

Разгуляй

Новая стратегия в новых условиях

В данном обзоре мы пересмотрели нашу модель по компании «Разгуляй» с учетом новых планов Группы по увеличению сельскохозяйственных земель.

Наша новая целевая цена по акциям компании на конец 2009 г. составляет \$1.31 (наша предыдущая целевая цена была равна \$8.5). Принимая во внимание 38%-ный потенциал роста котировок акций Разгуляя до нашей целевой цены, мы выставляем рекомендацию «покупать».

- **Новая стратегия Группы «Разгуляй» предполагает более активное развитие сельскохозяйственного бизнеса** и, соответственно, расширение площадей под посевы сахарной свеклы и зерновых. На конец октября 2008 г. под контролем компании находилось 494 тыс. га (против 217 тыс. га на конец 2007г.). В ноябре 2008 г. менеджмент Разгуляя сообщил, что посевная площадь под урожай 2009 г. составит 350 тыс. га (58 %-ный рост г-г). Мы считаем, что к 2012 г. Разгуляю удастся увеличить земельные активы до 670 тыс. га.
- **По нашим оценкам, доля агробизнеса в общей структуре EBITDA Группы увеличится с 35 до 50 % в 2013 г.** Принимая во внимание, что рентабельность агроподразделения оценивается в порядка 30-35 %, CAGR EBITDA Группы составит 23 % в 2009-2013 гг.
- **Мы считаем, что Разгуляй является одним из бенефициаров девальвации рубля:** во-первых, внутренние цены на сахар и рис зависят от импортных цен (из-за высокой доли импорта на рынках данных товаров); во-вторых, до 45 % объема поставок Группы в сегменте «Торговля зерном» приходится на экспорт.
- **Благоприятное видение перспектив Группы также обусловлено прогнозируемым повышением цен на мировых рынках сахара и зерна в 2009 году.**
- Положительной новостью для оценки бизнеса сельхозпредприятий стали принятые в июле 2008 г. **поправки в Налоговый кодекс, в соответствии с которыми ставка налога на прибыль сохраняется на уровне 0 % до 2012 г.** Более того, с 1 января 2009 г. ставка налога на прибыль для всех компаний была снижена с 24 до 20 %.
- Основными причинами снижения нашей целевой цены стали: рост себестоимости в агробизнесе с учетом высоких цен на минеральные удобрения во время посевной кампании 2007/2008, увеличение прогнозов по объему капитальных инвестиций, а также повышение WACC с 12.4 до 20 %.
- Одним из рисков Группы является довольно высокая долговая нагрузка (Чистый Долг/EBITDA 08 = 4.8x) и наличие большого объема краткосрочного долга: только по публичному долгу в 1-м полугодии 2009 г. предстоят оферты на сумму 8 млрд руб. Тем не менее, мы оцениваем риски рефинансирования компании как умеренные (подробнее см. ниже).

Акции

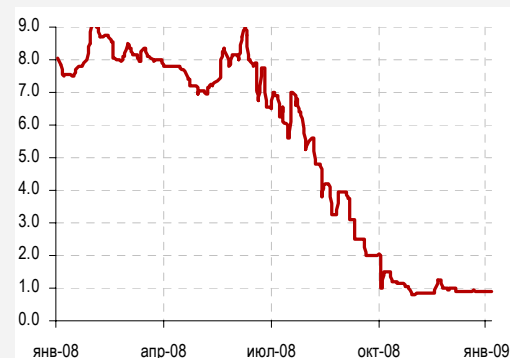
Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	GRAZ
Цена акции \$	0.94
Капитализация млн. \$	149
EV млн. \$	560
Целевая цена \$	1.31
Потенциал %	38%
Рекомендация	Покупать



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008 П	2009 П
Выручка	1 214	1 289	1 129
EBITDA	134	101	155
Прибыль	49	38	53
EV/EBITDA	4.19	5.54	3.60
EV/S	0.46	0.43	0.50
P/E	3.06	3.93	2.81
Рентабельность			
По EBITDA	11.0%	7.8%	13.8%
Чистая	4.0%	2.9%	4.7%

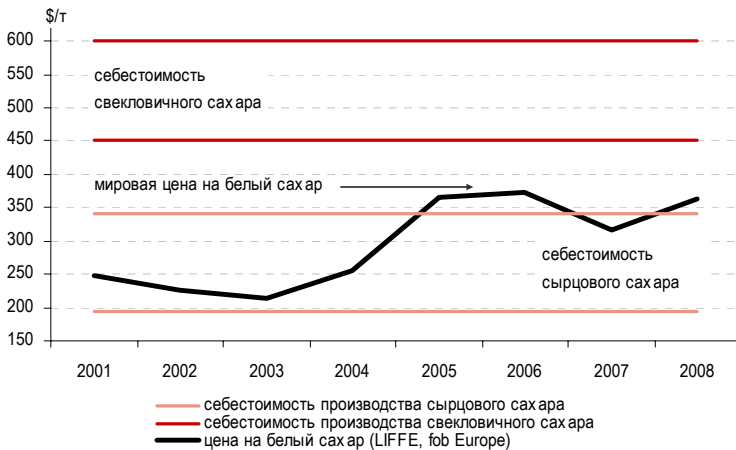
Акционеры

	Доля%
Игорь Потапенко	46.7%
free float	53.3%

Описание рынков

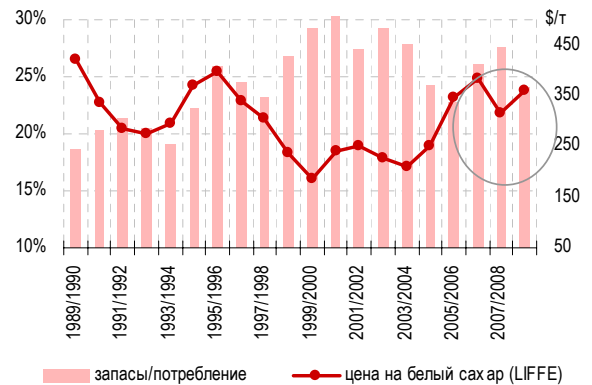
Рынок сахара

Себестоимость производства белого сахара и цена на мировом рынке



Источники: LMC International, USDA, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Цена на белый сахар на мировом рынке и отношение конечных запасов к потреблению



