

Долговой рынок: первичные размещения

Группа «Разгуляй» — сладкая жизнь!
Кредитный комментарий

ГАЗПРОМБАНК

- ▶ **Лидер российского АПК.** Группа «Разгуляй» - один из крупнейших агропромышленных вертикально интегрированных холдингов в РФ. По объему выручки, составившей в 2006 году 22 млрд. руб., Группа входит в первую сотню российских компаний.
- ▶ **Бизнес Группы «Разгуляй» широко диверсифицирован.** Группа «Разгуляй» включает в себя два субхолдинга, занимающихся сахарным и зерновым бизнесом. В обоих сегментах Группа имеет ведущие позиции на российском рынке, являясь лидером на рынке торговли зерном и рисом и входя в ведущую тройку компаний на рынке сахара. Группа контролирует 11,7% рынка российского сахара, 10% рынка зерна, 16% рынка крупы. Широкая продуктовая и географическая диверсификация, способствует снижению операционных рисков Группы и ее зависимости от сезонных факторов.
- ▶ **Реструктуризация бизнеса завершена.** В 2006 году Группа «Разгуляй» завершила этап агрессивной экспансии на рынке, сопровождающийся скупкой активов. Приобретенные перерабатывающие активы инкорпорированы в структуру Группы, отлажены бизнес-процессы.
- ▶ **Следующий шаг - переход к интенсивному росту.** Стратегия Группы на ближайшие годы основывается на концентрации деятельности в высокорентабельных сегментах (свекловичный сахар, рисовая крупа), интенсификации и модернизации производства, расширении собственной ресурсной базы для повышения рентабельности. Приоритет зернового бизнеса – рост экспорта, расширение присутствия на зарубежных рынках.
- ▶ **Открытость – визитная карточка Группы.** Группа «Разгуляй» - одна из наиболее финансово прозрачных компаний в российском АПК. Группа готовит аудированную отчетность по стандартам МСФО с 2000 года (аудитор – компания KPMG), задавая стандарты открытости в сельскохозяйственной отрасли. Это позволило Группе провести IPO в марте 2006 года, в ходе которого Группа и ее акционеры привлекли 144 млн. долл. инвестиций. Рыночная капитализация компании составила 509 млн. долл.
- ▶ **Положительная кредитная история** На сегодняшний день на рынке обращаются два облигационных займа Группы «Разгуляй» на общую сумму 4 млрд. руб. Дебютный облигационный выпуск Группы объемом 1 млрд. руб. и сроком обращения 3 года был размещен в 2003 г. и погашен в июне 2006. Кроме того, в 2004 году Группа разместила CLN объемом 50 млн. долл. и сроком обращения 1 год.
- ▶ **Несмотря на рост долговой нагрузки, она остается в рамках средней по отрасли.** В 2006 году соотношение долг/EBITDA выросло с 2,23 до 3,51 за счет активной инвестиционной политики Группы, однако показатель не превышает средние значения по отрасли.

Содержание:

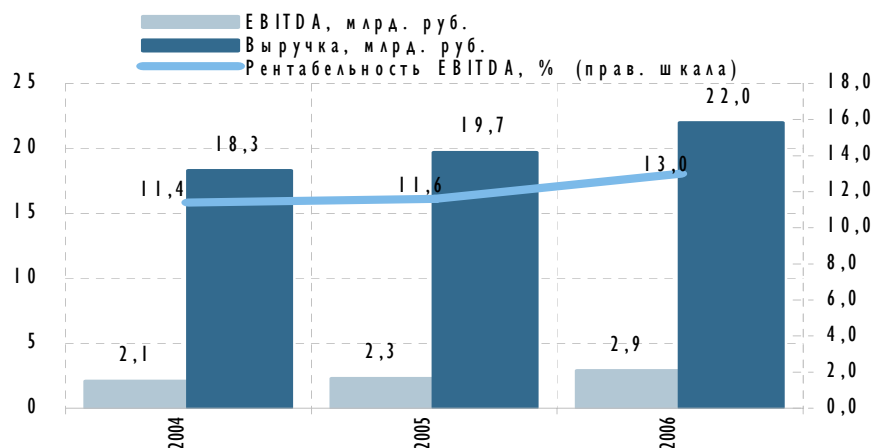
▶ История развития, Группа «Разгуляй» сегодня	2
▶ Бизнес-модель и юридическая структура	2
▶ Сахарный дивизион	4
▶ Зерновой дивизион	9
▶ Кредитный анализ	13

Основные финансовые показатели, МСФО

Млн.руб.	2004	2005	2006*
Выручка	18309	19779	22000
EBITDA	2130	2279	2900
Чистая прибыль	1292	1397	600
Финансовый долг	2457	5095	10200
Рентабельность EBITDA, %	11,4	11,6	13
Рентабельн. чистой прибыли, %	7,1	7,1	2,73
Долг/EBITDA	1,15	2,23	3,51

* Предварительные данные
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

Основные показатели деятельности



Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

SWOT анализ

Сильные стороны:

- ▶ Лидирующие позиции в отрасли
- ▶ Диверсификация бизнеса, вертикальная интеграция
- ▶ Ориентация на высокорентабельные сегменты – свекловичный сахар, рисовая крупа.
- ▶ Прозрачность бизнеса и позитивная кредитная история
- ▶ Собственная сырьевая база

Слабые стороны:

- ▶ Высокий износ производственных мощностей и необходимость их модернизации
- ▶ Рост долговой нагрузки и зависимость от внешнего финансирования

Возможности:

- ▶ Государственная поддержка отрасли – система пошлин в сахарном и рисовом сегменте,
- ▶ Увеличение эффективности за счет реализации инвестиционной программы
- ▶ Низкая насыщенность рынка свекловичного сахара, невысокая конкуренция, возможности для консолидации

Угрозы:

- ▶ Зависимость от сезонных факторов



История развития, Группа «Разгуляй» сегодня

Группа «Разгуляй» - один из крупнейших в РФ вертикально интегрированный агропромышленный холдинг, специализирующийся на производстве и переработке сельхозпродукции. Группа входит в первую сотню крупнейших компаний России, согласно рейтингу РБК-400. Группа включает в себя корпоративный центр и два дивизиона, занимающихся, соответственно, сахарным и зерновым бизнесом.

Свое начало ОАО «Группа «Разгуляй» берет в 1992 г., когда её акционеры занялись трейдингом продуктов питания и с/х продукции, активно расширяя сеть представительств в России и на Украине. В 1995 году Группа стала уделять внимание собственно сельскохозяйственному производству и инвестировать в производственные мощности и сельхозпроизводителей, однако торговые операции составляли основу деятельности Группы.

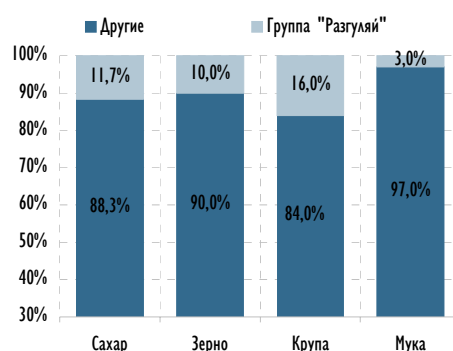
В 2002 году произошел серьезный пересмотр стратегии компании. Акцент развития сахарного дивизиона был перенесен с торговли белым сахаром на производство сахара из сахарной свеклы, покупку и модернизацию сахарных заводов. На зерновом направлении Группа сконцентрировала свои силы на расширении сети элеваторов и приобретении мукомольных и крупяных производств.

Пересмотр стратегии дал позитивные результаты, позволил увеличить рыночную долю Группы в основных бизнес-сегментах. Переориентация бизнеса с торговли на производство, привела к замедлению темпов роста выручки в 2004-2005 годах, однако позволила, при этом, увеличить рентабельность Группы, повысить устойчивость бизнеса к конкурентной среде и изменениям в законодательстве.

К настоящему времени Группа «Разгуляй» выросла в одну из крупнейших компаний российского АПК со значительными мощностями по производству сахара в 7 регионах, хранению и переработке зерна в 13 регионах страны. Всего - 39 производственных предприятий, управляющая компания, торговые и сервисные компании.

Группа последовательно стремится к лидерству в отрасли и, на сегодняшний момент, контролирует 11,7% рынка российского сахара, 10% рынка зерна, 16% рынка крупы и 3% рынка муки. Основа успеха Группы - эффективный менеджмент и государственная поддержка сельхозпроизводителей. Выручка Группы в 2006 году составила 22 млрд.руб

Группа «Разгуляй» на с/х рынке России



Основные акционеры/доля в УК

Игорь Потапенко*	71,7%
Выкуплено инвесторами на IPO	28,3%
в т.ч. DeutscheBank	7,6%
Итого:	100%

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

*через офшоры, по неофициальным данным

По нашим оценкам, уже в 2007-2008 годах выручка Группы увеличится до 1 млрд. долл., а рыночная доля составит 14-15% по сахарному направлению и до 27% в крупяном сегменте. Основными драйверами роста должны стать поэтапная модернизация мощностей холдинга и увеличение их загрузки, ориентация на высокорентабельные сегменты.

