0)	-
Козэффициенты					
Валовая рентабельность	8,0%	10,7%	-	13,1%	-
Рентабельность ЕБИТДА	3,0%	6,1%	-	8,9%	-
Операционная рентабельность	2,1%	4,2%	-	6,0%	-
Чистая рентабельность	2,5%	2,3%	-	2,6%	-
Чистый финансовый долг / ЕБИТДА	16,1	4,7	-	3,6	-
ЕБИТДА / процентные расходы	1,2	1,7	-	3,3	-
Чистый финансовый долг / капитал	1,8	0,8	-	0,8	-

Источник: данные компании

Выручка

В 2005г. Продимекс реализовал 777.700 тонн сахара, что на 12,3% меньше чем годом ранее. Стратегия компании заключается в постепенном уменьшении зависимости от сырьевого сахара в пользу свекловичного сахара, потому что в условиях высоких цен на конечную продукцию сырьевой сахар является не только менее рентабельным продуктом, но также является менее прогнозируемым видом деятельности. Доля сырьевого сахара в продажах уменьшилась с 48,3% в 2004г. до 37,0% в 2005г. Доля свекловичного сахара (включая собственнo-выращенную свеклу, покупную свеклу, а также свеклу по давальческой схеме) уменьшилась до 40,2% в 2005г. с 42,0% годом ранее.

Средняя цена продажи сахара в 2005г. немного увеличилась (0,5%) и составила 502,1 долл. США за тонну белого сахара. Из-за снижению продаж сахара в натуральном выражении и приблизительно одном ценовом уровне выручка Продимекса от сахарного бизнеса снизилась на 11,9%. Общая выручка компании снизилась на 7,0% и составила 456,1 млн. долл. США. В результате снижения объема продаж

сахара выросла доля выручки от продаж прочих товаров и услуг (14,4%, по сравнению с 9,7% годом ранее).

Валовая рентабельность

В 2005г. общая валовая рентабельность компании увеличилась на 2,4 п.п. и составила 13,1%. Это произошло в основном из-за снижения менее рентабельного сырцового сахара в пользу высокомаржинального свекловичного сахара. Так, валовая рентабельность продаж сырцового сахара равнялась 10,4% в то время как собственная свекла обеспечивала 21,7% валовой рентабельности, покупная свекла – 19,7% валовой рентабельности. Из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры стоимость сырца (по контрактам группы на импорт сырца) повысилась на 6,6%, в то время как цена реализации сахара повысилась всего на 0,5%.

Рентабельность свекловичного сахара была искажена в связи с большими продажами белого сахара из запасов в 2004г. В то время как затраты по выращиванию оставались на прежнем уровне, затраты на переработку выросли в среднем на 4,6%. Рентабельность прочей выручки составила 22,3%. Однако, эта цифра является аномально высокой и характерной только для 2005г. и мы полагаем, что столь впечатляющий результат не повторится в будущем.

ЕБИТДА и чистая прибыль

Несмотря на падение выручки, операционные расходы в 2005г. остались примерно на том же уровне (32,3 млн. долл. США в 2004г. против 32,4 млн. долл. США в 2005г.) Благодаря повышению валовой рентабельности операций и постоянными операционными издержками произошло повышение операционной рентабельности (с 4,2% в 2004г. до 6,0% в 2005г.), а также увеличением рентабельности ЕБИТДА (с 6,1% в 2004г. до 8,9% в 2005г.).

Рентабельность чистой прибыли повысилась всего на 0,3% до 2,6%. Это было вызвано в основном дополнительной выручкой от продажи прочих товаров и услуг, положительной курсовой разницей, выручкой от продажи активов и дочерних предприятий, а также списание “goodwill” привело к получению дополнительного дохода в 11,3 млн. долл. США . В 2005г. мы не ожидаем подобного повторения.