Источники: USDA, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В мире

- По данным USDA, производство сахара в мире в 2008/2009 прогнозируется на уровне 158.8 млн т, что на 5 % ниже уровня прошлого с/х года. Сокращение производства наблюдается впервые за последние 4 года. В результате отношение конечных запасов к потреблению может снизиться с 28 до 24 %, что немного меньше среднего уровня за последние 10 лет (27 %).
- Сокращение производства, в свою очередь, обусловлено снижением этого показателя в Азии (Индия, Китай) и Европе (из-за сворачивания сахарной отрасли) на фоне умеренного роста в Бразилии.
- При этом в Бразилии продолжается увеличение доли сахарного тростника, направляемого на производство биоэтанола, с 54.5 % в 2007/2008 до 59.5 % в 2008/2009 в связи с ростом внутреннего спроса на данный вид топлива. На сегодняшний день в Бразилии 20-25 %-ное содержание биоэтанола в бензине является обязательным. Стоит также отметить, что производство биоэтанола из сахарного тростника экономически целесообразно при ценах на нефть выше \$35 за баррель.
- На фоне сокращения производства средняя цена на сахар-сырец в 2008 г. достигла \$300/т, увеличившись на 20 % по сравнению с 2007г.
- Несмотря на снижение цен во 2-м полугодии 2008 г. из-за финансового кризиса до \$ 270, мы считаем, что фундаментальные факторы указывает на низкую вероятность дальнейшего снижения мировых цен на сахар. Согласно консенсус-прогнозам в Bloomberg, средняя цена на сахар-сырец в 2009 году составит \$ 290/т, в 2010 г. - \$330/т**

В России

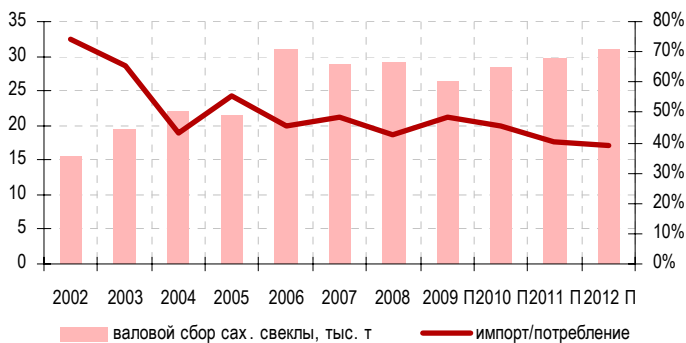
- Средний уровень цен на сахар в России в 1-й половине 2008 г. (около \$ 780 за тонну) превышал показатель за аналогичный период прошлого года на 28 %, что помимо мирового тренда было также обусловлено постановлением Правительства РФ, предусматривающим введение сезонной (на период 1.12.2007-31.05.2008) шкалы импортных пошлин на сахар-сырец. В соответствии со среднемесячной ценой на сахар-сырец на NYBOT, в августе-октябре 2007 г. ставка таможенной пошлины на импорт сахара-сырца составляла \$ 220 за тонну. Такая же сезонная пошлина будет действовать с 1.12.2008-31.05.2009.
- В 2008г. посевная площадь под сахарную свеклу сократилась на 23 %, что обусловлено решением производителей расширить площади под зерновые в связи с резким ростом рентабельности их производства, наблюдавшимся в 2007 г. Валовой сбор сахарной свеклы в 2008 г. увеличился на 1 % (благодаря росту урожайности). По нашим оценкам, доля сахара из

импортируемого сахара-сырца на российском рынке в 2008 г. составила порядка 40-45 %. В 2009 г. эта доля может увеличиться, если сельхозпроизводители не нарастят площадь посевов (что вызывает сомнения ввиду острой нехватки кредитных ресурсов).

- Высокая доля импорта (номинарованного в долларах) в условиях девальвации рубля уже привела к росту внутренних цен на сахар. Так, цены на сахар-песок, произведенный из сахара-сырца, с июня по декабрь 2008г. выросли на 25 % (по данным Росстата) и достигли 19 руб./кг. В этой ситуации могут выиграть те компании, которые используют отечественное сырье (сахарную свеклу) для производства сахара.
- Мы считаем, что средняя цена на сахар в России в 2009 году сохранится на уровне 19 руб./кг, а в будущем будет расти как минимум на 2 % в год, учитывая благоприятную мировую конъюнктуру и рост себестоимости свекловичного сахара.

Валовой сбор сахарной свеклы и доля импорта к потреблению на российском рынке сахара