Группа «Разгуляй» готовит финансовую отчетность по международным стандартам и является одной из наиболее финансово прозрачных компаний в своей отрасли. Это помогло Группе успешно провести IPO в марте 2006 года. Всего было размещено 30 млн. акций по верхней границе ценового диапазона – 4,8 долл. за штуку, что соответствовало суммарному объему привлечения в 144 млн. долл. и капитализации в 509 млн. долл. Группа «Разгуляй» стала первой крупной агропромышленной компанией, акции которой торгуются на российских биржевых площадках. Объем акций Группы в свободном обращении после размещения составил 28,3%. Остальные акции принадлежат ряду офшоров Кипра и Лихтенштейна, по неофициальным данным, основной бенефициар этих компаний - Президент холдинга Игорь Потапенко. На 2 марта 2007 года капитализация компании составила 445 млн. долл.

Бизнес-модель и юридическая структура

На сегодняшний момент Группа «Разгуляй» ведет деятельность в Северо-Западном и Центрально-Черноземном регионах России, Верхнем и Среднем Поволжье, на Северном Кавказе, Южном Урале и Западной Сибири, контролируя 39 производственных предприятий.

Бизнес модель Группы «Разгуляй» заключается в диверсификации деятельности и развитии вертикально-интегрированных отраслевых субхолдингов под управлением единого корпоративного центра. При этом, отраслевые субхолдинги, в свою очередь, также включают в себя управляющие компании, производственные предприятия и торгово-сервисные подразделения.



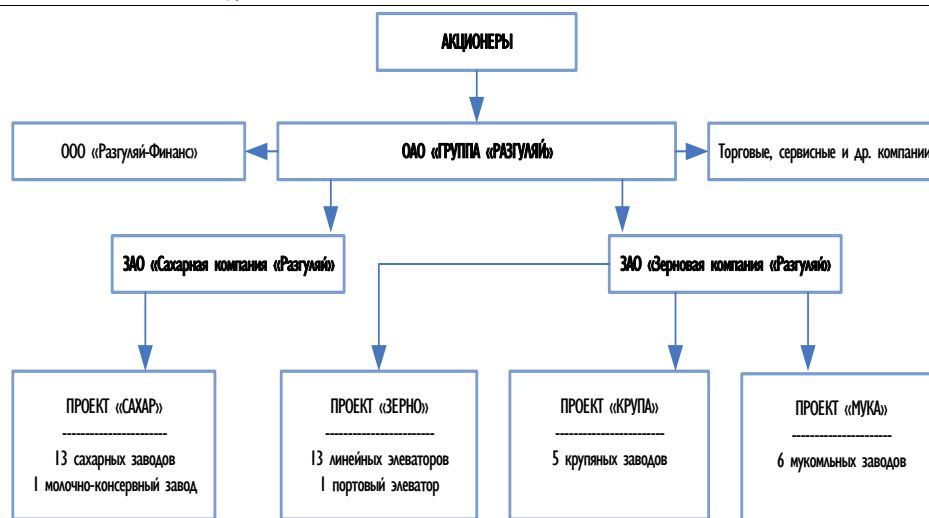
Таким образом, Группа структурно разделена на 3 части:

ОАО «Группа «Разгуляй». Это управляющая компания всего холдинга, она осуществляет разработку стратегии и общее руководство деятельностью Группы. В нее также входит ряд сервисных компаний, необходимых для функционирования Группы «Разгуляй» - компании по управлению новыми проектами, финансово-экономические, юридические подразделения, подразделение безопасности, информационных технологий, управление персоналом и центр общественных связей. К ним относятся и **ООО «Разгуляй-Финанс»** - эмитент облигационных выпусков Группы. Управляющая компания является владельцем отраслевых субхолдингов Группы.

ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» (ЗАО «СКР») – управляющая компания сахарного дивизиона и владелец его активов. Сфера деятельности этого субхолдинга - закупка и переработка сахара-сырца, сахарной свеклы, реализация и перепродажа белого сахара, а также производство и реализация сгущенного молока, казеина и других продуктов переработки. Ядро субхолдинга - 13 сахарных заводов, расположенных в Краснодарском крае, Белгородской, Курской, Орловской областях, в Башкортостане и Татарстане, в Карачаево-Черкесской Республике, а также молочно-консервный завод. Их суммарная производственная мощность (возможный объем переработки) - 4,3 млн. тонн сахарной свеклы и 1,5 млн. тонн сахара-сырца в год. Доля Группы на рынке сахара РФ составила в 2006 году 11,7%, доля в общем объеме переработки – 12,5%

ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» (ЗАО «ЗКР») – управляющая компания зернового дивизиона и владелец его активов. Зерновой дивизион осуществляет внутренние и экспортно-импортные торговые операции с зерном и продуктами его переработки. Деятельность зернового дивизиона можно разделить на следующие основные направления: торговля зерном, производство круп, производство муки и комбикормов. Производственная база зернового субхолдинга – это 25 хлебоприемных и зерноперерабатывающих предприятий (13 линейных и 1 портовый элеватор, 6 мукомольных заводов, 5 предприятия по производству круп), расположенных в 11 регионах РФ. Зерновой дивизион Группы входит в число трех крупнейших операторов российского рынка зерна. Доля Группы на внутрироссийском рынке торговли зерном составила в 2006 году около 10%, в экспортных поставках - 5%. В крупяном сегменте Группа концентрируется на производстве риса, ее доля в производстве - около 70% от общего объема по РФ. На рынке муки Группа занимает около 3%.

Основные бизнес-единицы Группы



Источник: данные Компании

В 2006 году Группа «Разгуляй» завершила этап агрессивного экстенсивного роста. В 2004-2005 годах расширение бизнеса велось за счет скупки и консолидации перерабатывающих активов - были приобретены контрольные пакеты акций 7 сахарных заводов, 4 перерабатывающих зерновых предприятий, 2 зерновых элеваторов, за счет покупки блокпакетов акций установлен управленческий контроль над еще двумя зерновыми предприятиями. В 2006 году был приобретен Славянский комбинат хлебопродуктов - крупнейший, не имеющий аналогов в РФ завод по переработке риса. За счет новых приобретений Группа «Разгуляй» вышла в группу лидеров российского АПК, заняв значительные доли рынка по основным сегментам деятельности.

Весь 2006 год шла работа по структурированию новых активов, их полноценному включению в бизнес-процессы Группы, оптимизации корпоративной структуры. На ряде предприятий проводилась поддерживающая модернизация мощностей.

В настоящий момент Группа находится на этапе смены бизнес-стратегии – перехода от экстенсивного завоевания рынка за счет скупки активов к интенсификации роста. Менеджмент Группы планирует в ближайшие три года модернизировать приобретенные активы, одновременно с постепенным увеличением загрузки элеваторов до 150%, мукомольных предприятий с 50% до 80-90%, крупяных предприятий до 100%.



Вместе с расширением собственного и арендованного земельного фонда, увеличением доли собственного сырья в производстве это позволит Группе поднять свою долю в высокорентабельном и динамичном сегменте производства сахара из свеклы, существенно укрепить свои позиции на рынке хранения зерна. Несомненно, Группа сохранит «желтую майку лидера» на рынке риса, на котором Группа «Разгуляй» является единственным крупным игроком за счет потенциала перерабатывающих мощностей. Помимо этого, Группа «Разгуляй» собирается уделять самое серьезное внимание повышению квалификации персонала на всех стадиях производственной цепочки за счет программ обучения и мотивации.

Сахарный дивизион

Обзор отрасли.

Общие тенденции рынка сахара

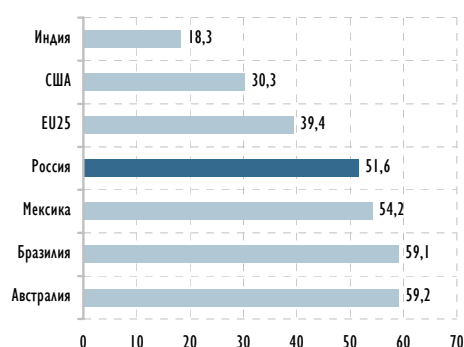
Сахар является сырьевым, стратегическим товаром и спрос на него слабо эластичен по цене. В последнее десятилетие мировое потребление сахара растет в среднем по 2% в год, а за последние 45 лет оно увеличилось более чем втрое. В дальнейшем также ожидается увеличение потребления (по прогнозам Департамента сельского хозяйства США), но более медленными темпами – 1.2% в год, при этом в развивающихся странах динамика должна быть выше, чем в развитых.

Основным сырьем для производства сахара является сахарный тростник, из которого получают сахар-сырец (это «полуфабрикат», основной объект торговых операций по сахарному сырью). В странах, где сахарный тростник не произрастает сахар получают из сахарной свеклы. Доля выхода конечного продукта – белого сахара из тростникового сахара очень высока – более 95%, а из сахарной свеклы намного меньше – около 13-16%.

Важным фактором, влияющим на потребление сахара-сырца, и, соответственно, на его цену на мировых рынках, является увеличение потребления гибридного топлива для автомобилей в сочетании с колебаниями мировых цен на нефть. Сахар-сырец используется для производства этанола, который является одним из наиболее распространенных видов альтернативного топлива. Тон в этом процессе задает Бразилия, в которой около 76% новых легковых автомобилей имеют гибридный двигатель.