Поток денежных средств

Благодаря повышению рентабельности операций, ЕБИТДА компании увеличилась на 34,7% и составила 40,4 млн. долл. США. Помимо увеличения рентабельности операций произошло уменьшение в потребности в оборотном капитале – оборачиваемость капитала уменьшилась на 5 дней и составила 53 дня. В результате чистый поток денежных средств от операций увеличился в 12 раз до 48,1 млн. долл. США.

Капитальные вложения в 2005г. составили 50,1 млн. долл. США и были направлены на модернизацию и переоборудования заводов, а также на закупку сельхозтехники. В итоге свободный поток денежных средств на конец 2005г. оказался отрицательным и составил 2,0 млн. долл. США.

За счет того, что в 2005г. компания в основном выплачивала денежные средства нежели делала дополнительные заимствования, уменьшение денежных средств от финансовой деятельности составило 55,2 млн. долл. США. В результате чего чистый отток денежных средств за 2005г. составил 57,2 млн. долл. США.

Долг и капитал

В 2005г. компания незначительно увеличила свой долговой портфель, чистый долг увеличился всего на 1,4% и на конец 2005г. составлял 143,5 млн. долл. США. В результате чего отношение финансового долга / EBITDA значительно сократилось и составило 3,6 по сравнению с 4,7 в 2004г.

Капитал увеличился в 2005г. на 6,5% и составил 190,4 млн. долл. США, по сравнению с 178,7 млн. долл. США в 2004г., в основном за счет увеличения нераспределенной прибыли за период в размере 11,7 млн. долл. США. Отношение финансового долга к капиталу компании не изменилось - 1,1 в 2004г. и 2005г.

По состоянию на 1 августа 2005г. кредитный портфель компании составил 173,6 млн. долл. США. Практически полностью кредитный портфель Продимекса состоит из долларовых заимствований. С выпуском CLN на 100 млн. долл. США в конце 2006г. чистый финансовый долг компании на 31 декабря 2006г. будет составлять 385,8 млн. долл. США. Несмотря на это, коэффициент EBITDA / проц. Выплаты не изменится и останется на уровне 3,3, не вызывая вопросов по ликвидности компании.

Кредитный портфель компании на 1 июня 2006г.

Банк	Сумма кредита (тыс. долл. США)	Дата погашения
Никоил	38 700	2006
Уралсиб	1 841	2010
Росбанк	30 000	2006
Россия	7 000	2006
Промсвязьбанк	10 501	2006
Промсвязьбанк	8 347	2010
ММБ	14 514	2007
ВТБ	25 500	2006
BNP-Paribas	4 260	2006
Сбербанк	23 123	2006-2007
Прочие	9 800	2006
Итого	173 586	

Источник: данные компании

Сравнительный анализ

Основными российскими конкурентами Продимекса являются: Русагро, Доминант и Разгуляй. Поэтому логично сравнить Продимекс с данными компаниями, однако публичная финансовая отчетность есть только у Разгуляя. На международной арене сравнимыми компаниями, по нашему мнению, являются Nordzucker, Sudzucker, BajajHindustan и Ebro Puleva.

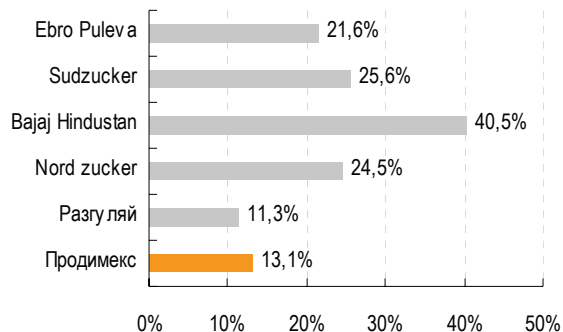
Nordzucker – ведущий европейский производитель сахара, располагает рядом сахарных заводов в Германии, Чехии, Словакии, Венгрии и Польши. В основном производит свекловичный сахар. За 2005 финансовый год выручка составила примерно 1.605 долл. США.