Цены на сахар-песок из импортного сырья в России



Источники: Росстат, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

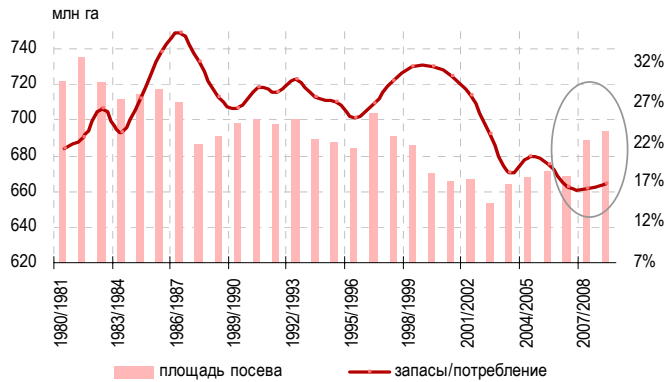
Источник: Росстат

Рынок зерна

В мире

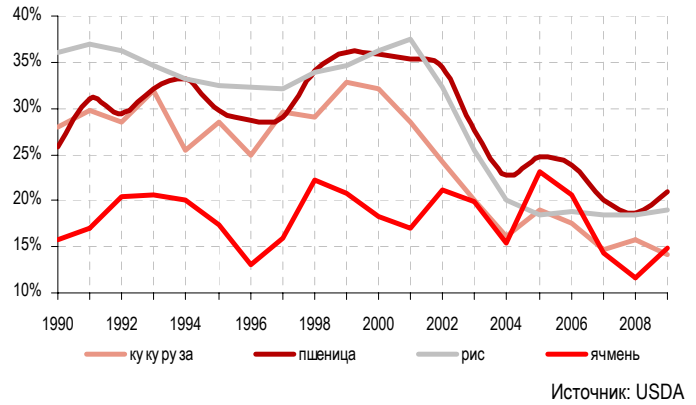
- В последние 6 лет наблюдается постепенное расширение площадей под засев зерновых культур. В 2008/2009 под зерновые было выделено 694 млн га, что почти на 4 % выше уровня в 2006/2007. Урожай всех зерновых в 2008/2009 прогнозируется на уровне 2.2 млрд т, что на 3.7 % выше предыдущего с/х года.
- Прогнозируется небольшой рост отношения уровня конечных запасов к потреблению – с 16 до 17 %; тем не менее, данный показатель все равно остается достаточно низким по сравнению со средним за 30 лет (26 %).
- Урожай пшеницы в 2008/2009 году составит порядка 683 млн т, что на 12 % выше показателя предыдущего года. Столь высокий урожай стал возможен благодаря увеличению посевной площади на 3 % и росту урожайности на 9 %. В результате отношение запасов к потреблению увеличилось с 19 до 23 %, что все равно ниже среднего за последние 30 лет (30 %).
- Показатель урожайности пшеницы в мире составил 3.05 т/га, что на 12 % выше среднего значения за последние 10 лет. Высокая урожайность, в свою очередь, объясняется необычайно благоприятными климатическими условиями, сложившимися в основных странах-производителях пшеницы. На наш взгляд, повторения такого рекорда в следующем году ожидать не стоит, и урожайность может снизиться как минимум на 4 % (именно на такую величину, по нашим оценкам, в среднем падала урожайность пшеницы в мире после необычайно высокого урожая в период 1960-2007гг.).

Площадь посевов и отношение запасов к потреблению зерновых в мире



Источник: USDA

Отношение запасов к потреблению основных видов зерновых в мире

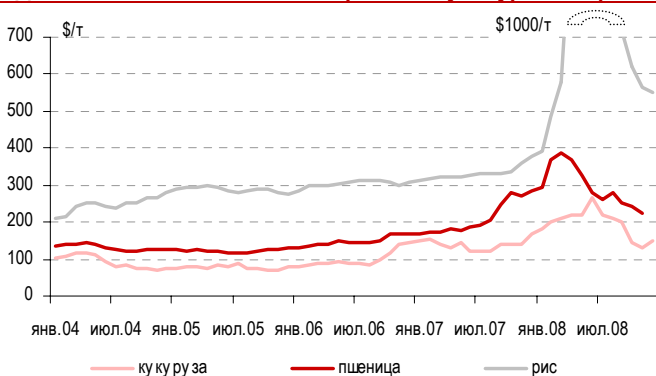


Источник: USDA

Чем грозит сильное снижение цен на зерно в мире?

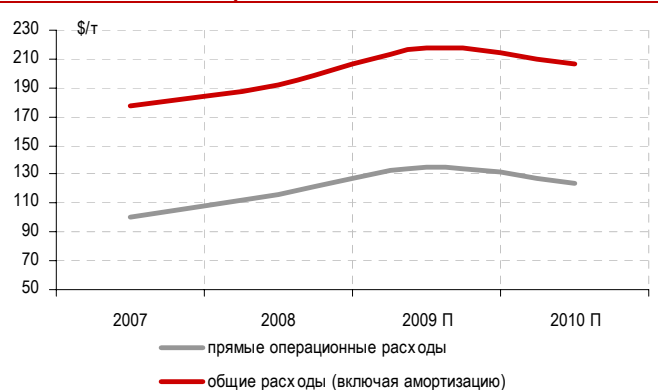
- Высокий урожай зерновых в 2008/2009 привел к резкому снижению цен в мире: так, с начала июля цены на пшеницу на CBOT снизились на 30 %, однако остаются на уровне \$ 180-190 за тонну, что является рекордным уровнем за последнее десятилетие. Мировые цены на рис взлетели до \$ 1000 за тонну в апреле этого года (что было в том числе обусловлено ограничением экспорта из основных стран-экспортеров), после чего снизились до \$ 550, что, тем не менее, почти в 2 раза выше уровня прошлого года.
- Важно отметить, что в связи с наблюдаемым за последние 2 года резким ростом мировых цен на удобрения себестоимость производства зерна урожая 2008/2009 была довольно высокой. Так, например, в США, по оценкам Министерства сельского хозяйства, себестоимость производства пшеницы составляла \$ 180-190/т (включая амортизацию), в то время как в октябре-декабре 2008г. цены на пшеницу класса SRW (25 % всего урожая в США) не превышали \$170/т.
- В связи с тем, что посевная компания осени 2008г. проходила еще при высоких ценах на удобрения, которые начали заметно корректироваться только в октябре прошлого года, себестоимость производства озимой пшеницы урожая 2009/2010 будет также оставаться довольно высокой. Озимая пшеница обычно составляет 40-65 % всего урожая (в США – 60-65 %).

Динамика цен на основные зерновые культуры в мире



Источники: FAO, USDA, CBOT

Себестоимость производства пшеницы в США



Источники: USDA

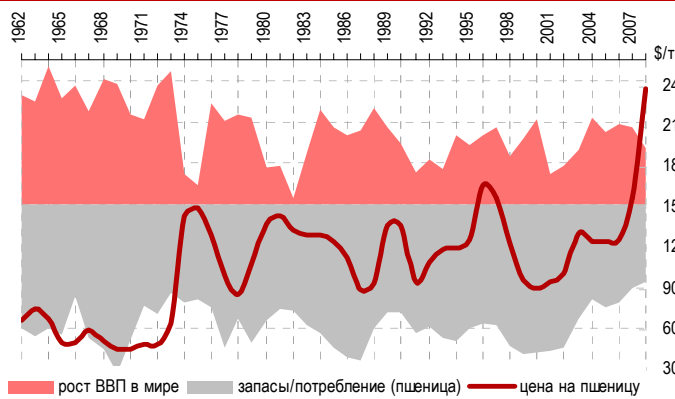
- Разочарование фермеров низкими ценами на зерно уже отразилось на размерах посевов под урожай 2009/2010. Так, в США (10 % всего мирового урожая в 2008/2009) посевная площадь под озимую пшеницу на следующий год сократилась на 9 %. В EU-27 (22 % мирового урожая) сужение посевной площади может составить 2-5 %. По различным оценкам, посевная площадь в мире может сократиться на 1-2 %.
- Вкупе с очень вероятным снижением урожайности, производство пшеницы может снизиться на 5-6 %. Чтобы соотношение Запасы/Потребление осталось на уровне этого года (23 %), по нашим оценкам, потребление пшеницы должно снизиться на 1.4 %. На такую величину или больше

потребление сокращалось только 4 раза за период 1960-2008 гг. Если потребление снизится на меньше чем 1.4 %, мы снова увидим сокращение запасов, что может привести к новому скачку цен на пшеницу.

