

Календарь размещений								
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Оферта	Тип размещения	Организатор	Ориентир организатора по доходности	Рекомендации НОМОС-БАНКа
26 апреля 2011	Группа РАЗГУЛЯЙ	БО-16	3	1,5 года	book-building (с 12 по 21 апреля 2011 года)	Банк ЗЕНИТ, Банк Петрокоммерц	11,83-12,63%	≥11,83%

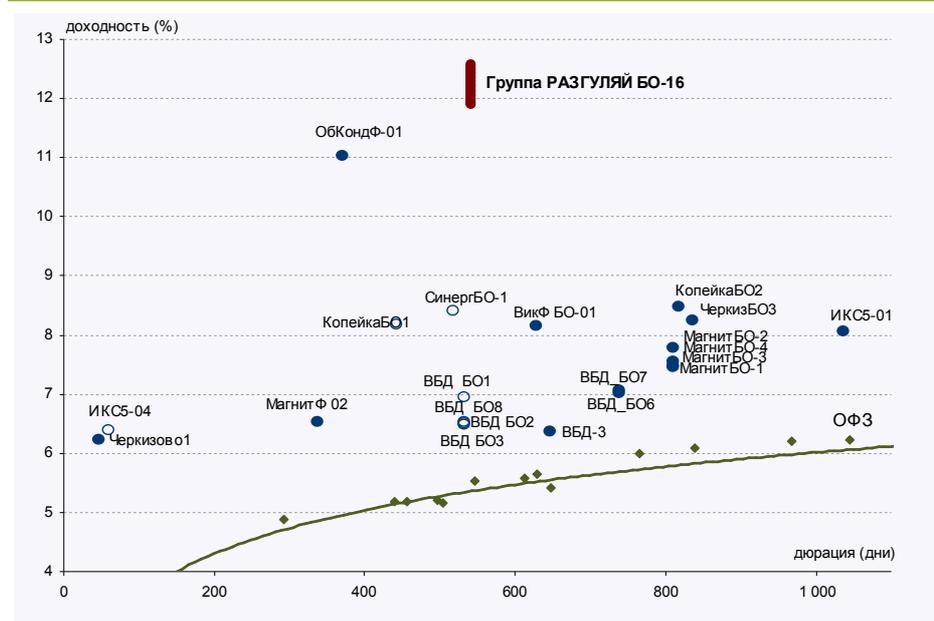
### Группа РАЗГУЛЯЙ – новое предложение с учетом «старых ошибок»?

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

На прошлой неделе была открыта книга заявок на биржевые облигации Группы РАЗГУЛЯЙ серии БО-16 объемом 3 млрд руб., закрытие которой намечено на 21 апреля 2011 года, планируемая дата размещения – 26 апреля. Ориентир ставки купона, озвученный организаторами займа, составляет 11,5–12,25% годовых, что соответствует доходности 11,83–12,63% годовых к оферте через 1,5 года. Эмиссионные документы выпуска предусматривают ковенанты на досрочное его погашение, если:

- падение годовой выручки по МСФО будет более чем на 30%;
- соотношение Чистые проценты/ЕБИТДА превысит 1,0х;
- соотношение Краткосрочный чистый долг/ЕБИТДА составит свыше 2,5х.

График доходности компаний потребсектора и АПК, ритейла



В рамках данного размещения на прошлой неделе состоялась встреча представителей Группы РАЗГУЛЯЙ с инвесторами, на которой были озвучены основные итоги деятельности Компании за 2010 год, детали ее кредитного профиля и дальнейшая стратегия развития бизнеса. По итогам встречи можно сказать, что за минувший год обновленной команде топ-менеджмента удалось улучшить финансовое положение Группы, следуя четкой стратегии развития более рентабельного собственного производства сахара и риса, а также придерживаясь политики контроля над издержками. Данные действия позволили Компании добиться роста рентабельности бизнеса и получить чистую прибыль по итогам всего 2010 года. Между тем, по-прежнему напряженной остается ситуация с высокой долговой нагрузкой Группы. Несмотря на то, что соотношение Финансовый долг/ЕБИТДА снизилось за прошлый год с 8,2х до 5,6х, размер долга остался практически на уровне

