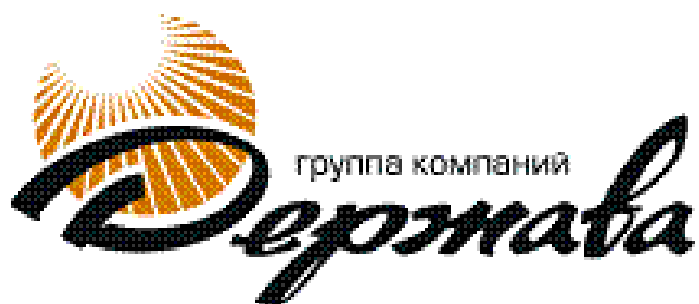


ГК «ДЕРЖАВА»

КРАТКАЯ ИНФОРМАЦИЯ И

ОБЗОР КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий документ предоставляется исключительно в ознакомительных целях. Он не является официальным документом и составной частью Решения о выпуске ценных бумаг или Проспекта ценных бумаг.

Представленная информация кратко описывает основные условия и структуру выпуска ценных бумаг и не является исчерпывающей. Полностью условия выпуска содержатся в Проспекте ценных бумаг, который зарегистрирован ФСФР РФ.

Инвесторам рекомендуется использовать данный документ как один из материалов, обеспечивающих принятие взвешенных инвестиционных решений. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести собственный анализ финансового положения Эмитента и основных условий выпуска облигаций на основе информации, содержащейся в Проспекте ценных бумаг. Ознакомиться с текстом Решения о выпуске ценных бумаг и Проспекта ценных бумаг можно в ООО «Держава-Финанс» и ИК «Финам», электронная версия документов размещена в Интернете по адресам www.gkderzhava.ru и www.finam.ru.

Информация, представленная в настоящем документе и относящаяся к деятельности Эмитента, предоставлена самим Эмитентом. Организатор или его представители не проводили проверку полноты и точности этой информации и не несут ответственности за ее полноту и точность.

Организатор не берет на себя обязательства по анализу финансовой и/или другой информации об Эмитенте и предоставлению дополнительной информации. Сотрудники Организатора не уполномочены предоставлять информацию, относящуюся к Эмитенту и/или облигациям и не содержащуюся в настоящем документе. Эмитент и Организатор не берут на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе.

ИНФОРМАЦИЯ О ВЫПУСКЕ

Эмитент облигаций	ООО «Держава-Финанс»
Поручители (входят в ГК «Держава»)	ОАО «Романовский Комбинат Хлебопродуктов» ОАО «Балахнахлебопродукт» ООО «Варениковский Комбикормовый Завод»
	ОАО «Павловская сельхозтехника» (по оферте)
Объем выпуска по номиналу	1 000 000 000 (один миллиард) рублей
Срок обращения, купоны	3 года (1092 дня), 6 купонов (182 дня)
Оферта	1 год
Начало размещения	Ноябрь 2006
Способ размещения	Открытая подписка, ММВБ
Депозитарий	НДЦ
Платежный агент	НДЦ
Организатор	ИК «ФИНАМ»
Со- организатор/финансовый консультант	ИФК «Солид»

ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ О ГРУППЕ КОМПАНИЙ «ДЕРЖАВА»

Группа Компаний «Держава» является вертикально интегрированным холдингом, специализирующимся, преимущественно, на переработке зерновых культур и производстве круп, комбикормов и муки, а также на производстве зерна и торговле им. Кроме того, Группа Компаний «Держава» занимается птицеводством, мясомолочным животноводством и промышленным производством, а также лизингом сельхозтехники (далее также Холдинг).

Управляющая компания и центральный офис расположен в г. Нижний Новгород, предприятия находятся в Нижегородской, Самарской, Саратовской, Владимирской областях и в Краснодарском крае. Коллектив Холдинга превышает 5 000 человек.

ГК «Держава»	2004	2005	6м 2006
Выручка	1 499 552	3 790 000	2 249 900
Активы	2 362 025	3 737 596	4 910 006
Капитал	1 175 699	1 661 600	2 526 210
Чистая прибыль	74 900	376 931	166 151

СОСТАВ ГРУППЫ КОМПАНИЙ «ДЕРЖАВА»

В состав Холдинга входят: холдинговая компания, управляющая компания, предприятия по переработке и хранению сельхозпродукции, торговые подразделения, сельхозтоваропроизводители (зерно, КРС), птицефабрика, молокозавод, а также промышленное предприятие.