Влияние экономического спада на потребление пшеницы

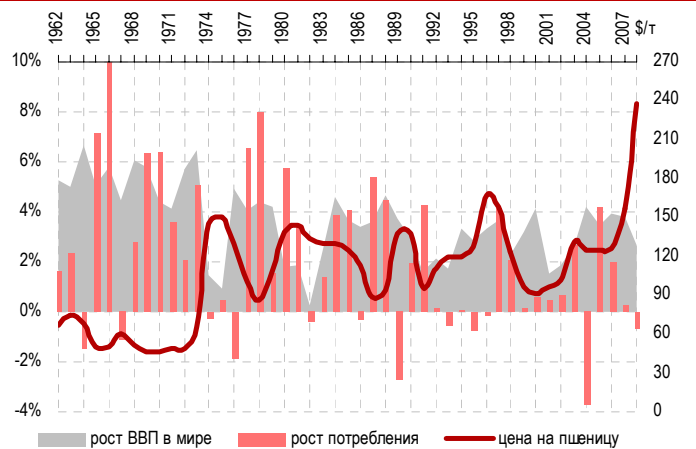
- Как видно на графиках ниже, снижение потребления пшеницы – это всегда результат резкого роста цен (1974-1975, 1980-1983, 1989, 1993-1996). В то же самое время, нет четкой прямой зависимости между динамикой потребления и ВВП. Так, например, в 1993-1996гг. мы наблюдали ускорение темпов роста мирового ВВП, в то время как потребление снижалось на фоне резкого скачка цен, обусловленного снижением соотношения Запасы/Потребление.
- Стоит отметить, что пшеница в основном используется в мукомольной промышленности (на фуражные и иные цели в среднем в мире направляется не более 30 % урожая). На фоне среднегодового темпа роста населения в мире в 1.2 % за последние 10 лет, а также снижения цен на пшеницу в 2008 году логично ожидать, то потребление в 2009/2010, если и сократится, то не сильно.

Соотношение динамики мирового ВВП, отношения запасов к потреблению пшеницы и цен



Источники: USDA, World Bank

Соотношение динамики мирового ВВП, потребления пшеницы и цен



Источники: USDA, World Bank

Таким образом, сокращение посевной площади под урожай 2009/2010 и высокая себестоимость производства озимой пшеницы в мире могут снова привести к скачку цен. Согласно консенсус-прогнозам в Bloomberg, средняя цена на пшеницу во 2-м полугодии 2009 г. составит \$240/т, что на 9 % выше прогнозной цены в 1-м полугодии, а средняя цена в 2010 г. может достигнуть \$260/т.

Рынок зерна в России

Урожай зерновых в 2008/2009 в России оценивается в рекордные 108 млн т (из которых 60 % приходится на пшеницу), что на 33 % выше урожая предыдущего года. Экспорт российского зерна может составить 20-25 млн т против 12.6 млн в предыдущем с/х году.

Что происходит с ценами в России?

С начала июля цены на зерно упали на 30-40 %. Максимальное падение произошло с ценами на фуражное зерно, которого в этом году собрали больше, чем ожидалось (из-за дождей). Цена на фуражную пшеницу в среднем на 15 % ниже, чем на продовольственную.

Основные причины падения цен на зерно в России:

1. Высокий урожай в мире и России привел к усилению конкуренции среди стран-экспортеров зерна.
2. Высокая доля фуражной пшеницы в общем урожае в России.
3. Дефицит логистических мощностей: в России на данный момент наблюдается дефицит мощностей по хранению, транспортировке и экспорту зерна. Излишек зерна на внутреннем рынке обычно «съедается» экспортерами, что и должно балансировать цены на рынке. На сегодняшний день сложилась ситуация, что темпы экспорта заметно ограничиваются возможностями железной дороги и

Новороссийского порта (основной порт для экспорта зерна). Нехватка элеваторных мощностей ведет к порче зерна, что провоцирует еще большее падение цен.

Поддержку ценам на зерно оказывают государственные интервенции.

25 марта 2008 г. министр сельского хозяйства РФ Алексей Гордеев подписал приказ, в соответствии с которым были установлены предельные минимальные уровни цен, при достижении которых в 2008 г. будут проводиться государственные закупочные интервенции в отношении зерна урожая текущего года. Минсельхоз России установил цены на мягкую продовольственную пшеницу 3-го класса в размере 5 000-5 100 руб. за тонну.

В октябре 2008 г. было принято решение повысить интервенционную цену на продовольственную пшеницу 3-го класса с 5100 до 5500 руб./т. Также планировалось осуществлять закупки фуражного зерна, что должно существенно облегчить жизнь производителям.

Всего за период 19.08.2008-30.01.2009 в интервенционный фонд было закуплено 6.6 млн т зерна (6 % всего урожая).

Динамика цен на зерновые в России



Источники: МСХ

Что происходит с рентабельностью?

Себестоимость зерна в 2008 г. оценивается в 3800-4200 руб./т. При текущих ценах на рынке хозяйства продают зерно на грани рентабельности. Более того, по прогнозам Минсельхоза РФ, около 20 % хозяйств к весне могут стать банкротами.

Если учесть ситуацию с ценами на удобрения, которые достигли пика в августе-сентябре, а также дефицит кредитных ресурсов, то посевная кампания 2008/2009 сельхозгода находится под угрозой. Так, по оценкам агентства «СовЭкон», урожай зерновых в России в 2009 г. может составить 87-96 млн т, что на 10-20 % ниже урожая 2008 года.

Мы считаем, что благодаря государственным интервенциям, а также прогнозируемому повышению мировых цен во 2-м полугодии 2009г. внутренние цены на зерно могут повыситься на 7-10 %.

Господдержка сельхозсектора

Из предпринятых Правительством РФ антикризисных мер можно перечислить следующие:

- увеличение уставного капитала Россельхозбанка (на 75 млрд руб.) и госкомпании «Росагролизинг» (на 29 млрд руб.);
- размещение денежных средств в госбанках в виде субординированных кредитов, включая Россельхозбанк (25 млрд руб.), для предоставления кредитов реальному сектору. Среди приоритетных отраслей в том числе было названо сельское хозяйство;
- предоставление госгарантий по кредитам системообразующим предприятиям;
- снижение налога на прибыль с 24 до 20 %;
- субсидирование процентных ставок для предприятий АПК;

- упрощение процедуры возврата экспортного НДС.