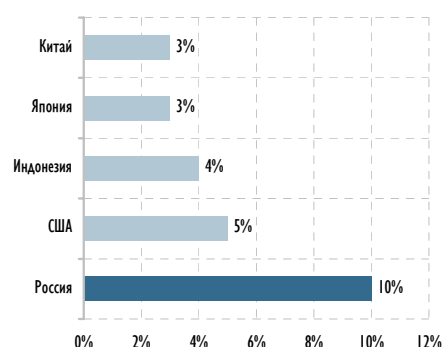
В условиях расширения использования гибридных силовых установок и дорожающей нефти можно ожидать формирование долгосрочной тенденции на удорожание сахара-сырца на мировых рынках.

Потребление сахара на душу населения-2005,кг./год



Источник: IKAR

Крупнейшие импортеры сахара в мире, % от рынка



Источник: IKAR

Российский рынок сахара

Российский рынок сахара – один из крупнейших в мире. При этом, РФ является крупнейшим импортером тростникового сахара, на ее долю приходится примерно 10% всего мирового импорта.

По уровню подушевого потребления Россию обгоняют, из крупных стран, только Мексика, Бразилия и Австралия. В 2005 году объем потребления на душу населения составил в РФ 51,6 кг – это больше чем показатель по Евросоюзу, США или Индии. Абсолютный объем потребления достаточно стабилен – в среднем, чуть менее 6 млн. тонн в год (5,7 млн. тонн в 2006 году). По разным оценкам он будет расти и в перспективе 5-6 лет увеличится на 5-8%.

Сахар-сырец закупается на мировых рынках. Основные страны производители – Бразилия, Индия, Китай, США – их доля составляет около 50% всего рынка. Одна из особенностей мирового рынка сахара – основные производители являются также и основными потребителями. Свекловичный сахар закупается Группой на внутреннем рынке или выращивается в собственных хозяйствах.

Российский рынок сахара сегодня характеризуется ростом производства свекловичного сахара и уменьшением объемов импорта сахара-сырца и белого сахара. Тенденция к росту объемов посевных площадей сахарной свеклы появилась в конце 2003 году, после изменения правил импорта сахара-сырца и белого сахара в Россию. Ранее существовавшая система квотирования была заменена системой импортных пошлин, зависящих от мировых цен на сахар. Импортные пошлины на сахар составили от USD 140 до USD 270 за тонну, в зависимости от цены на NYBOT



(Нью-Йоркская Товарная Биржа), чем ниже цена – тем выше пошлина и наоборот.

Пошлины на сахар-сырец стали эффективной мерой протекционистской политики и позволили успешно развиваться внутреннему производству.

С момента изменения законодательства привлекательность развития свекловодческих хозяйств резко возросла, а рентабельность импорта белого сахара упала. Если до отмены квот свекловичный сахар составлял только около 25-30% рынка, то после нововведений ситуация кардинально изменилась: доля свекловичного сахара увеличилась до 42,3% в 2005 году и до 56,4% в 2006 году, за счет снижения доли сырьевого сахара. По нашим оценкам, в 2007 году доля свекловичного сахара может увеличиться до 60-62%.

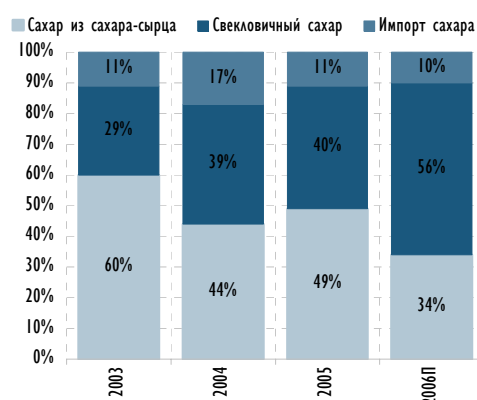
В абсолютном выражении объем производства свекловичного сахара вырос с 2003 года с 1,9 млн. тонн до 3,3 млн. тонн в 2006 году. Однако необходимо отметить, что увеличение производства свекловичного сахара может столкнуться, в перспективе 3-5 лет, с нехваткой перерабатывающих мощностей.

На сегодняшний момент в РФ существует 93 сахарных завода, из них 82 могут перерабатывать не только сахарную свеклу, но и сахар-сырец. Их общая мощность – порядка 3,6 млн. тонн свекловичного сахара и 9,4 млн. тонн сахара из сахара-сырца в год. При этом, часть производств оснащена устаревшим оборудованием и не соответствует международным отраслевым стандартам. Поэтому модернизация перерабатывающих мощностей – один из приоритетов развития внутреннего сахарного производства в нашей стране.

Нужно отметить, что переоборудование сахарных заводов – очень капиталоемкий процесс. При этом, учитывая крайне высокий износ ряда заводов в РФ, модернизацию нередко приходится заменять постройкой завода «с нуля». Создание одного завода мощностью переработки в 5 тыс. тонн свеклы в день обходится в 150-170 млн. долл. Группа «Разгуляй» оценивает необходимые вложения в модернизацию в среднем в 10 млн. долл. на завод. Одной из возможностей для удешевления модернизации могла бы стать покупка заводов в Европе, где сахарная отрасль находится в упадке.

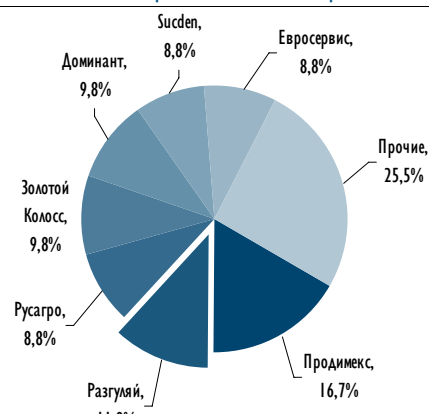
Исходя из этого, мы считаем, что государство еще продолжительное время будет проводить протекционистскую политику в отношении рынка сахара, давая отечественным компаниям возможность провести инвестиционные программы по переоборудованию производственных мощностей.

Структура российского рынка сахара в динамике



2006 год - оценка
Источник: IKAR, расчеты Газпромбанка.

Свекловичный сахар в РФ. Основные игроки - 2006



Источник: данные Компании

В целом, можно признать, что в России имеется значительный потенциал роста внутреннего производства сахара из сахарной свеклы за счет интенсификации растениеводства и селекционной работы по повышению урожайности сахарной свеклы. В сочетании с своевременной модернизацией перерабатывающего комплекса это позволит наращивать объемы производства свекловичного сахара.

Рынок свекловичного сахара в России поделен между 7 основными игроками с долями рынка от 8 до 17 процентов. Объем рынка растет – в 2005 году он составил около 2,5 млн. тонн, предварительные итоги 2006 года – около 3,3 млн. тонн, при этом, доля свекловичного сахара постоянно увеличивается. В денежном выражении рынок составил более 4,2 млрд. долл. в 2006 году.

Рынок сложился еще в середине 90-х годов и сохранялся без существенных изменений до 2001 г. В отличие от сырьевых сфер экономики, бурные 90-е прошли в отрасли достаточно спокойно. С 2000-х годов в сахарной отрасли начала снижаться маржа и вследствие этого активно стала прослеживаться тенденция к консолидации отрасли, а также к переориентации на производство свекловичного сахара.

Большинство игроков на сахарном рынке контролируются российскими акционерами, однако в последнее время наблюдаются тенденции к поиску стратегических инвесторов и продажи бизнесов иностранцам. Иностранцы работают на российском рынке в основном как поставщики тростникового сахара-сырца и белого сахара и в основном представлены транснациональным трейдером Cargill (США) и французским трейдером Sucden.



Белый сахар, произведенный из импортного сахара-сырца занимает чуть менее 45% общего объема рынка. Его цена, в основном, определяется ценой сахара-сырца, цена которого на перерабатывающих заводах складывается из следующих компонентов:

- ▶ Цена сахара-сырца на мировых рынках (формирует около 50% себестоимости). Основой для расчета цены – 3-х месячный контракт на NYBOT.
- ▶ Премия по CIF, которая включает стоимость фрахта (перевозки) и страховки. Обычно эта премия формирует не более 12% себестоимости
- ▶ Таможенная пошлина. Она может варьироваться, в зависимости от цены на NYBOT, от USD 140 до USD 270 за тонну сахара-сырца. В настоящий момент она составляет USD 140. Вклад таможенной пошлины в конечную цену импорта, в связи с ростом цен на сырец, существенно снизился – с 43% в 2004 году до 16% в ноябре 2006 года.
- ▶ НДС, составляющая 10% от цены импортируемого сырца (мировая цена + премия CIF + таможенная пошлина).
- ▶ Другие затраты – транспортные расходы внутри страны, портовые разгрузочные затраты, затраты на переработку. Эти расходы формируют около примерно 11% себестоимости.

Плавающая ставка импортной пошлины позволяет поддерживать стабильно высокую цену на сахар-сырец для российских производителей в условиях волатильности мировых цен – в случае резкого их снижения пошлина возрастет и будет формировать около 30-45% себестоимости (и наоборот). Таким образом, система импортных пошлин на сахар-сырец гарантирует долгосрочное сохранение стимулов для развития внутреннего производства сахарного сырья (сахарной свеклы), обеспечивая ему большую рентабельность, по сравнению с переработкой импортного сахара-сырца – т.к. благодаря пошлинам себестоимость тонны сахара из сахара-сырца составляет около USD 600, вне зависимости от цен на мировых рынках, а свекловичного сахара составляет примерно USD 380-460.