ГК «Держава»¹:

- Холдинговая компания: ОАО Группа Компаний «Держава»
- Управляющая компания: ООО «СельПром-НН»
- Переработка и хранение сельхозпродукции:
 - ОАО «Романовский комбинат хлебопродуктов» (Саратовская обл.)
 - ОАО «Балахнахлебопродукт» (Нижегородская обл.)
 - ООО «Варениковский комбикормовый завод» (и ООО «СельПром-Юг», Краснодарский край)
 - ООО «Сызранский комбинат хлебопродуктов» (г. Сызрань)
 - ООО «ВВТ» (Муромский мукомольный завод – ООО «МКЗ», г. Муром)
- Торговые подразделения:
 - ООО Группа «Агроинвест»
 - (ООО «СельПром-НН» и ООО «СельПром-Юг» также осуществляют торговые операции)
- Сельскохозяйственные предприятия:
 - ООО «Нижегородский сельскохозяйственный актив»
 - (сельхозгодья Княгининского, Лысковского, Вадского и Арзамасского районов Нижегородской области, всего 18 предприятий различных форм собственности)
- Птицефабрика: ООО «Подлесовская птицефабрика» (Нижегородская обл.)
- Молокозавод: ООО «АГРОКОМ-М» (Нижегородская обл.)
- Промышленное предприятие: ОАО «Павловская сельхозтехника» (г. Павлово)

В 2006 году Группа вышла на новый этап своего развития - формирование холдинговой организации ведения бизнеса, повышения его прозрачности, а также повышения эффективности управления. В настоящее время Группа реструктурирует свой бизнес и консолидирует промышленные и производственные активы на балансе холдинговой компании - ОАО Группа Компаний «Держава». Данный процесс будет завершен до конца 2006 года, а с 2007 года Группа Компаний начинает предоставлять аудированную отчетность по МСФО.

ИСТОРИЯ СОЗДАНИЯ

Опыт работы Группы на российском рынке составляет 9 лет и является успешным. История Холдинга берет своё начало с создания в 1997 г. зернотрейдинговой компании ООО «СельПром-НН». Впоследствии, по мере роста объёма операций, Группа компаний «Держава» осваивала смежные отраслевые направления.

Порядок вхождения предприятий в ГК «Держава»

1. Общество с ограниченной ответственностью «СельПром-НН» - 26 ноября 1997г.
2. Общество с ограниченной ответственностью Группа «Агроинвест» - 27 июня 2001г.
3. Общество с ограниченной ответственностью «ВВТ» - 29 июня 2001г.
4. Открытое Акционерное Общество «Княгининская машинно-технологическая станция» - август 2001г.

¹ Кроме перечисленных выше предприятий и организаций в структуре Группы есть и другие подразделения, выполняющие вспомогательную роль сателлитов, но не участвующие в генерации денежного потока и не являющиеся центрами прибыли либо выручки.

5. Открытое Акционерное Общество «Балахнахлебопродукт» - апрель 2003г.
6. Открытое Акционерное Общество «Романовский комбинат хлебопродуктов» - июнь 2003г.
7. Общество с ограниченной ответственностью «Варениковский комбикормовый завод» - 28 декабря 2004г.
8. Общество с ограниченной ответственностью «АГРОКОМ-М» - 10 марта 2005г.
9. Общество с ограниченной ответственностью «Подлесовская птицефабрика» - 14 июня 2005г.
10. Открытое Акционерное Общество «Павловская сельхозтехника» - сентябрь 2005г.
11. Общество с ограниченной ответственностью «МКЗ» (Муромский элеватор) - февраль 2006 г.
12. Общество с ограниченной ответственностью «Сызранский комбинат хлебопродуктов» - июнь 2006 г.

Структура Холдинга представлена на следующей странице.

АКЦИОНЕРЫ

Акционерами ОАО Группа Компаний «Держава» являются его топ менеджеры: Председатель Совета Директоров Коняшин Александр Викторович (50%), и Президент Сергеев Андрей Евгеньевич (50%).

Контролирующими акционерами (участниками) большинства предприятий Группы являются физические лица, состоящие в родственных отношениях с бенефициарами Холдинга – акционерами ОАО ГК «Держава». Контроль за деятельностью предприятий осуществляется через представительство в органах управления.

Как уже было сказано выше, в настоящее время в Группе Компаний завершается процесс реструктуризации, в рамках которой совершенствуется структура собственности. Схема консолидации предусматривает передачу пакетов акций (долей) предприятий, входящих в ГК и являющихся собственниками активов, на баланс ОАО ГК «Держава» путем внесения в уставный капитал. Указанные физические лица продают конечным бенефициарам пакеты акций (доли) предприятий Группы, после чего последние вносят эти активы в уставный капитал ОАО ГК «Держава».