Неспособность банков рефинансировать сельскохозяйственные компании может привести к тому, что:

- часть проектов по модернизации и реконструкции сахарных заводов будут заморожены (как это было сделано в Разгуляе), в то время как уже возникла реальная угроза дефицита перерабатывающих мощностей в сахарной отрасли, что не будет способствовать импортозамещению;
- слабая инфраструктура зернового рынка не сможет справиться с планами по увеличению урожая зерна. Уже сейчас наблюдается дефицит элеваторных и транспортных мощностей, что приводит к затовариванию внутреннего рынка зерном, его порче и еще более резкому снижению цен на него.

Разгуляй – новая стратегия в новых условиях

В июне 2008 г. Разгуляй представил детали своей новой стратегии развития, которая предполагает более активное расширение сельскохозяйственного бизнеса и, соответственно, увеличение площадей под посевы сахарной свеклы и зерновых.

В рамках новой стратегии Группа планирует выделить свои сельскохозяйственные операции в отдельный субхолдинг. Таким образом, организационная структура Разгуляя будет состоять из 3 субхолдингов:

- сельскохозяйственный – выращивание сахарной свеклы, риса-сырца, пшеницы, ячменя;
- зерновой – торговля зерном, производство крупы, производство муки;
- сахарный – переработка сахарной свеклы, сахара-сырца и торговля сахаром.

Планы компании

- На конец октября 2008 г. под контролем компании находилось 494 тыс. га (против 217 тыс. га на конец 2007г.), из которых 89 тыс. га – в собственности. Напомним, что ранее компания заявляла о планах увеличить объем земельных активов до 670 тыс. га к 2009 г. Очевидно, что в новых кризисных условиях увеличение земельного фонда возобновится не ранее 2010г., в связи с чем инвестпрограмма на 2009 год была значительно сокращена (читай ниже).
- Под урожай 2008 г. было засеяно 221 тыс. га. На конференц-колле в ноябре 2008 г. менеджмент компании сообщил, что посевная площадь под урожай 2009 г. составит 350 тыс. га (58 %-ный рост г-к-г).

Долг

- Как видно из отчетности за 1-е полугодие 2008 г., чистый долг Группы составил 17.2 млрд руб. В 1-м полугодии 2009 г. компании предстоят оферты по облигациям на сумму 8 млрд руб. (подробней о кредитных рисках Группы см. ниже).

Антикризисные меры в Разгуляе

- Среди антикризисных мер, которые проводятся в компании, были названы сокращение 2 200 человек, что составляет около 12 % всего персонала компании, уменьшение зарплат на 10-15 % топ-менеджменту и офисным работникам.

Инвестпрограмма Разгуляя

- Инвестпрограмма на 2008 год была сокращена на 5 млрд руб. до 8-9 млрд (решено не строить 5 элеваторов; реконструкция и модернизация будет проведена только на 4 сахарных заводах вместо 10 ранее планировавшихся; решено воздержаться от участия в строительстве глубоководных зерновых терминалов в Новороссийске или Туапсе).
- В 2009 г. инвестпрограмма составит 2 млрд руб. против 7-8 млрд, планировавшихся изначально.

Новые предпосылки в модели

В связи с проводимой реорганизацией группы и выделением агрохолдинга как самостоятельного субхолдинга мы также перестроили нашу модель.

По итогам 2008 г. компания обещала представить отчетность, в которой также будут отдельно приведены результаты по трем сегментам, а не по двум, как было в предыдущих отчетах.

Ниже мы приводим основные предпосылки модели:Посевы и сборы в агрохолдинге:

На октябрь 2008 г. у компании под контролем находилось 494 тыс. га земли, из которых только 350 тыс. га было обработано для посевов под урожай 2009 г. В нашей модели наращивание земель возобновится только в 2010 г. – до 600 тыс. га, а к 2012 г. объем земельных активов будет доведен до 670 тыс. га.

Использование земель в агрохолдинге

тыс. га	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Земельные активы	494	494	600	670	670	670
Неиспользуемые земли в текущем сезоне	273	144	150	100	50	0
Посевные площади под свеклу, рис, пшеницу, ячмень	174	278	356	447	487	528
пар и прочее (масличные)	47	72	94	123	133	142

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы							Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы						
2008П							2008П						
2009П							2009П						
2010П							2010П						
2011П							2011П						
2012П							2012П						
2013П							2013П						
Посевные площади (тыс. га)							Валовой сбор (тыс. т)						
свекла							свекла						
старый прогноз	46	53	57	60	60	60	старый прогноз	1564	1908	2109	2220	2220	2220
новый прогноз	41	55	65	70	80	90	новый прогноз	1350	1870	2275	2590	2960	3330
изм. %	-11%	4%	14%	17%	33%	50%	изм. %	-14%	-2%	8%	17%	33%	50%
рис-сырец							рис-сырец						
старый прогноз	18	20	24	26	26	26	старый прогноз	120	134	149	164	164	164
новый прогноз	16	20	25	30	35	35	новый прогноз	94	120	158	189	221	221
изм. %	-11%	0%	4%	15%	35%	35%	изм. %	-21%	-11%	6%	15%	35%	35%
зерновые							зерно						
старый прогноз	115	125	137	151	170	195	старый прогноз	293	325	362	407	463	541
новый прогноз	117	203	266	347	372	403	новый прогноз	412	659	881	1173	1271	1389
изм. %	2%	62%	94%	129%	119%	106%	изм. %	41%	103%	143%	188%	174%	157%
всего													
старый прогноз	179	198	218	237	256	281							
новый прогноз	174	278	356	447	487	528							
изм. %	-3%	40%	63%	88%	91%	88%							

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

- Для расчета продаж в агрохолдинге мы предположили, что продажа сахарной свеклы и зерна нового урожая будет осуществляться в том году, в котором этот урожай был получен.
- Мы также предположили, что все продажи собственной сахарной свеклы, риса-сырца и половина сбора зерновых будут осуществляться внутри холдинга на перерабатывающие звенья по рыночным ценам. Другая половина зерновых будет продаваться третьим лицам.

Объемы продаж и переработки в сахарном сегменте

По нашим оценкам, объем продаж свекловичного сахара к 2013 г. достигнет порядка 610 тыс. т, или более 70 % продаж в сахарном сегменте. Более того, увеличится обеспеченность собственной сахарной свеклой на перерабатывающих заводах Группы до 64 % к 2013г.