Ebro Puleva – ведущая испанская агропромышленная компания производящая не только сахар, а также рис, молочные продукты и макаронные изделия. Сахар занимает 27,6% выручки в 2005г. и равнялся 847 млн. долл. США.

Sudzucker - ведущий европейский производитель сахара, располагает рядом сахарных заводов в Германии, Бельгии, Франции, Австрии, Словакии, Чехии, Венгрии, Румынии, Молдавии и Польши. В основном производит свекловичный сахар. За 2005 финансовый год, который заканчивается 28 февраля 2005г. выручка составила примерно 6.951 долл. США, из них доля сахара составляла около 70%.

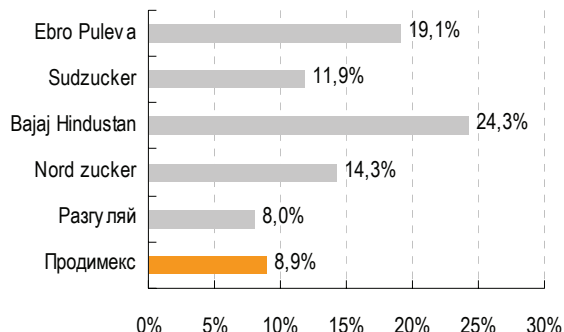
BajajHindustan – самый крупный производитель сахара в Индии. Помимо сахара, который в основном производится из тростника, компания также производит этанол. Выручка за 2005г. финансовый год, который заканчивается 30 сентября, составляла примерно 204,6 млн. долл. США.

Валовая рентабельность



Источник: данные компаний

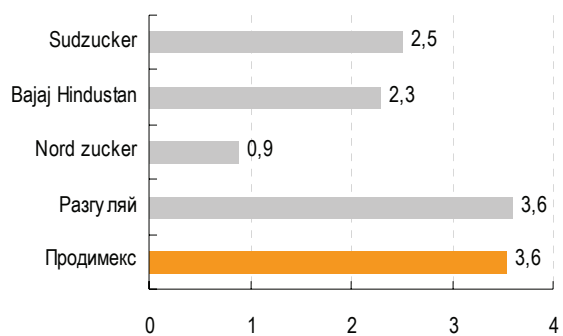
Рентабельность EBITDA



Источник: данные компаний

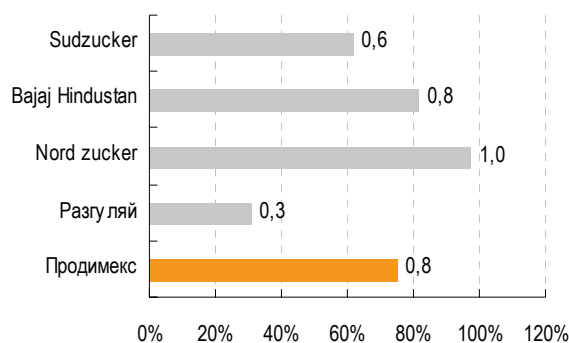
Валовая рентабельность и рентабельность EBITDA у российских компаний (Продимекс и Разгуляй) наименьшая среди сравнимых компаний. Это прежде всего объясняется тем, что до последнего времени в развитие производственной базы и зоны свеклосеяния не инвестировались денежные средства в объеме достаточном для поддержания производства сахара на современном уровне, для внедрения материал- и энергосберегающих технологий. Компании Sudzucker и Nordsucker основную свою выручку производят из свекловичного сахара, которую они либо покупают у независимых хозяйств либо выращивают самостоятельно. Столь высокие показатели рентабельности Bajaj Hindustan (40,5% валовая рентабельность, 24,3% рентабельность EBITDA) может объясняться тем, что компания имеет собственные плантации по выращиванию тростника и в период высоких цен на сахар-сырец является высокоприбыльным бизнесом.