При этом вступление России в ВТО не затронет интересы российских сахарных компаний по меньшей мере в течении 9 лет с момента подписания соглашения. В последствии снижение пошлин может быть инициировано странами-участницами ВТО, однако, на сегодняшний день этот вопрос не стоит на повестке обсуждения.

Единственным негативным фактором является возможное снижение максимальной пошлины в результате вхождения в ВТО с USD 270 до USD 250 за тонну, что не при сегодняшних ценах на сахар не представляет какой либо угрозы для российских сахарников. Таким образом, текущая система импортных пошлин гарантирует высокую привлекательность развития внутреннего производства свекловичного сахара и стабильный рост доходов производителей свекловичного сахара и Группы в частности, по крайней мере, в ближайшие 9 лет.

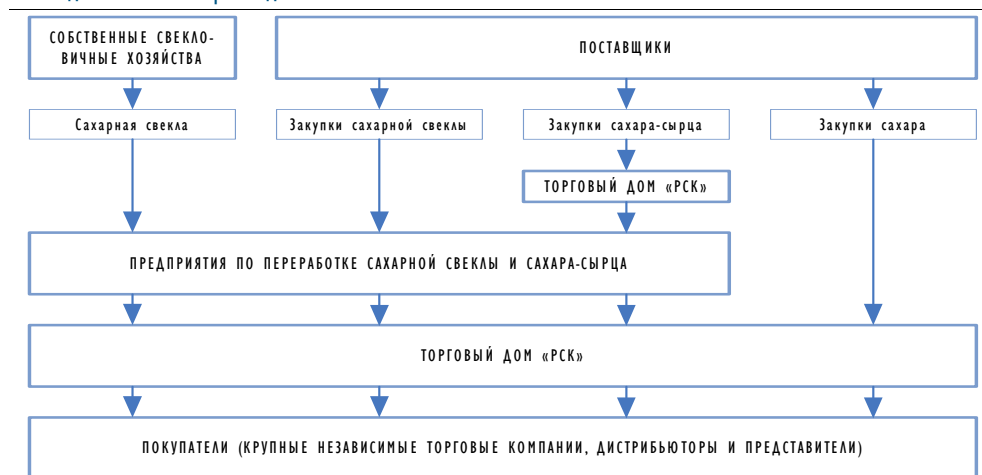
Операционная деятельность сахарного дивизиона

Деятельность сахарного дивизиона Группы «Разгуляй» охватывает все стадии сахарного производства – выращивание сахарной свеклы, переработка собственного и покупного сырья (сахарной свеклы и сахара-сырца), реализация конечного продукта – белого сахара.

Выручка сахарного субхолдинга в 2006 году составила 393 млн. дол., увеличившись на 20% по сравнению с 2005 годом. EBITDA увеличилась на 93% до 51 млн. дол. За счет столь значительного роста сахарный субхолдинг практически достиг паритета с зерновым дивизионом по выручке и EBITDA. Рентабельность EBITDA по дивизиону выросла с 8% до 12,9%. Впечатляющий рост основных финансовых показателей обусловлен, в первую очередь, концентрацией на производстве сахара из сахарной свеклы – быстрорастущем, высокомаржинальном сегменте российского сахарного рынка.

Сахарный дивизион будет и в дальнейшем развиваться как вертикально интегрированный холдинг, охватывающий полный цикл производства. Однако ориентация на первоочередное развитие переработки свекловичного сырья, и создания мощной собственной свекловичной сырьевой базы – это основной постулат бизнес-стратегии сахарного направления Группы «Разгуляй».

Схема деятельности сахарного дивизиона



Источник: данные Компании



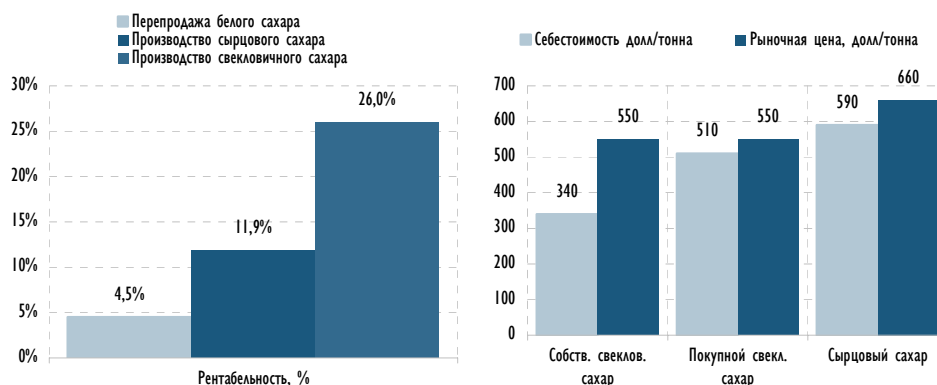
Производство сахара из сахарной свеклы на сегодняшний день является наиболее рентабельным видом деятельности для производителей сахара. В 2006 году в сахарном дивизионе Группы рентабельность EBITDA по свекловичному направлению составила 26%, тогда как по сырьевому сахару – 11,9%, а по трейдинговым операциям с сахаром – 4,5%. Высокая маржа связана, в первую очередь, с ростом цен на сахар-сырец на зарубежных рынках, и стимулирующей системой импортных таможенных тарифов.

При этом, использование собственной свекловичной базы дает наибольшую маржу (до 38%), по сравнению с покупным или давальческим сырьем. В 2006 году себестоимость тонны сахара произведенного из собственного свекловичного сырья составила около 340 долл., из покупного сырья – 510 долл., а из сахара-сырца – 590 долл. Средняя цена одной тонны свекловичного сахара на рынке достигала 550 долл. Поэтому Группа «Разгуляй» не только определила свекловичное направление как приоритет развития сахарного сегмента бизнеса, но и ориентируется на расширение доли собственного сырья в этом сегменте. Высокая доля собственного сырья также снижает зависимость Группы от крестьянских хозяйств и рисков изменения цен на сахарную свеклу.

Если в 2005 году из 2 млн. тонн свеклы, переработанной на предприятиях Группы собственная свекла составила 200 тыс. тонн, то в 2006 году при объеме переработки 3,1 млн. тонн эта цифра увеличилась до 760 тыс. тонн. Таким образом, в 2006 году доля собственного сырья в свекловичном направлении составила 25%. Доля свекловичного направления в выручке сахарного дивизиона составила 34% в 2006 году (19% в 2004 году). Предполагается увеличить долю собственного свекловичного сырья в ближайшие 2-3 года до 50%.

Рентабельность по направлениям деятельности-2006

Себестоимость и рыночная цена по сегментам-2006



Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

Для увеличения объемов выращивания собственной свеклы Группа планирует увеличить количество сельскохозяйственных земель в обороте. По состоянию на 2006 год Группа использует около 170 тыс. гектар земли. Из них около 45 тыс. га приходится на зерновое направление, около 120 тыс. га – на сахарное направление. В течении пяти лет земельный фонд Группы предполагается расширить до 400 тыс., в основном – за счет сахарного направления, посевные площади по зерну практически не будут увеличиваться. Также отметим что, значительную часть этих земель – около 120 тыс. га планируется оформить в собственность Группы (сейчас Группе принадлежит около 10 тыс. га, остальное – арендованные земли). Средний срок аренды составляет около 10 лет.

Большая часть земельного фонда Группы сосредоточена в Краснодарском, Ставропольском краях; Орловской, Курской, Белгородской областях; республиках Татарстан и Башкортостан. Группа оптимально использует имеющийся земельный фонд – посевы свеклы ведутся в более северных районах (т.к. в данных климатических условиях содержания сахара в выращиваемой свекле больше, по сравнению с южными областями- Краснодаром, Ставрополем и т.д.).

Выращивание собственной свеклы

Выращивание сахарной свеклы зависит от климатических факторов: температуры воздуха, влажности, стабильности погоды и сроков наступления заморозков. Производственный цикл занимает более полугодия, с конца апреля до конца ноября. После того, как снег сходит с полей у сахарных компаний есть всего 2 недели, чтобы успеть засеять пахотные земли сахарной свеклой.

Обычно в свекловодческом деле практикуется четырехпольное земледелие, в связи с чем ежегодно сахарной свеклой засеивается только 1/4 земель, остальные либо «стоят под паром», либо засеиваются другими культурами – пшеницей, рапсом, ячменем и пр.

По окончании сева, с конца мая по сентябрь происходит созревание культуры и начинается её уборка, которая продолжается в зависимости от региона и погодных условий до конца ноября (в редких случаях до конца декабря). За рубежом производители сахара не торопятся убрать свеклу с полей, так как она лучше всего сохраняется в земле, а риск неожиданных заморозков у них не велик. Однако именно в уборке урожая и заключаются основные трудности для российских производителей: в отличие от европейских стран большинство территорий России, где выращивается сахарная свекла, находится в зоне рискованного земледелия.