Одновременно компания будет снижать долю наименее рентабельного бизнеса «торговля сахаром».

Объемы, тыс. тонн	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Продажи свекловичного сахара	201	238	275	414	529	588	596	605	609
в т.ч. из собственной свеклы	9%	25%	40%	34%	39%	43%	49%	57%	64%
Продажи сырцового сахара	59	81	115	175	175	165	155	155	155
Торговля сахаром	356	304	332	200	100	70	50	50	50

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Объемы продаж и переработки в зерновом сегменте

Продажи, тыс. тонн	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Торговля зерном	2616	2349	2033	2075	2154	2377	2693	2935	3199
внутренний рынок	2136	1909	1183	1200	1200	1150	1100	1000	1000
экспорт	400	440	850	875	954	1227	1593	1935	2199
Крупа	189	238	297	339	399	451	460	468	468
рис	132	167	223	272	324	367	367	367	367
другое	57	71	74	67	76	84	93	101	101
Мука	331	310	275	304	322	334	334	334	334

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Цены на основную продукцию Группы

цены реализации, руб/т	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	CAGR 09-13
сахар							
старый прогноз	15089	16634	17072	17413	17694	17972	4%
новый прогноз	16242	18873	19211	19402	20019	20505	5%
изм. %	8%	13%	13%	11%	13%	14%	
рис							
старый прогноз	14246	15365	16282	17015	17350	17692	4%
новый прогноз	16991	19096	20761	22162	23039	23839	7%
изм. %	19%	24%	28%	30%	33%	35%	
зерновые							
старый прогноз	4922	5021	5071	5122	5122	5122	1%
новый прогноз	4991	5361	5473	5478	5535	5489	2%
изм. %	1%	7%	8%	7%	8%	7%	
мука							
старый прогноз	9 735	10 263	10 674	10 994	11 269	11 494	3%
новый прогноз	8 469	7 622	8 057	8 474	8 826	9 177	2%
изм. %	-13%	-26%	-25%	-23%	-22%	-20%	

• Сахар и рис

- Мы повысили средние цены реализации на сахар и рис, что связано с эффектом от девальвации рубля, учитывая тот факт, что доля импорта на рынках сахара и риса составляет 40-50 %.
- Так как заводы по переработке сахарной свеклы и риса-сырца работают на газе, то увеличение внутренних цен на газ в среднем на 20 % в год в 2008-2012гг. приведет к росту себестоимости переработки и росту цен на конечную продукцию.

• Зерновые

- Цены на зерновые культуры урожая 2008 г. в среднем снизились на 30 %. Так как основные продажи зерна приходятся на 2-е полугодие (продажи в 1-м полугодии в среднем составляют 20 % годового показателя), то среднегодовая цена реализации для компании скорее отражает рыночную конъюнктуру 2-го полугодия. Как мы предполагаем, цены на урожай 2009 г. могут повыситься на 7-10 % (подробнее см. в обзоре рынка выше), более того, Разгуляй может выиграть от девальвации рубля, учитывая, что до 45 % объема поставок Группы в сегменте «Торговля зерном» приходится на экспорт.
- Важно также отметить, что Разгуляй является одной из компаний, выигравших конкурс на хранение зерна интервенционного фонда. Это, в свою очередь, может благоприятно сказаться на средней цене реализации зерна, так как продажи в фонд осуществлялись по цене интервенций, в то время как цены закупки могли быть существенно ниже, особенно учитывая имеющийся в стране дефицит элеваторных мощностей.

Рентабельность

- Мы скорректировали рентабельность производства в агрохолдинге в 2008 г. в сторону уменьшения, что в основном связано с ростом цен на минеральные удобрения. Так, если к моменту посевной кампании 2007 г. цены на основные виды удобрений повысились в среднем на 15 % за год, то к посевной кампании 2008 г. цены выросли уже на 60-70 % за год. Доля расходов на минеральные удобрения в себестоимости может составлять 15-25 %.
- Стоит отметить, что существенная коррекция цен на удобрения в мире началась в октябре, и это скажется на рентабельности сахарной свеклы и яровых зерновых уже в 2009 г.
- Мы также повысили рентабельность переработки сахарной свеклы, что, помимо эффекта от роста цен на сахар, связано с планами компании по переработке 100 % жома (отход от переработки сахарной свеклы, составляющий около 85 % массы свеклы). Оснащение заводов сушильным оборудованием позволит производить гранулированный жом, который является основой для различных комбикормов. Гранулированный жом удобен в транспортировке и пользуются спросом, в том числе в Европе, где идет сворачивание сахарной отрасли.

Налоги

С 1 января 2009 г., согласно принятому в ноябре прошлого года федеральному закону, ставка налога на прибыль снижена с 24 до 20 %. Более того, в июле 2008 г. были внесены поправки в Налоговый кодекс РФ, касающиеся налоговой ставки, применяемой к сельхозпроизводителям. Так, налог на прибыль в 0 % будет сохранен до 2012 г. Соответственно, в нашей модели мы снизили прогноз по эффективной налоговой ставке, что помимо изменений в законодательстве также объясняется увеличением доли агробизнеса Группы в ее прибыли.

Основные изменения в модели

млн руб.	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	CAGR 09-10	CAGR 09-13
Выручка								
старый прогноз	33 330	36 463	39 825	42 019	43 719	45 074	6.1%	5.2%
новый прогноз	32 066	37 816	42 375	45 552	48 653	51 342	9.7%	8.2%
изм.	-3.8%	3.7%	6.4%	8.4%	11.3%	13.9%		
ЕБИТДА								
старый прогноз	4557	5697	6833	7591	8177	8595	14.5%	11.2%
новый прогноз	2511	5207	6539	7498	8089	8591	37.6%	22.8%
изм.	-44.9%	-8.6%	-4.3%	-1.2%	-1.1%	-0.1%		
Рентабельность ЕБИТДА								
старый прогноз	13.7%	15.6%	17.2%	18.1%	18.7%	19.1%		
новый прогноз	7.8%	13.8%	15.4%	16.5%	16.6%	16.7%		
изм.	-5.8%	-1.9%	-1.7%	-1.6%	-2.1%	-2.3%		
CAPEX								
старый прогноз	3865	4725	2073	1492	1691	1691		
новый прогноз	8000	2000	4896	3371	3262	3032		