Чистый финансовый долг / EBITDA



Источник: данные компаний

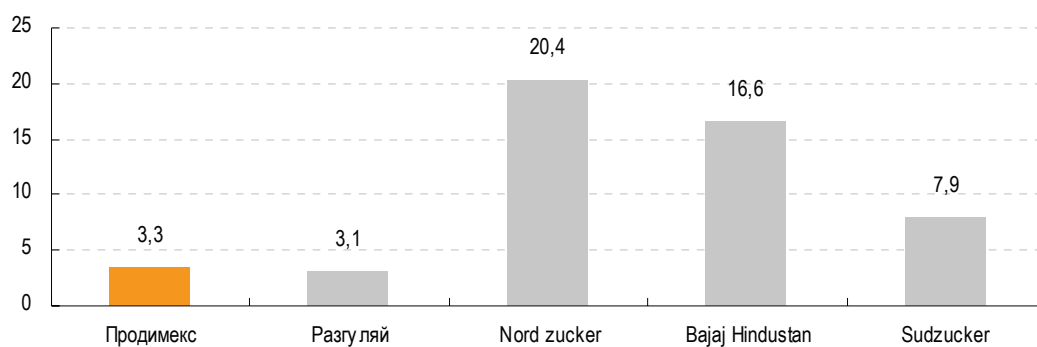
Чистый финансовый долг / EBITDA



Источник: данные компаний

Соотношение чистый финансовый долг Продимекса наибольший среди компаний в выборке. Это объясняется высокой долговой нагрузкой в связи с проводимой компанией по модернизации заводов и инвестированием средств в развитие зоны свеклосеяния. Однако методы финансирования компании (чистый финансовый долг / капитал) является средним по выборке и не вызывает опасения.

ЕБИТДА / процентные платежи



Источник: данные компаний

В связи с тем, что долговая нагрузка у сравнимых компаний ниже чем у Продимекса, показатель ЕБИТДА / процентные расходы один из самых низких в выборке. Однако, ликвидность компании не вызывает опасения, т.к. при существующем денежном потоке компания способна обслуживать долг с коэффициентом 3,3.

Финансовая модель

Базовый сценарий финансовой модели построен на следующих базовых предположках:

Основные предположки						
	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Цена белого сахара (долл / тонна)	632	590	590	590	590	590
Зона свеклосеяния (Га)	36 715	60 000	84 000	90 000	90 000	90 000
Урожайность сахарной свеклы (%)	30,2	31,5	32,0	32,0	32,0	32,0
Выход сахара из свеклы (%)	13,4	13,7	14,5	14,5	14,5	14,5
Гарцевый сбор (%)	37,3	38,7	40,0	40,0	40,0	40,0
Коэффициент потерь (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0

Источник: оценка МДМ-Банка

Мы предполагаем, что компания будет продавать следующие объемы сахара по следующим видам бизнеса:

Основные предположки						
(тыс. тонн)	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Сахара сырец	297,6	268,8	249,6	211,1	172,8	124,8
Собственная свекла	176,4	221,1	346,0	366,1	374,6	377,6
Покупная свекла	231,6	218,8	232,0	313,4	436,5	550,2
Давальческая свекла	79,7	67,6	59,1	53,2	52,9	48,4
Перепродажа сахара	20,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Итого	805,2	896,3	1.006,7	1.064,0	1.156,8	1.221,00

Источник: оценка МДМ-Банка

Валовая маржа по видам бизнеса составит:

Основные предположки						
(%)	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Сахара сырец	10,4	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Собственная свекла	37,6	38,7	35,5	33,4	31,7	29,7
Покупная свекла	30,8	33,8	32,8	32,1	29,5	26,3
Давальческая свекла	37,3	38,7	44,0	44,0	44,0	44,0
Перепродажа сахара	32,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Прочая выручка	13,3	11,7	9,9	8,1	6,2	4,4

Источник: оценка МДМ-Банка

Компания планирует направить основные капвложения в:

Основные предположки						
(тыс. долл. США)	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Покупка оборудования	75 000	67 000	52 000	27 000	0	0
Лизинг оборудования	25 272	10 000	10 000	20 000	36 500	14 900
Закупка техники	15 000	15 000	0	12 000	0	0
Лизинг техники	20 000	18 000	18 000	6 000	15 000	9 000
Итого	135 272	110 000	80 000	65 000	51 500	23 900

Источник: оценка МДМ-Банка

Исходя из перечисленных выше предпосылок, финансовые результаты в базовом сценарии будут следующие:

Отчет о прибылях и убытках, тыс. дол. США						
	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка от продажи сахара	508 916	528 829	593 979	627 735	682 513	720 382
Общая выручка	564 897	587 000	659 317	690 509	750 764	792 420
Себестоимость	453 586	479 650	533 580	557 720	607 526	647 306
Валовая прибыль	111 311	107 351	125 737	132 789	143 238	145 114
Валовая маржа	19,7%	18,3%	19,1%	19,2%	19,1%	18,3%
Операционные издержки	36 096	42 568	46 130	49 665	53 638	56 407
ЕБИТДА	96 839	92 697	111 227	117 120	124 842	123 141
Рентабельность ЕБИТДА	17,1%	15,8%	16,9%	17,0%	16,6%	15,5%
Операционная прибыль	75 215	64 783	79 607	83 124	89 600	88 707
Операционная рентабельность	13,3%	11,0%	12,1%	12,0%	11,9%	11,2%
Чистые процентные выплаты	29 323	42 292	41 337	38 916	37 566	33 463
Прибыль до налогов	45 892	22 491	38 269	44 207	52 033	55 243
Рент-ность прибыли до налогов	8,1%	3,8%	5,8%	6,4%	6,9%	7,0%
Налог на прибыль	11 063	5 422	9 226	10 657	12 544	13 318
Чистая прибыль	34 828	17 069	29 044	33 550	39 490	41 926
Рент-ность чистой прибыли	6,2%	2,9%	4,4%	4,9%	5,3%	5,3%

Источник: оценка МДМ-Банка

Баланс, тыс. дол. США						
	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Краткосрочные активы	449 098	414 543	396 335	412 002	446 424	474 385
Денежные средства	0	0	0	0	0	0
Дебиторы	147 713	122 183	104 031	100 735	107 872	112 182
Предоплата	57 711	50 444	42 228	41 124	44 934	48 115
Запасы	116 515	118 097	121 304	139 234	158 583	176 200
Краткосрочные кредиты выданные	46 901	46 901	46 901	46 901	46 901	46 901
Налоги к получению	43 545	40 206	45 159	47 295	51 422	54 275
Прочие краткосрочные активы	36 712	36 712	36 712	36 712	36 712	36 712
Долгосрочные активы	381 293	463 379	511 759	542 763	559 021	548 486
Основные средства	282 226	364 312	412 692	443 696	459 954	449 419
Долгосрочные кредиты выданные	97 828	97 828	97 828	97 828	97 828	97 828
Прочие долгосрочные активы	1 239	1 239	1 239	1 239	1 239	1 239
Итого активы	830 391	877 922	908 093	954 764	1 005 445	1 022 871
Текущие обязательства	390 087	380 550	356 842	369 963	391 736	367 236
Кредиторы	110 360	108 156	126 714	139 486	161 993	181 080
Предоплата	66 549	69 153	77 673	81 348	88 446	93 354
Краткосрочный долг	193 021	179 949	127 235	123 072	113 377	63 326
Налоги к уплате	14 216	17 349	19 279	20 115	21 979	23 535
Прочие краткосрочные обяза-ства	5 941	5 941	5 941	5 941	5 941	5 941
Долгосрочные обязательства	207 710	247 710	272 545	272 545	261 963	261 963
Долгосрочный долг	192 739	232 739	257 574	257 574	246 992	246 992
Прочие долгосрочные обяза-ства	2 358	2 358	2 358	2 358	2 358	2 358
Отложенные налоги	12 613	12 613	12 613	12 613	12 613	12 613
Доля меньшинства	7 345	7 345	7 345	7 345	7 345	7 345
Акционерный капитал	39 004	39 004	39 004	39 004	39 004	39 004
Нераспределенная прибыль	153 223	170 292	199 335	232 886	272 375	314 301
Резерв по переоценке	33 022	33 022	33 022	33 022	33 022	33 022
Итого капитал и обязательства	830 391	877 922	908 093	954 764	1 005 445	1 022 871