Убрать свеклу с поля раньше времени означает получить в итоге меньше свекловичного сахара. Сохранить свеклу в земле на длительный срок мешают возможность ранних неожиданных заморозков, что приведет к потере всего урожая. Собранный урожай может храниться без



ущерба для качества свеклы лишь ограниченное время, и должен быть переработан в кратчайшие сроки. В настоящее время средний срок переработки по отрасли занимает около 3х месяцев.

Основным критерием технологической оценки сахарной свеклы является ее сахаристость, которая в разных регионах России колеблется от 14% до 18% к массе корнеплода.

Каждый дополнительный день хранения сахарной свеклы ведет к потере свекломассы на 0,1%, поэтому Группа «Разгуляй» стремится максимально снизить сроки хранения сахарной свеклы и перейти к системе «работы с колес», что станет возможным после завершения программы модернизации заводов и увеличения объемов и скорости переработки свеклы.

Закупка стороннего сырья

Группа «Разгуляй» проводит закупки сахарной свеклы и сахара-сырца,

Сахарная свекла закупается на внутреннем рынке у местных сельхозпроизводителей - в тех регионах, где Группа имеет перерабатывающие мощности. Это связано, в том числе, с тем, что свекла имеет ограниченную транспортную дальность из-за особенностей хранения и перевозки, поэтому обычно зоны выращивания сахарной свеклы и перерабатывающие мощности увязаны друг с другом. Также Группа использует давальческие схемы по сахарной свекле. Переориентация Группы на использование собственного сырья заметно снизило общую долю покупной и дачной свеклы, хотя она остается относительно высокой – 75% в 2006 году.

Сахар-сырец закупается Группой на внешнем рынке. Основным поставщиком сахара-сырца являются компания Cargill (около 70% всех поставок в 2006 году), и Sucden (20%). Поставки сахара-сырца слабо диверсифицированы, рынок практически полностью контролируется крупными международными трейдерами. Поставки сахара-сырца обычно осуществляются по предоплате, стандартный срок поставки – около месяца. Цена фиксируется в долларах США через покупку лота на NYBOT.

Рентабельность по сахару-сырцу значительно ниже чем по сахарной свекле – 11,6% по итогам 2006 года. В дальнейшем она прогнозируется на уровне 8%-10%. В 2004 году выручка по данному направлению составила 11,2% всей выручки сахарного дивизиона, в 2006 - 14%. Концентрируясь на наиболее рентабельных направлениях сахарного бизнеса Группа «Разгуляй» не собирается увеличивать роль сахара-сырца в своем производстве – по нашим прогнозам это направление будет генерировать 8-10% выручки сахарного направления. Больше снижение доли данного сегмента не стоит ожидать, т.к. переработка сахара-сырца позволяет загрузить мощности Группы в межсезонье – когда переработка сахарной свеклы не ведется. К тому же на сырьевой сахар есть устойчивый спрос со стороны целого ряда иностранных корпораций, оперирующих на российском рынке. Это компании Coca-Cola, Pepsi Co и другие. В целом на этих потребителей приходится примерно 10% рынка.

Переработка

Группа «Разгуляй» имеет достаточное количество перерабатывающих мощностей для сахарного сырья. В систему переработки включены 13 заводов, расположенные в Краснодарском крае, Белгородской, Курской, Орловской областях, в Башкортостане и Татарстане, в Карачаево-Черкесской Республике.

В настоящий момент Группа владеет мощностями позволяющими перерабатывать около 4.2 млн. тонн сахарной свеклы в год. В ближайшие 2-3 года за счет реконструкции и интенсификации производства мощности предполагается увеличить до 5 млн. тонн (что составит около 20% всего рынка свекловичного сахара в РФ), и довести их загрузку до 90-95%.

Цикл переработки сахарной свеклы и сахара сырца длится с сентября по апрель. В сентябре-январе – заводы перерабатывают сахарную свеклу, в феврале-апреле – сахар-сырец. С мая по август – ведется ремонт заводского оборудования и модернизация заводов.

Схема производства сахара из сахарной свеклы выглядит следующим образом:

- ▶ Доставка свеклы на завод
- ▶ Мойка свеклы
- ▶ Резка свеклы
- ▶ Извлечение сахара из свеклы путем ошпаривания
- ▶ Очистка полученного сока
- ▶ Сгущение сока выпариванием
- ▶ Кристаллизация
- ▶ Высушивание сахара
- ▶ Расфасовка сахара

Группа активно вкладывает средства в модернизацию производства и техническую базу. В 2005 году в перерабатывающие заводы и сельскохозяйственную технику было инвестировано более 4,5 млрд. руб.

Реализация

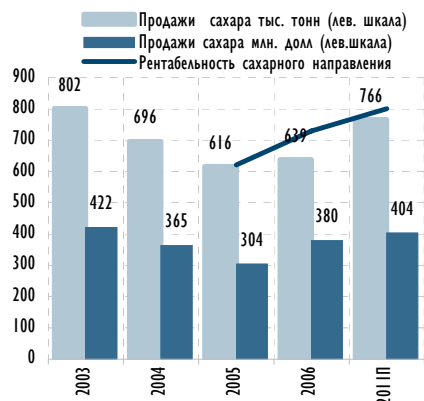
Основную часть продукции Группа «Разгуляй» реализует через развитую сеть дистрибьютеров и представителей, а также через крупные независимые торговые компании. За счет высокой диверсификации географии продаж Группа может гибко реагировать на изменения спроса, перенаправлять товарные потоки для достижения наибольшей маржи, избегать затоваривания. Широкое присутствие Группы в регионах оптимизирует сбытовую цепочку, позволяет сокращать количество посредников.

В структуре продаж Группы четко прослеживается ориентация на свекловичный сахар, замещение им трейдинговых операций и сохранение доли сырьевых сахаров на определенном стабильном уровне. В 2004 году на трейдинг приходилось 69% выручки всего сахарного сегмента, в 2006 году



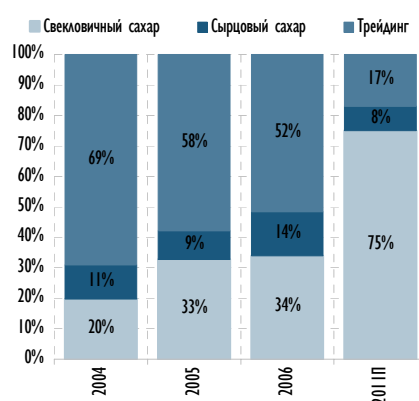
– 52%, план 2011 года – 17%. Доля сырьевого сахара относительно стабильна – 11%, 14%, 8% соответственно. В то время как доля свекловичного сахара выросла с 20% в 2004 году до 34% в 2006 и должна увеличиться до 75% к 2011 году.

Продажи белого сахара



2011 год - прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

Структура продаж белого сахара, % от выручки



2011 год - прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка.

Вместе с тем это обусловило падение общего объема продаж 2003-2005 годах – т.к. Группа снижала объемы трейдинговых операций и развивала собственное свекловичное производство. За счет ориентации на сегмент с большей маржой рентабельность сахарного направления растет, несмотря на снижение объемов продаж. Начиная с 2006-2007 года, когда деятельность свекловичного сегмента выходит на полную мощность мы ожидаем рост не только рентабельности, но и абсолютных показателей продаж.

Зерновой дивизион

Обзор отрасли.

Рынок зерна

Производство зерна в России, стагнирующее в начале 90-х годов, получило перерождение после кризиса 1998 года. С этого времени наблюдался стабильный рост производства зерна – всего объем производства увеличился на 64% к 2006 году. Основными факторами, повлиявшими на оживление отрасли стали:

- ▶ Общий рост экономики
- ▶ Развитие животноводства и увеличение потребления комбикормов
- ▶ Консолидация отрасли, рост инвестиций и развитие инфраструктуры
- ▶ Государственная поддержка отрасли, проведение интервенций на рынке зерна, кредитные программы для сельхозпроизводителей.

В итоге, Россия еще в 2000 году имевшая отрицательное экспортно-импортное сальдо по зерну сейчас является одним из пяти крупнейших мировых производителей и экспортеров зерновых. В 2005 году объем собранных зерновых составил 81 млн. тонн. В 2006 году валовый сбор зерна снизился до 77,5 млн. тонн – это обусловлено из-за низкого урожая озимых, часть которых вымерзла в суровую зиму 2006 года. В целом в ближайшие годы мы прогнозируем объем валового сбора на уровне не менее 80-85 млн. тонн.

Увеличение объемов выращиваемого зерна, при снижении потребления муки (из-за сокращения населения РФ) позволяет наращивать объемы экспорта. С 2001 года РФ имеет положительное сальдо экспортно-импортного баланса по зерну и объемы экспорта растут в 2003-2004 годах они составляли около 7 млн. тонн, в 2005 и 2006 годах – 13 и 11 млн. тонн соответственно. К 2010 году можно ожидать увеличение объемов экспорта до 20 млн. тонн в год. При этом объем внутреннего потребления останется примерно на одном уровне – около 70 млн. тонн.

Это повлияет и на структуру потребления зерна в РФ. Если в настоящий момент доля экспорта занимает около 13% от общего объема потребления зерновых, то к 2010 году его доля вырастет до 24-25%, прежде всего – за счет сокращения доли фуражного зерна с 45% до 40%, доли муки и круп с 25% до 18%.