2009 года, немного сократившись на 0,9% до 24,7 млрд руб. В то же время ключевым кредитором РАЗГУЛЯЯ является ВЭБ, на долю которого приходится порядка 79% всего кредитного портфеля, причем с погашением в 2014 году. Учитывая данный факт, а также улучшившееся финансовое положение Группы, краткосрочные риски рефинансирования долга Компании в текущих условиях благоприятной ситуации с ликвидностью на рынке, на наш взгляд, являются умеренными.

Вместе с тем, предложенный диапазон доходности по биржевым облигациям Эмитента серии БО-16 является достаточно «заманчивым» в сравнении с немногочисленными бумагами компаний потребсектора и продуктового ритейла, предлагая премию свыше 300 б.п. к уровню их доходности. Тем не менее, преградой для успешного размещения бумаг Группы может стать ее высокая долговая нагрузка, отсутствие кредитного рейтинга, а также реструктуризация трех выпусков облигаций на сумму 3,9 млрд руб. (8 млрд руб. по номиналу). Напомним, Компания весной 2009 года из-за кризиса ликвидности и высокой потребности в оборотном капитале на весенне-полевые работы не смогла своевременно исполнить обязательства по офертам облигаций и предложила реструктуризацию, условия которой выполняются.

В свою очередь, как мы писали выше, по новому займу Эмитент для комфорта инвесторов предусмотрел ковенанты на досрочное погашение, а также заложил с учетом сезонности бизнеса оферту, которая приходится на осень после сбора урожая, когда нет высокой потребности в оборотном капитале. Стоит отметить, что в России механизм ковенантов не имеет широкой правоприменительной практики, нежели в иностранном праве, поэтому вряд ли их наличие может стать весомым аргументом для участия в размещении бумаг. Учитывая все выше перечисленное, мы считаем, что новое предложение Группы РАЗГУЛЯЙ может представлять интерес для инвесторов, готовых к риску, за что Компанией предлагается соответствующая премия.

### Основные итоги встречи с инвесторами

К ключевым моментам, затрагивающим кредитный профиль Группы, которые были озвучены на встрече, на наш взгляд, можно отнести:

– **Новый акционер и усиление команды топ-менеджмента.** В октябре 2010 года в состав акционеров РАЗГУЛЯЯ вошел инвестиционный фонд Avangard Asset Management, который с учетом существующих опционов стал владельцем около 30% акций Группы (21,42% без опционов). После чего совет директоров Компании возглавил партнер фонда Рустем Миргалимов и произошло обновление команды топ-менеджеров с опытом управления крупнейшими компаниями АПК (Группа «Продо», АПХ «Мираторг» и др.). В свою очередь, Avangard Asset Management – частная компания, управляющая фондами прямых инвестиций, которая работает в России и странах СНГ, начиная с 2007 года. Отметим, что информация о фонде является достаточно ограниченной, в связи с этим найти данные о других его проектах и масштабах инвестирования в общедоступных источниках не удалось.

– **Новый взгляд на развитие бизнеса.** Для вывода Группы из достаточно затруднительного финансового положения обновленным менеджментом была разработана и реализуется новая среднесрочная стратегия развития бизнеса, основной целью которой является создание вертикально-интегрированного холдинга с фокусом на наиболее рентабельном производстве сахара и риса, базирующегося на собственной сырьевой базе, то есть будут созданы сахарный и рисовый региональные кластеры. С этой целью предполагается сформировать земельный фонд (из имеющихся и вновь приобретенных земель) для выращивания сырья в радиусе не более 200 км от заводов переработки. При этом Группа намерена обеспечить свои производственные мощности сырьем на 75% по сахару (сейчас 30%) и на 100% по рису (против 40%), для чего в агробизнесе будут применяться современные технологии повышения урожайности. Своей целью в среднесрочной перспективе руководство ставит рост производства свекловичного сахара на 130% до 850 тыс. тонн в год, рисовой крупы – на 29,4% до 274,2 тыс. тонн, расширив площадь обрабатываемых земель на 47% до 500 тыс. га (сейчас 340 тыс. га). В то же время Компания полностью откажется от низкорентабельных спекулятивных операций, а именно торговли зерном и сахаром, а также от мукомольного бизнеса. На наш взгляд, построение холдинговой структуры с полным циклом производства от сырья до конечной продукции позволит повысить эффективность деятельности Группы, а также заместить выпадающие доходы от трейдинговых операций зерном.