Основные параметры в новой модели

млн. руб.	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка Группы	32 066	37 816	42 375	45 552	48 653	51 342	53 517
рост		17.9%	12.1%	7.5%	6.8%	5.5%	4.2%
ЕБИТДА субхолдингов:	3 733	6 429	7 908	9 004	9 700	10 314	10 570
рост		72.2%	23.0%	13.9%	7.7%	6.3%	2.5%
по субхолдингам:							
зерновой	1 575	2 182	2 708	3 027	3 169	3 244	3 290
сахарный	776	2 027	2 123	1 921	1 742	1 760	1 778
агро	1 381	2 220	3 077	4 056	4 790	5 310	5 502
доля в ЕБИТДА							
зерновой	42%	34%	34%	34%	33%	31%	31%
сахарный	21%	32%	27%	21%	18%	17%	17%
агро	37%	35%	39%	45%	49%	51%	52%
Корпоративные расходы	1 222	1 222	1 369	1 506	1 611	1 724	1 827
ЕБИТДА Группы	2 511	5 207	6 539	7 498	8 089	8 591	8 743
рост		107.4%	25.6%	14.7%	7.9%	6.2%	1.8%
Рент-ть ЕБИТДА	7.8%	13.8%	15.4%	16.5%	16.6%	16.7%	16.3%
зерновой	8.6%	10.3%	11.1%	11.2%	10.9%	10.6%	10.2%
сахарный	6.1%	13.4%	13.4%	12.3%	10.7%	10.5%	10.4%
агро	31.8%	35.0%	35.5%	35.4%	35.8%	35.2%	34.9%

- Как уже было сказано выше, новая стратегия предполагает увеличение площадей под засеваемые сельскохозяйственные культуры. Вкупе с повышением прогнозов цен CAGR 2009-2013 выручки Группы был повышен с 5 до 8 %.
- CAGR ЕБИТДА 2009-2013 в результате был повышен с 11 до 23 % благодаря увеличению доли агробизнеса (маржа ЕБИТДА которого оценивается в 31-35 %) в общей ЕБИТДА Группы. Снижение прогнозов по марже ЕБИТДА в основном связано с пересмотром рентабельности в агробизнесе.
- В нашей модели распределение капиталовложений неравномерно: в 2009 г. капитальные инвестиции заметно снизятся по сравнению с 2008 г., что связано с ожидаемой выплатой краткосрочных кредитов и займов.
- Тем не менее, на наш взгляд, даже в условиях финансового кризиса компания вполне может позволить себе не отказываться от развития агропроекта – основного драйвера роста показателя ЕБИТДА. Для выполнения бизнес-плана по сбору урожая не обязательно выкупать земли (как изначально планировала компания) – можно брать их в аренду. Что касается сельхозтехники, то на помощь может прийти Росагролизинг. Более того, включение Разгуляя в список системообразующих компаний поможет Группе привлечь кредитные ресурсы для весенней посевной кампании. Таким образом, по нашим расчетам, ЕБИТДА компании не должна сильно пострадать от снижения капитальных инвестиций в 2008-2009гг.

Кредитный анализ

млн руб.	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Долг	13 989	15 989	12 989	15 437	16 448	14 817	13 301	9 564
Краткосрочный	8 987	9 987	8 787	9 521	9 825	9 335	8 881	7 759
Долгосрочный	5 002	6 002	4 202	5 916	6 624	5 482	4 421	1 804
Чистый долг	11 293	12 052	12 115	13 881	13 106	11 211	8 802	5 357
ЕБИТДА	3 413	2 511	5 207	6 539	7 498	8 089	8 591	8 743
Операционный денежный поток	-1 284	-1 521	1 937	3 130	4 146	5 157	5 441	5 936
Капиталовложения	-3 377	-8 000	-2 000	-4 896	-3 371	-3 262	-3 032	-2 492
Свободный денежный поток	-4 661	-9 521	-63	-1 767	776	1 895	2 409	3 445
Денежные средства на начало периода	2 193	2 696	3 937	874	1 556	3 342	3 606	4 499
Привлечение/погашение долга	2 252	2 000	-3 000	2 448	1 011	-1 631	-1 516	-3 738
Продажа активов и др.	1 291	1 903	0	0	0	0	0	0
Допэмиссия	1 621	6 859	0	0	0	0	0	0
Денежные средства на конец периода	2 696	3 937	874	1 556	3 342	3 606	4 499	4 206
Кредитный анализ								
Долг/ЕБИТДА	4.10	6.37	2.49	2.36	2.19	1.83	1.55	1.09
Чистый долг/ЕБИТДА	3.31	4.80	2.33	2.12	1.75	1.39	1.02	0.61
Краткосрочный долг/Общий долг	64%	62%	68%	62%	60%	63%	67%	81%

- Исходя из наших расчетов, с учетом сокращения инвестпрограммы в 2009 г. Разгуляй сможет погасить только 3 млрд руб., в то время как в 1-м полугодии 2009 г. компании предстоит пройти оферты по облигациям на 8 млрд руб.
- Как сообщил Игорь Потапенко (основной акционер Разгуляя) во время конференц-колла, на данный момент компания договаривается с банками о рефинансировании выданных кредитов (в том числе с ВТБ на сумму 6 млрд руб.) и с держателями облигаций о том, чтобы они не приносили свои облигации на оферту. По расчетам менеджмента Разгуляя, если все договоренности будут исполнены, то в 1-м полугодии 2009 г. компании придется погасить только 5 млрд руб. долга, что представляется нам очень хорошим исходом.
- Мы оцениваем риски рефинансирования Группы как умеренные благодаря тому, что Разгуляй является одной из системообразующих и крупнейших компаний на сельхозрынке России. Именно по этой причине Группа была включена в список приоритетных компаний России для господдержки, составленный Правительством РФ в декабре 2008 г.

Доля Разгуляя на различных рынках сельхозпродукции

Рынки	Доля Разгуляя
рынок сахара	12.4%
рынок торговли зерном	9.0%
рынок крупы	19.4%
рынок муки	2.5%

Источник: данные компании

- Облигации Разгуляя с ближайшей офертой (20.03.2009) сейчас торгуются на уровне 83 % от номинала, что предполагает невысокие кредитные риски.