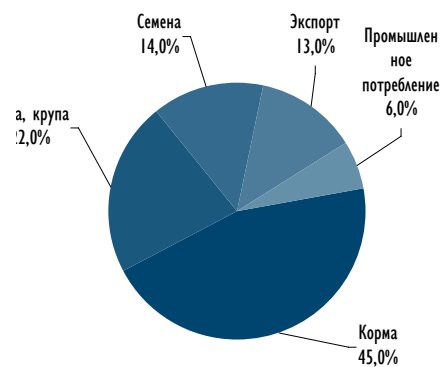
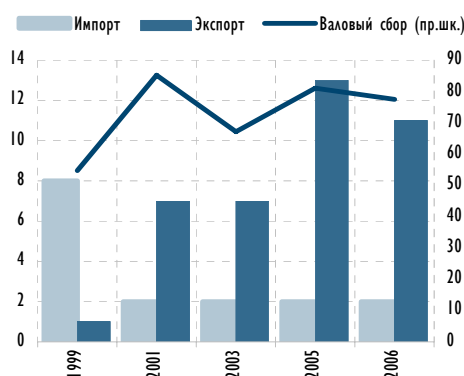
Значимый вклад в развитие отрасли внесла внятная государственная политика в этой области. С 2001 года государство начало использовать механизм интервенций на зерновом рынке, что помогает снизить сезонные колебания цен. Также федеральный и региональные бюджеты стали предоставлять субсидии на погашение процентной ставки по кредитам, которые получают сельхозпредприятия. Запущена федеральная лизинговая программа, позволяющая производителям заменять устаревшее сельскохозяйственное оборудование. Развитие агропромышленного комплекса стало одним из четырех национальных проектов – в 2006 году на эти цели было выделено более 70 млрд. руб.



Объем рынка межрегионального коммерческого оборота зерна в РФ оценивается в 2,5 млрд. долл. Рынок отличается невысокой степенью консолидации активов (Группа «Разгуляй» является лидером отрасли, контролируя 10% рынка), хотя в отрасли активно идут процессы слияния и поглощения. Если общая номинальная емкость мощностей по хранению зерна в РФ составляет около 90 млн. тонн (из них около 30 млн. тонн приходится на элеваторы при предприятиях зерноперерабатывающей промышленности), 10 крупнейших производителей зерна контролируют совокупные мощности в размере 10,5 млн. тонн. Основные конкуренты Группы «Разгуляй» на этом рынке – МЗК-Glencore, Настюша, ОГО, Юг Руси, Астон.

Производство и экспорт/импорт зерновых в РФ, млн.тонн

Структура потребления зерна в РФ-2006



Источник: ИКАР, данные Компании

Источник: ИКАР

В сегменте экспорта зерна концентрация значительно более высокая – доля 10 крупнейших компаний в объеме продаж составила в 2006 году 62%, при этом здесь сильны позиции подразделений международных корпораций – Glencore (14%), Cargill (5%) и др. Конкуренция в этом сегменте выше, и лидирующие позиции занимают компании, которые могут контролировать всю цепочку прохождения зерна – от линейного элеватора, до страны назначения. Крупнейшие российские операторы – ЮгТранзитСервис (10,1%), Астон (7%), Агромаркет (6%), Росинтерагросервис (6%), Группа «Разгуляй» (5%).

Рынок круп

Объем российского рынка круп составляет примерно 1.6 млн. тонн или около 720 млн. долл. в стоимостном выражении. В РФ существует сырьевая база для производства всех видов круп, основную часть производства формируют гречневая крупа (23%), рис (19%), геркулес (11%), пшено (11%). В целом отрасль слабо консолидирована, ни один из производителей кроме Группы «Разгуляй» не занимает больше 2% рынка. Перерабатывающие мощности избыточны и их загрузка не превышает 50%.

Наиболее интересной для развития бизнеса культурой является рис. Рис – наиболее урожайный злак из всех круп, на него приходится основная доля потребления (41%), при этом рис является товаром с низкой эластичностью цены. Из-за привлекательности данного сегмента концентрация в нем высока – на 3 крупнейших предприятия приходится около 80% производства. Российский рынок риса оценивается в 650 тыс. тонн (около 273 млн. долл. в ценах 2006 года).

Рисовый сегмент зависит от импорта, объем которого составляет в среднем около 400 тыс. тонн в год. Поэтому отрасль пользуется протекционистской поддержкой государства. В 2005 году была введена пошлина на импорт риса в размере 70 евро за тонну. После сбора рекордного урожая риса в РФ осенью 2006 года (685 тыс. тонн риса-сырца – на 20% выше чем в 2005 году) был введен временный запрет на импорт риса – для снижения ценовой конкуренции импорта с внутренними производителями. После стабилизации цен выше 16 тыс. руб. за тонну риса запрет был снят, но пошлина повышена до 120 евро за тонну (пошлина – сезонная она будет действовать с 12 марта до конца мая и с октября по декабрь).

Рынок муки

Объем российского рынка муки, по данным ИКАР, оценивается примерно в 11,5 млн. тонн., что эквивалентно 2,4 млрд. долл. Цены на муку сильно коррелируют с ценами на зерно. Общая тенденция рынка – постепенное сокращение потребления. В первую очередь – за счет сокращения населения РФ, а также – за счет роста доходов населения и трансформации продуктовой потребительской корзины (сокращение потребления хлеба). В то же время динамика по отдельным сегментам рынка крайне неравномерна (например, растет спрос со стороны макаронных фабрик, снижается потребление муки производителями хлебобулочных изделий).

Отрасль отличается низкой концентрацией – только крупных и средних производителей насчитывается более 500. При этом, производственные мощности явно избыточны – у большинства производителей они загружены менее чем на 50%. В таких условиях активно идут процессы консолидации производителей муки вокруг ведущих компаний – выстраиваются вертикальные холдинги, имеющие собственную сырьевую базу. С 2001 по 2006 год рыночная доля 10 крупнейших компаний выросла с 17% до 25%. Эффективность таких предприятий выше



чем в среднем по отрасли – степень загрузки колеблется в пределах 60-100%.

Операционная деятельность зернового дивизиона

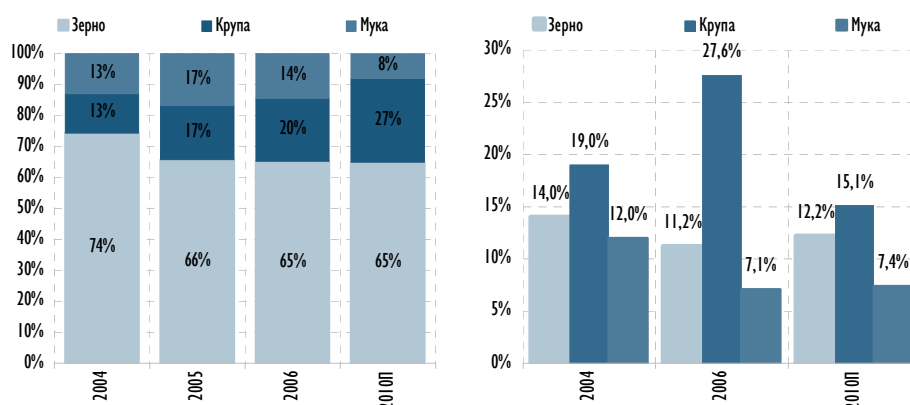
Зерновой дивизион Группы включает в себя 25 производственных предприятий. В целом, деятельность зернового дивизиона Группы «Разгуляй» можно разделить по следующим проектам:

- ▶ Торговля зерном. Включает в себя реализацию зерна на внутреннем рынке, его экспорт, а также услуги по хранению и перевалке давальческого зерна. Группа занимает 10% рынка. Суммарные производственные мощности – свыше 1.9 млн. тонн (с учетом поцностей по хранению крупы и муки).
- ▶ Крупа. В этом сегменте Группа сконцентрирована на производстве риса (70% от общей выручки). Обладая мощностями, дающими около 70% российской переработки риса Группа занимает 16% рынка крупы, являясь единственным крупным игроком.
- ▶ Мука. Является сопутствующим проектом, доля Группы на рынке около 3%.

Выручка зернового субхолдинга в 2006 году составила 447 млн. долл (прирост на 5% к 2005 году). EBITDA – 62 млн. долл (прирост на 3%). Рентабельность EBITDA снизилась с 14.2% до 13.9%. Основную долю выручки зернового дивизиона формирует торговля зерном. Несмотря на то, что доля сегмента в выручке снизилась с 74% в 2004 до 65% в 2006 году (прежде всего – за счет развития крупяного проекта) его доля останется, по нашим прогнозам, стабильной в ближайшие 3-4 года. Рентабельность EBITDA этого направления сохранится на уровне 11-12%.