– **Реализация избыточных непрофильных активов.** Расстановка акцентов в стратегии развития Компании на

сахарном и рисовом бизнесах предполагает продажу непрофильных активов, связанных с хранением и переработкой зерна, то есть это: 12 зерновых элеваторов, 7 мукомольных и 3 крупяных завода. К нестратегическим активам также относится земля не в целевых регионах, не подходящая для создания кластеров. В настоящее время Группа обсуждает возможность реализации всех этих активов с государственной «Объединенной зерновой компанией» (ОЗК), но исход данных переговоров пока не ясен. При этом сама Компания оценивает стоимость продаваемых объектов в 7–12 млрд руб. и не исключает возможность их реализации по отдельности. Мы считаем, что для Группы наиболее вероятным сценарием является продажа непрофильных зерновых активов ОЗК, учитывая заметное участие ВЭБа в кредитном портфеле РАЗГУЛЯЯ. Безусловно, данный процесс может занять длительное время, а фактическая оценка стоимости нестратегических для Компании активов может измениться. Тем не менее, вырученные от сделки средства могли бы улучшить кредитные метрики Группы, если денежные средства главным образом пойдут на погашение долга, а также на инвестиции в создание «сахарных» и «рисовых» региональных кластеров.

– **Улучшение показателей прибыльности.** Начатые менеджментом преобразования отразились и в цифрах финансовых результатов Группы за 2010 год. Так, согласно управленческой отчетности, консолидированная выручка Компании за минувший год снизилась на 14,2% до 25,9 млрд руб., что стало следствием отказа от спекулятивных торговых операций с зерном и сахаром. При этом увеличились на 8% доходы от реализации собственной продукции (доля в консолидированной выручке возросла с 65% до 82% (или 21,2 млрд руб.), что способствовало росту валовой рентабельности на 5 п.п. до 32%. Отметим, что у РАЗГУЛЯЯ существенно увеличился показатель EBITDA – на 41,1% до 4,4 млрд руб. относительно 2009 года, а рентабельность EBITDA прибавила 7 п.п. до 17%. Данный рост был продиктован увеличением доли более маржинальных операций (продажи собственной продукции), а также существенным сокращением коммерческих (на 31% до 2 млрд руб.), административных и прочих операционных расходов (на 17,4% до 1,9 млрд руб.). Кроме того, по итогам 2010 года была получена чистая прибыль 89,8 млн руб. против убытка 1,4 млрд руб. годом ранее.

Финансовые результаты Группы РАЗГУЛЯЙ за 2010 год (Управленческая отчетность)					
млрд руб.	2011П	2010	2009	2010/2009	2011П/2010
<b>Основные финансовые показатели</b>					
Выручка	27,992	25,900	30,202	-14,2%	8,1%
EBITDA	4,619	4,415	3,129	41,1%	4,6%
Чистая прибыль (убыток)	0,805	0,090	-1,431	-	796,3%
Активы	n/a	46,679	46,972	-0,6%	-
Запасы	n/a	7,475	6,678	11,9%	-
Дебиторская задолженность	n/a	6,545	3,696	77,1%	-
Денежные средства и их эквиваленты	n/a	0,421	0,401	5,0%	-
Финансовый долг, в т.ч.	23,851	24,860	25,652	-3,1%	-4,1%
долгосрочный	n/a	19,732	19,770	-0,2%	-
краткосрочный	n/a	5,128	5,882	-12,8%	-
Чистый долг	-	24,439	25,251	-3,2%	-
Кредиторская задолженность	n/a	3,066	3,244	-5,5%	-
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>					
Рентабельность EBITDA	16,5%	17,0%	10,4%	6,6 п.п.	-0,5 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	2,9%	0,3%	-	-	2,6 п.п.
Финансовый долг/EBITDA	5,16	5,63	8,20	-	-
Чистый долг/EBITDA	-	5,53	8,07	-	-
Краткосрочный долг/EBITDA	1,10	1,16	1,88	-	-
Чистые проценты/EBITDA	-	0,60	1,10	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