Источник: оценка МДМ-Банка

Отчет о движении денежных средств, тыс. долл. США

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Операционный денежный поток до изменения оборотного капитала	96.839	92.697	111.227	117.120	124.842	123.141
Изменения оборотного капитала	(173 347)	34 801	51 162	5 029	(2 123)	1 175
Денежный поток от операций	(76 508)	127 498	162 389	122 149	122 719	124 316
Налог уплаченный	(11 063)	(5 422)	(9 226)	(10 657)	(12 544)	(13 318)
Процентные уплаченные	(19 389)	(39 004)	(45 284)	(42 329)	(38 398)	(37 048)
Чистый денежный поток от операций	(106 960)	83 071	107 879	69 163	71 777	73 950
Капитальные затраты	(135 272)	(110 000)	(80 000)	(65 000)	(51 500)	(23 900)
Свободный денежный поток	(242 232)	26 929	27 879	4 163	20 277	50 050
Поступления от кредитов	244 862	40 000	130 000	0	0	0
Погашения кредитов	(2 630)	(13 071)	(157 879)	(4 163)	(20 227)	(50 050)
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	242 232	26 929	(27 879)	(4 163)	(20 277)	(50 050)
Изменение денежных средств за отчетный период	0	0	0	0	0	0
Денежные средства на начало периода	0	0	0	0	0	0
Денежные средства на конец периода	0	0	0	0	0	0

Источник: оценка МДМ-Банка

Базовый сценарий: основные финансовые показатели

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Валовая рентабельность	19,7%	18,3%	19,1%	19,2%	19,1%	18,3%
Рентабельность EBITDA	17,1%	15,8%	16,9%	17,0%	16,6%	15,5%
Операционная рентабельность	13,3%	11,0%	12,1%	12,0%	11,9%	11,2%
Чистая рентабельность	6,2%	2,9%	4,4%	4,9%	5,3%	5,3%
Чистый финансовый долг / EBITDA	4,0	4,5	3,5	3,3	2,9	2,5
EBITDA / процентные расходы	3,3	2,2	2,7	3,0	3,3	3,7
Чистый финансовый долг / капитал	1,7	1,7	1,4	1,3	1,1	0,8

Источник: оценка МДМ-Банка

Оптимистический сценарий

Основные допущения базового сценария:

- При оптимистическом сценарии мы полагаем, что цена на сахар в 2006г составит 655 долл. США за тонну, в 2007г. – 674 долл/тона. Далее цена стабилизируется на отметки 630 долл/тонн;
- Максимальная урожайность сахарной свеклы будет равняться 35 тонн/Га в 2010 – 2011гг.;
- Коэффициент извлечения сахара из сахарной свеклы будет отличаться от базового сценарии на 0,5% и составит 15,0%;
- Гарцевый сбор достигнет 42% к 2009г.