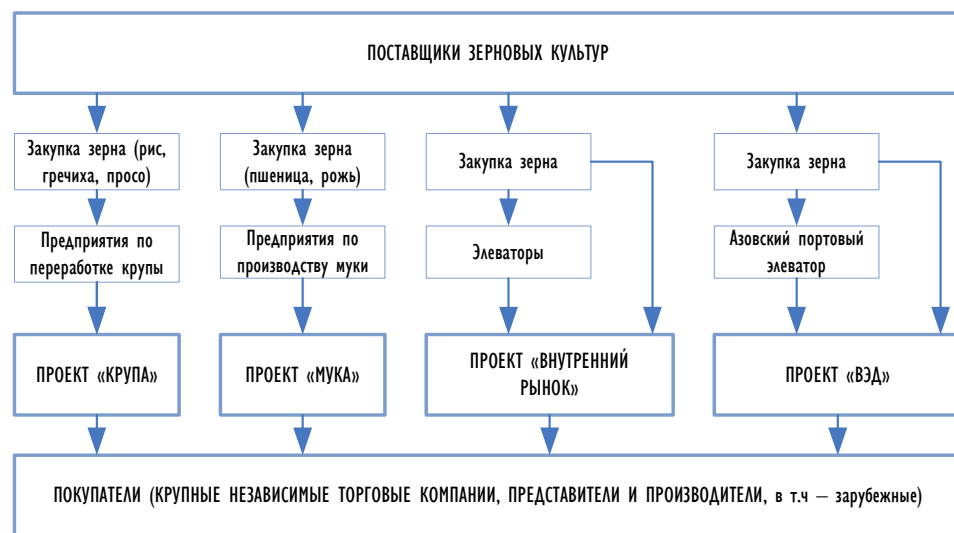
Выручка зернового дивизиона-2006, %

Рентабельность EBITDA по направлениям



* 2010 год – прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

* 2010 год – прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка



Источник: данные Компании

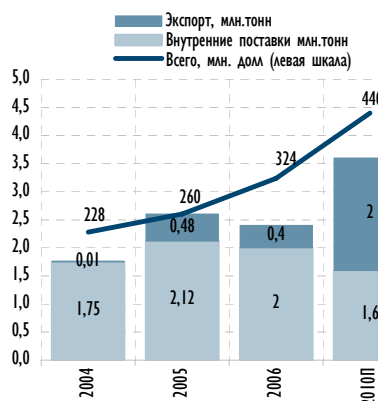
Проект «Торговля зерном»

Деятельность Группы «Разгуляй» в рамках проекта «Торговля зерном» включает в себя реализацию зерна на внутреннем рынке, его экспорт, а также услуги по хранению и перевалке давальческого зерна.

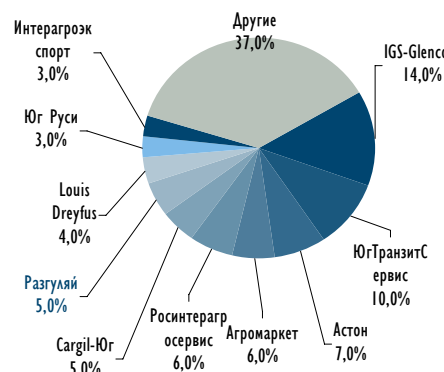
Производственная база зернового бизнеса - это 14 элеваторов, емкость которых для единовременного хранения зерна составляет 1.7 млн. тонн. В том числе – один из крупнейших и самый современный в РФ автоматизированный портовый элеватор Азовский с годовой мощностью перевалки 1.5 млн. тонн, что составляет около 10% общероссийских мощностей по экспорту зерна. Большая вместимость элеваторов позволяет Группе выступать активным игроком на рынке зерна, сохраняя значительные запасы до весны, когда цены на зерновую продукцию достигают пика.

Операционные показатели по торговле зерном

Экспортные поставки зерна — конкуренты Группы



* 2010 год – прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка



Источник: данные Компании, оценка Газпромбанка

Основными поставщиками Группы в данном сегменте являются региональные производители сельскохозяйственной продукции. Торгово-закупочную деятельность осуществляется круглый год. Основной объем закупок зерна приходится на период уборки урожая. Большая часть продукции перепродается на рынке, а оставшаяся перерабатывается на мукомольных и крупяных предприятиях Группы. Масштабы закупок зерна, проводимых Группой позволяют ей гибко работать с поставщиками – в том числе проводить авансовые закупки на основе долгосрочных контактов по выгодным ценам.

Общий объем поставок Группой зерна в 2006 году составил 2.4 млн. тонн (что несколько меньше, чем 2,5 млн. тонн в 2005 году), из них млн. тонн – на внутренний рынок, 0,4 млн. тонн – на экспорт. В денежном выражении выручка выросла с 260 до 324 млн. долл.

В дальнейшем Группа предполагает только наращивать объемы поставок зерна, но при этом ориентируется на зарубежный рынок – к 2010 году объем внутренних поставок сократится до 1,6 млн. тонн, а экспорт вырастет до 2 млн. тонн. Если Сейчас Группа контролирует около 5% рынка экспорта зерна, то в 2010 году ее доля будет составлять около 10%. Наращивать экспорт предполагается, в первую очередь, за счет увеличения загрузки Азовского портового элеватора. Загрузка элеваторных мощностей с 70-80% до 140-150% является одной из стратегических задач Группы в этом сегменте.



Еще одним прибыльным видом деятельности в этом сегменте является хранение стороннего зерна, что возможно благодаря, опять же, значительным мощностям собственных элеваторов Группы. Особенно выгодно содержание элеваторов в период обильного урожая, когда государство осуществляет активную закупочную деятельность для сохранения стабильных цен на рынке зерна. Государство практически не имеет собственных элеваторов, поэтому вынуждено пользоваться услугами зерновых и трейдинговых компаний имеющих избыточные мощности для хранения зерна.

Проект «Крупа»

Российский рынок крупы значительно сегментирован и Группа «Разгуляй» стала первой компанией, начавшей консолидацию активов на рынке. В настоящий момент в крупяном проекте Группы работает 5 предприятий совокупной мощностью по переработке 480 тыс. тонн сырья в год.

Стратегия крупяного направления связана с приоритетным развитием производства риса. Рисовый проект начался в 2004 году, с организации ООО «Кубаньрис». Совладельцами компании являются в равных долях Группа «Разгуляй» и Администрация Краснодарского края. Изначально ООО «Кубаньрис» контролировало 2 завода общей мощностью 210 тыс. тонн. В 2006 году Группа приобрела крупнейший в РФ комбинат хлебопродуктов - Славянский КХП, мощность которого составляет 150 тыс. тонн риса-сырца в год.

В 2006 году объем заготовки риса-сырца превысил 375 тыс. тонн, что составляет 107% от плана на 2006 год. В 2005 году объем заготовки риса на предприятиях Группы составил 133 тыс. тонн.

Рисоуборочный сезон Группа завершила в октябре, валовый сбор Группой риса-сырца собственного выращивания составил 90 тыс. тонн, что соответствует запланированным значениям.

Увеличение доли собственного сырья в рисовом сегменте это одна из насущных задач для Группы на сегодняшний момент. Использование собственного сырья отличается высокой рентабельностью, так как себестоимость одной тонны риса-сырца собственного выращивания составляет порядка 3900 - 4000 руб. за тонну, против 6200 руб. за тонну покупного риса-сырца.

Изначально Группа не имела собственного сырья для переработки. В 2006 году доля собственного риса составила 24,2%, по нашим прогнозам к 2010 году она увеличится до 40%.

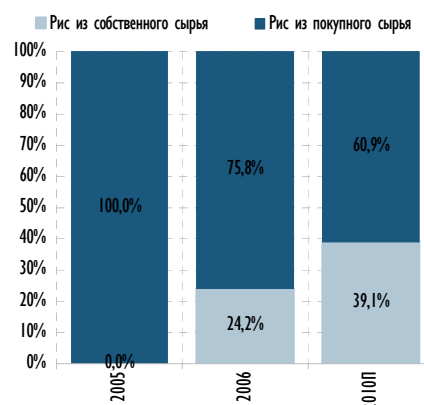
В целом рисовое направление является весьма перспективным. Краснодарский край — это основной российский рисопроизводящий регион, где выращивается около 90% российского риса. Проект пользуется поддержкой Администрации края. Помимо приобретения Славянского КХП группа предполагает увеличить мощность Полтавского КХП на 40 тыс. тонн.

Продажи крупяного сегмента



* 2010 год — прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

Структура продаж риса в динамике



* 2010 год — прогноз
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

Проект «Мука»

Проект «Мука» осуществляется на 6 мукомольных предприятиях мощностью более 580 тыс. тонн в год. На пяти из них преимущественно перерабатывается пшеница, на одном — рожь. В 2006 году Группой было произведено около 305 тыс. тонн муки, что соответствует примерно 3% российского рынка. Производственные предприятия проекта реализуют муку самостоятельно, в пределах того региона, где она была произведена.

Кредитный анализ

Что нужно учитывать при анализе сельскохозяйственных компаний?



При проведении кредитного анализа компаний, работающих в сфере АПК, необходимо учитывать особенности сельскохозяйственного бизнеса, а именно, сезонность и разнесенность по времени инвестиционных вложений и основного объема продаж. Первое полугодие для большинства сельхозкомпаний является временем активных материальных затрат – в подготовку и ведение посевных работ, предфинансирование урожая у сторонних хозяйств, а также капитальные расходы по модернизации заводов.