Модель ДДП

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	1 129	1 345	1 544	1 678	1 827	1 947
Темп роста (%)	-12%	19%	15%	9%	9%	7%
ЕВИТДА	155	208	254	279	306	318
Рентабельность (%)	13.8%	15.4%	16.5%	16.6%	16.7%	16.3%
ЕВИТ	121	169	213	234	255	263
Рентабельность (%)	10.7%	12.6%	13.8%	13.9%	13.9%	13.5%
-Налоги на ЕВИТ	28	31	29	24	48	50
НОРАТ	93	138	183	210	206	213
+ Амортизация	34	38	42	45	51	55
- Капвложения	-60	-155	-114	-112	-108	-91
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-30	-36	-39	-38	-34	-27
Чистый денежный поток	38	-14	72	105	116	150

Основные предположения

WACC	20.1%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	7.4%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	300
Риск рынка акций	4.9%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(D+E)	30.0%
Бэта*	2.00
Бэта с учетом долга	2.69
Стоимость капитала	23.2%
Стоимость долга	16.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	12.8%
WACC	20.1%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	253
Конечная стоимость	908
Приведенная конечная стоимость	364
Стоимость денежных потоков	617
Текущий чистый долг (наличность)	410
Чистая стоимость компании	206
Количество акций (млн.)	158
Стоимость на акцию (цель на начало 2010г.)	1.31

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		17.1%	18.1%	19.1%	20.1%	21.1%	22.1%	23.1%
Конечный темп роста (%)	4.5%	2.31	2.03	1.78	1.56	1.37	1.19	1.03
	4.0%	2.17	1.91	1.68	1.47	1.29	1.12	0.97
	3.5%	2.05	1.80	1.58	1.39	1.21	1.05	0.90
	3.0%	1.93	1.70	1.49	1.31	1.14	0.98	0.84
	2.5%	1.82	1.60	1.41	1.23	1.07	0.92	0.79
	2.0%	1.72	1.51	1.33	1.16	1.00	0.86	0.73
	1.5%	1.62	1.43	1.25	1.09	0.94	0.81	0.68

Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	19 779	22 967	31 010	32 066	37 816	42 375	45 552	48 653	51 342	53 517
Операционные расходы	17 509	19 724	27 597	29 555	32 609	35 836	38 054	40 563	42 751	44 774
Амортизация	687	893	1 143	1 138	1 152	1 202	1 225	1 303	1 432	1 525
Операционная прибыль	1 583	2 350	2 270	1 372	4 055	5 337	6 273	6 787	7 159	7 218
EBITDA	2 270	3 243	3 413	2 511	5 207	6 539	7 498	8 089	8 591	8 743
Чистые процентные расходы	739	835	1 065	1 518	1 750	1 606	1 554	1 282	1 044	849
Прочие расходы (доходы)	- 305	-	- 1 287	- 1 463	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 149	1 515	2 492	1 318	2 306	3 731	4 719	5 505	6 115	6 369
Налоги на прибыль	- 248	593	1 262	374	528	684	648	557	1 160	1 208
Доля миноритариев	- 73	35	- 18	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	1 470	887	1 248	944	1 777	3 047	4 071	4 948	4 955	5 162

Баланс

в млн. руб.	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	559	2 193	2 696	3 937	874	1 556	3 342	3 606	4 499	4 206
Дебиторская задолженность	4 811	5 503	12 274	14 575	15 757	16 950	18 221	19 461	20 537	21 407
Запасы	651	3 477	3 436	3 449	3 806	4 178	4 421	4 715	4 975	5 215
Прочие оборотные активы	-	1 506	2 132	2 132	2 132	2 132	2 132	2 132	2 132	2 132
Основные средства	11 806	15 486	14 606	21 028	21 875	25 570	27 716	29 676	31 276	32 243
Прочие внеоборотные активы	2 523	1 738	3 820	3 820	3 820	3 820	3 820	3 820	3 820	3 820
Итого активы	20 350	29 903	38 964	48 941	48 264	54 205	59 652	63 410	67 239	69 023
Кредиторская задолженность	1 077	1 197	5 101	5 275	5 820	6 266	6 631	7 073	7 462	7 822
Краткосрочный долг	3 151	8 726	8 987	9 987	8 787	9 521	9 825	9 335	8 881	7 759
Прочие краткосрочные обязательства	-	-	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452
Долгосрочный долг	2 006	3 997	5 002	6 002	4 202	5 916	6 624	5 482	4 421	1 804
Прочие долгосрочные обязательства	1 577	1 814	1 380	1 380	1 380	1 380	1 380	1 380	1 380	1 380
Капитал и резервы	12 539	14 169	17 042	24 845	26 622	29 670	33 741	38 688	43 643	48 805
Итого пассивы	20 350	29 903	38 964	48 941	48 264	54 205	59 652	63 410	67 239	69 023

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	1 583	2 350	2 270	1 372	4 055	5 337	6 273	6 787	7 159	7 218
Налоги на прибыль	- 26	- 673	- 183	- 374	- 528	- 684	- 648	- 557	- 1 160	- 1 208
Амортизация	687	893	1 143	1 138	1 152	1 202	1 225	1 303	1 432	1 525
Изменение оборотного капитала	770	- 8 099	- 2 027	- 2 140	- 993	- 1 119	- 1 149	- 1 093	- 946	- 750
Обслуживание долга	- 601	- 813	- 990	- 1 518	- 1 750	- 1 606	- 1 554	- 1 282	- 1 044	- 849
Денежные потоки от операций	2 424	- 6 630	- 1 284	- 1 521	1 937	3 130	4 146	5 157	5 441	5 936
Капиталовложения	- 4 119	- 3 171	- 3 377	- 8 000	- 2 000	- 4 896	- 3 371	- 3 262	- 3 032	- 2 492
Прочие доходы (инвестиции)	-	1 447	1 291	1 903	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 4 119	- 1 724	- 2 086	- 6 097	- 2 000	- 4 896	- 3 371	- 3 262	- 3 032	- 2 492
Свободные денежные потоки	- 1 695	- 8 354	- 3 370	- 7 618	- 63	- 1 767	776	1 895	2 409	3 445
Денежные потоки от финансовой деятельности	1 574	9 988	3 873	8 859	- 3 000	2 448	1 011	- 1 631	- 1 516	- 3 738
Чистые денежные потоки	1 875	9 296	2 252	2 000	- 3 000	2 448	1 011	- 1 631	- 1 516	- 3 738

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Телекоммуникации, Банки**

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**ТЭК**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.