Основные финансовые показатели при оптимистическом сценарии

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Валовая рентабельность	21,2%	23,3%	23,4%	25,7%	26,8%	26,6%
Рентабельность EBITDA	18,8%	21,1%	21,3%	23,6%	24,5%	24,1%
Операционная рентабельность	15,1%	16,9%	16,8%	19,1%	20,2%	20,1%
Чистая рентабельность	7,7%	8,3%	8,9%	11,6%	13,1%	13,3%
Чистый финансовый долг / EBITDA	3,5	2,7	2,1	1,6	0,9	0,2
EBITDA / процентные расходы	3,8	3,5	4,2	6,1	8,1	9,2
Чистый финансовый долг / капитал	1,6	1,3	0,9	0,7	0,3	0,1

Источник: оценка МДМ-Банка

Пессимистический сценарий

Основным критерием определения пессимистического сценария был достижения минимального платежеспособного уровня обслуживания собственного долга на уровне не менее 1,5. При составлении пессимистического сценария были определены следующие допущения:

- Отпускные цены на сахар в 2007 и 2008гг. отличались от цен базового сценария на 5%;
- Продимекс будет неспособен увеличить зону свеклосеиния, к 2011г. компания будет располагать 60 тыс. Га в год;
- Максимальная урожайность сахарной свеклы будет равняться 31 тонн/Га;
- Коэффициент извлечения сахара из сахарной свеклы будет отличаться от базового сценария на 0,5% и составит 14,0%;
- Гарцевый сбор с 2005г. останется без изменений и составит 38%;
- Коэффициент потерь не изменится и составит 5%.

Основные финансовые показатели при пессимистическом сценарии

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Валовая рентабельность	16,9%	15,8%	16,1%	15,5%	15,2%	14,3%
Рентабельность EBITDA	14,1%	13,2%	13,6%	12,9%	12,3%	11,1%
Операционная рентабельность	10,0%	8,1%	8,3%	7,2%	6,8%	6,0%
Чистая рентабельность	3,4%	0,6%	1,1%	(0,4%)	(0,7%)	(1,2%)
Чистый финансовый долг / EBITDA	5,2	5,1	5,2	5,9	5,9	6,2
EBITDA / процентные расходы	2,5	1,8	2,0	1,7	1,6	1,5
Чистый финансовый долг / капитал	1,9	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3

Источник: оценка МДМ-Банка

Приложение 1: Менеджмент

Худокормов Игорь Вячеславович, Председатель Совета Директоров	1968 года рождения Закончил Ленинградское Высшее Военное Училище железнодорожных войск и военных сообщений им.М.В.Фрунзе Общий стаж работы с 1986 года. С 09.1992г. - в Группе "Продимекс"
Цандо Виталий Петрович, Руководитель Агронаправления	1968 года рождения Закончил Ленинградское Высшее Военное Училище железнодорожных войск и военных сообщений им.М.В.Фрунзе Общий стаж работы с 1991г. С 1993г. - в Группе Продимекс
Пчелкин Владимир Иванович, Генеральный Директор	1968 года рождения Закончил Киевское Высшее инженерное радиотехническое училище ПВО в 1982г. Общий стаж работы с 1982г. В Группе "Продимекс" с 1993г.
Алексахин Виктор Владиславович, Коммерческий Директор	1968 года рождения Закончил Ленинградское Высшее Военное Училище железнодорожных войск и военных сообщений им.М.В.Фрунзе Общий стаж работы с 1985г. С 1994г. - в Группе "Продимекс"
Тютюнников Станислав Эдуардович, Финансовый Директор	1968 года рождения Закончил МГИМО Общий стаж работы с 1994г. С 1998г. - в Группе "Продимекс"



Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172

Соуправляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг Michael.Kavanagh@mdmbank.com

Андрей Литвин Andrey.Litvin@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Питер Вестин Peter.Westin@mdmbank.com

Ирина Плевако Irina.Plevako@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер Nathan.Gardener@mdmbank.com

Томас Лавракас Thomas.Lavrakas@mdmbank.com

Екатерина Огурцова Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com

Андрей Гончаров Andrey.Goncharov@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Ким Искян

Kim.Iskyan@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин AndreyGromadin@mdmbank.com

Телекомы

Сергей Васин Sergey.Vasin@mdmbank.com

Потребительский сектор

Ким Искян Kim.Iskyan@mdmbank.com

Елена Афонина Elena.Afonina@mdmbank.com

Тигран Оганесян Tigran.Hovhannisyan@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.