Второе полугодие – это время сбора, переработки и реализации урожая, основная часть выручки и прибыли генерируется именно в этот период. В принципе, есть ряд возможностей для сглаживания последствий подобной сезонности – например, компании реализуют часть произведенной сельхозпродукции весной - когда цены на нее максимальны. Однако подобные операции осуществляются только компаниями, имеющими значительные мощности по хранению продукции.

В целом, фактор сезонности, в любом случае, будет влиять на операционные показатели деятельности, а значит - и на отчетность компании. Поэтому анализ сельскохозяйственных компаний по полугодовой отчетности может приводить к серьезным ошибкам в оценке, необходимо ориентироваться на итоги года.

Помимо этого важно учитывать высокую роль государственной политики для сельскохозяйственной отрасли и влияние на рынок протекционистских и поддерживающих кампаний федеральной и региональных властей, а также политики субсидирования процентных ставок.

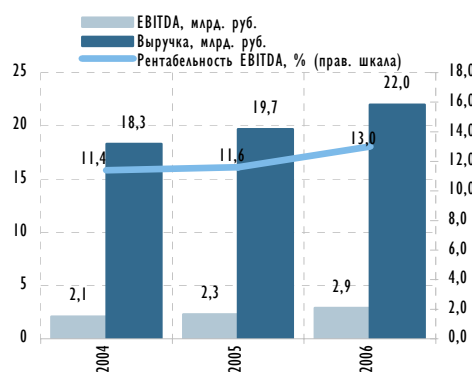
Влияние реструктуризации Группы «Разгуляй» на финансовые показатели компании

Наибольший интерес для анализа представляет оценка отчетности Группы «Разгуляй» за первое полугодие 2006 года. По итогам первого полугодия финансовые показатели Группы показали значительное ухудшение – выручка снизилась по сравнению с первым полугодием 2005 года (с 7,8 млрд. руб. до 7,1 млрд. руб.), Группа показала чистый убыток в 105 млн.руб., что было негативно оценено инвесторами. Однако это объясняется следующими факторами:

- ▶ Во втором полугодии 2005 году Группа «Разгуляй» приобрела 7 сахарных заводов, расходы по которым в 1 полугодии 2006 года уже учитывались в отчетности Группы (в 1 полугодии 2005 года этих расходов в отчетности Группы не было).
- ▶ В первом полугодии Группа получает лишь около трети годовой выручки из-за фактора сезонности продаж
- ▶ Из-за реструктуризации бизнеса в преддверии IPO до 50% выросла эффективная ставка налогообложения

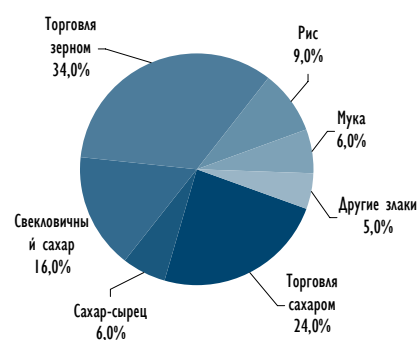
Однако предварительные итоги 2006 года, на которые сезонные факторы уже не оказывают подобные воздействия, показали, что совокупная выручка Группы выросла до 22 млрд. руб. (19,7 млрд. руб. в 2005 году). EBITDA также увеличилась – до 2,9 млрд. руб. (2,3 млрд. руб. в 2005 году). Рентабельность EBITDA в 2006 году составила 13,2%, что является высоким показателем для сельскохозяйственной отрасли (11,6% в 2005 году). При этом зерновое направление сформировало 57% выручки в 2006 году, сахарное направление – 43% (в 2005 году соотношение было 69% и 31% соответственно), что означает практическое достижение паритета между двумя направлениями бизнеса Группы.

Динамика основных финансовых показателей



Источник: данные Компании

Структура выручки по направлениям - 2006



Источник: данные Компании

Чистая прибыль снизилась, по сравнению с 2005 годом, до 600 млн. руб., однако это объясняется тем, что в 2006 году Группой центрами прибыли Группы были только торговые компании, все промышленные подразделения (перерабатывающие заводы, элеваторы) являлись центрами затрат, что привело к значительному росту налога на прибыль. Однако уже с 2007 года, в рамках корпоративной реструктуризации, производственные подразделения станут самостоятельными центрами прибыли. Это будет способствовать стимулированию региональных кадров, позволит проводить модернизацию заводов на условиях проектного финансирования. Также эта мера, по нашим прогнозам, сможет снизить эффективную ставку налогообложения в целом по Группе до 30% в текущем году.

Что касается других факторов повлиявших на итоги 2006 года, то:



- Расходы на амортизацию перерабатывающих мощностей в ближайшие годы останутся на том же уровне, т.к. Группа владеет широким набором активов, степень износа которых достаточно высок.
- Выручка Группы в первом полугодии 2007 года должна превысить показатель за аналогичный период 2006 года. Для нивелирования сезонности бизнеса (обладающая значительными мощностями по хранению с/х продукции) Группа создала товарный резерв по сахару и рису, который будет распродан весной 2007 года на пике цен.

Долговая нагрузка Группы «Разгуляй»

Группа «Разгуляй» традиционно отличалась невысокой долговой нагрузкой, по сравнению с другими предприятиями отрасли. Объем финансового долга в 2005 году составил 5.1 млрд. руб., соотношение долг/EBITDA – 1.92, долг/капитал – 0.39. В 2006 году произошел сильный рост долга – до 10 млрд. руб. Однако это объясняется значительной инвестиционной активностью Группы в прошедшем году – на покупку сельхозтехники, приобретение и модернизацию заводов «Разгуляй» потратил около 3.7 млрд. руб.. Была приобретена сельскохозяйственная техника на сумму 1.8 млрд. руб., на покупку славянского КХП было потрачено 0.9 млрд. руб., на приобретение миноритарных пакетов 4-х сахарных заводов – еще 0.2 млрд. руб. Также произошло увеличение объема оборотного капитала, переходящего на 2007 год (за счет создания запасов по рису и сахару).

Отметим, что соотношение долг/EBITDA в 2006 году не превысило 3,5, что является невысоким уровнем долговой нагрузки для сельскохозяйственной отрасли в целом. По итогам 2006 года у ближайшего конкурента Группы – компании «Продимекс» уровень долговой нагрузки составил 3,6. В 2005 году соотношение долг/EBITDA у компании «ОГО» составило 13,8, у АПК «Аркада» – 4,7, у компании «Ютранзитсервис» – 6,2.

Группа не планирует значительного увеличения долговой нагрузки в дальнейшем. Четвертый облигационный заем будет использован на рефинансирование долга, а также на инвестиционную программу. План инвестиций предполагает вложить в расширение посевных площадей и покупку сельхозтехники около 230 млн. долл., часть из которых может быть получена за счет допэмиссии акций.

Показатели отчетности, МСФО млн.руб.	2005	1П2005	1П2006	2006*	2007П**	2010П**
Выручка	19 779	7 130	7846	22000	24200	27000
EBITDA	2 279	-	-	2 900	3100	3500
Чистая прибыль	1 397	333	-105	600	1100	1800
Активы	20 218	20 350	24 019	-	-	-
Оборотные средства	6 021	6 021	9 469	-	-	-
Внеоборотные средства	14 197	14 329	14 550	-	-	-
Собственный капитал	12 547	12 539	13 142	-	-	-
Краткосрочные обязательства	4 226	4 228	7 177	-	-	-
Долгосрочные обязательства	3 445	3 583	3 700	-	-	-
Финансовый долг	5 095	-	-	10 200	10300	8335
Финансовые коэффициенты	2005	1П2005	1П2006	2006*	2007П**	2010П**
Общей финансовой независимости	0,62	-	-	-	-	-
Текущей ликвидности	1,42	-	-	-	-	-
Абсолютной ликвидности	0,04	-	-	-	-	-
Рентабельности EBITDA, %	11,6	-	-	13	13	13
Рентабельности чистой прибыли, %	7,1	-	-	2,73	4,5	6,6
Рентабельности капитала, %	11	-	-	-	-	-
Долг/EBITDA	2,23	-	-	3,51	4,2	2,38
Долг/капитал	0,40	-	-	-	-	-
Оборачиваемости активов	1,3	-	-	-	-	-
Оборачиваемости рабочего капитала	3,7	-	-	-	-	-

* Предварительные, неаудированные данные

** Прогноз

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

Мы считаем, что соотношение долг/EBITDA Группы не превысит в ближайшие годы 4,2. Вместе с тем, за счет расширения собственной сырьевой базы, повышения общей рентабельности бизнеса за счет перехода в более доходные сегменты деятельности Группа сможет стабильно генерировать денежный поток, что положительно скажется на ее кредитоспособности.



Для заметок



АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, дом 16, корпус 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Аналитика долгового рынка

Михаил Зак
+7 495 980 41 43
Michael.Zak@gazprombank.ru

Артем Архипов
+7 495 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru

Александр Ермак
Alexander.Ermak@gazprombank.ru

Алексей Астапов
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru

Департамент рынков капитала

Игорь Русанов
+ 7(495) 913-78-61
igor.roussanov@gazprombank.ru
Павел Исаев
+ 7 495 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+ 7 495 429-96-44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Синдикация и продажи выпусков

Александр Алистратов
+ 7 495 719-19-82
AAA@gazprombank.ru
Алексей Куприянов
+7 495 980-41-94
cuper@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2007. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.