– **Укрепление кредитных метрик при сохраняющейся высокой долговой нагрузке.** За 2010 год Группе удалось снизить долговую нагрузку, но преимущественно за счет роста показателя EBITDA, поскольку размер долга остался практически неизменным, сократившись только на 0,9% до 24,7 млрд руб. (управленческие данные). При этом соотношение Финансовый долг/EBITDA в 2010 году составило 5,6х против 8,2х годом ранее. Согласно прогнозу Компании, основанном на консервативном сценарии, долговая нагрузка РАЗГУЛЯЯ будет постепенно уменьшаться и к 2015 году соотношение Финансовый долг/EBITDA составит 3,9х, снижение главным образом будет происходить за счет постепенного сокращения в течение 5 лет размера долга – на 31,6% до 16,9 млрд руб.

В то же время в 2011 и 2012 годы Финансовый долг/ЕБИТДА Группы составит 5,2х и 4,9х соответственно. Вместе с тем, данные цифры не учитывают возможность погашения долга за счет денежных средств от продажи непрофильных активов (на 7–12 млрд руб.), о чем говорилось на встрече. Причем, менеджмент намерен погасить из данного источника в первую очередь долги, процентные выплаты по которым не субсидируются государством, и в дальнейшем стараться привлекать кредитные ресурсы с такой возможностью (сейчас подобных кредитов в портфеле незначительная часть). Несмотря на это, в части процентных платежей по итогам 2010 года Компания в состоянии удовлетворять требованиям ковенант, предусмотренных эмиссионными документами нового выпуска биржевых облигаций серии БО–16, согласно которым соотношение Чистые проценты/ЕБИТДА не будет превышать 1,0х, по факту в минувшем году оно составило 0,6х.

– **Умеренный уровень риска рефинансирования краткосрочного долга.** Отдельно стоит обратить внимание на структуру долга, а именно на предмет сроков его погашения. Так, по итогам 2010 года на краткосрочные обязательства приходилось около 21,3% долга (или 5,253 млрд руб.), рефинансировать которые Группа намерена как за счет кредитов на сумму порядка 1,4 млрд руб. и новых облигаций объемом 3 млрд руб., так и собственных финансовых ресурсов (операционный денежный поток в 2011 году ожидается в объеме 2,6 млрд руб., в 2012 году – 2,4 млрд руб., при этом данных за 2010 год не представлено), которых должно хватить и на запланированную на этот год инвестиционную программу в размере 1,76 млрд руб., что в текущих условиях выполнимо, в том числе не без поддержки госбанков (в частности, Группа активно сотрудничает с ВЭБом).

– **Наличие крупного кредитора в долговом портфеле в лице ВЭБа.** Существенная доля кредитного портфеля Группы приходится на кредиты ВЭБа в размере 19,3 млрд руб. (или порядка 79% долга). На наш взгляд, наличие такого крупного кредитора, который предоставил денежные средства РАЗГУЛЯЮ на длительный срок, очевидно, не для извлечения «баснословной» прибыли, а для поддержки крупного сельхозпроизводителя, может несколько нивелировать риски рефинансирования Группы, по крайней мере, до 2014 года.

# Контакты

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	<b>research@nomos.ru</b>
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
<b>Руководитель группы портфельных менеджеров</b>	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
<b>Начальник Управления продаж</b>	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
<b>Заместитель директора департамента</b>	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
<b>Начальник отдела поддержки клиентов</b>	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.