Юридическое сопровождение процесса передачи активов будет осуществлять компания «Бейкер Тилли Русаудит» (член международной аудиторской сети Baker Tilly Int.), имеющая значительный опыт работы с эмитентами аграрного сектора. Реструктуризация Холдинга будет окончательно завершена уже в 2006 году в связи с тем, что ГК «Держава» планирует осуществить IPO в 2008 году, что требует прозрачной структуры организации и предоставления подтвержденной аудиторами финансовой отчетности.

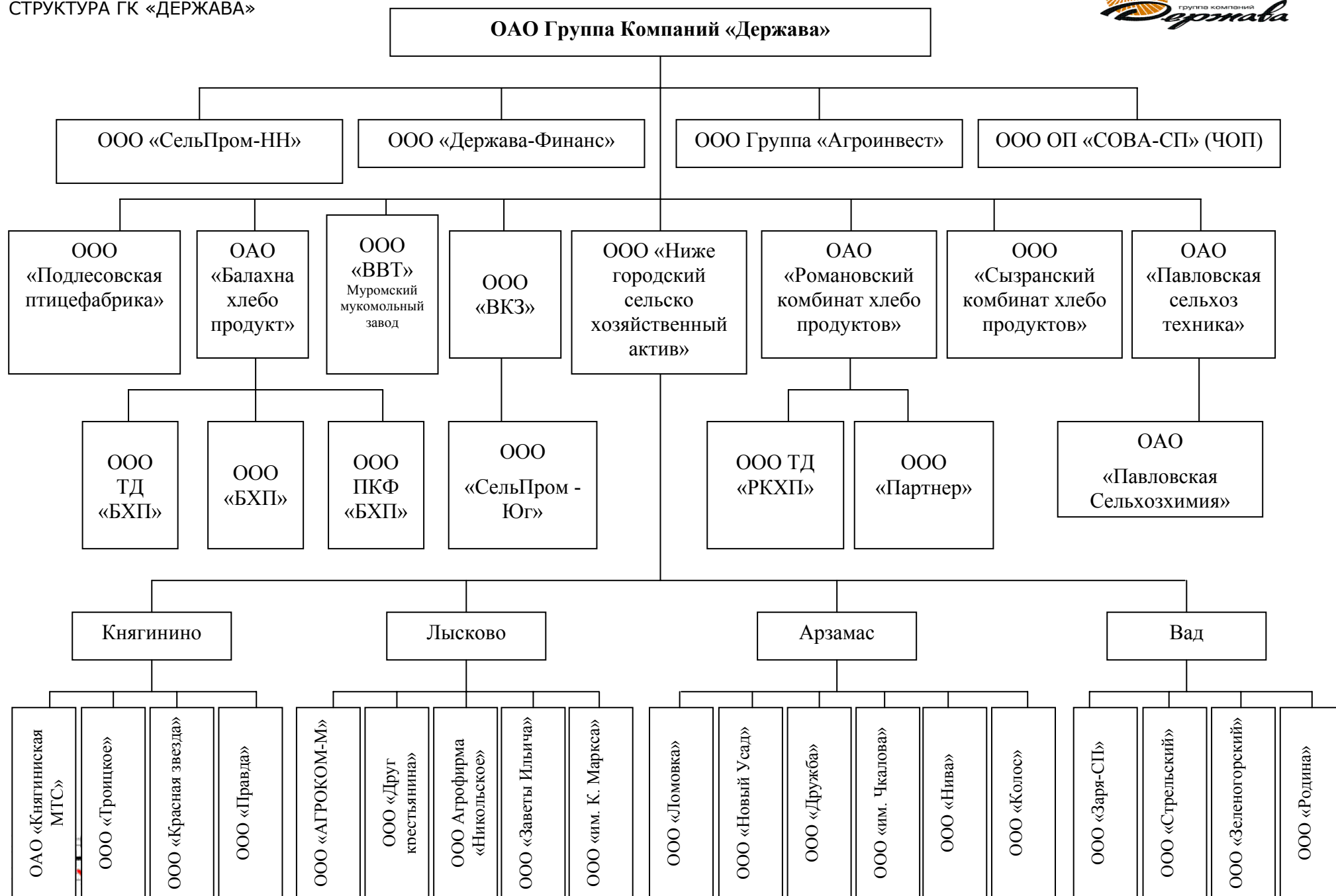
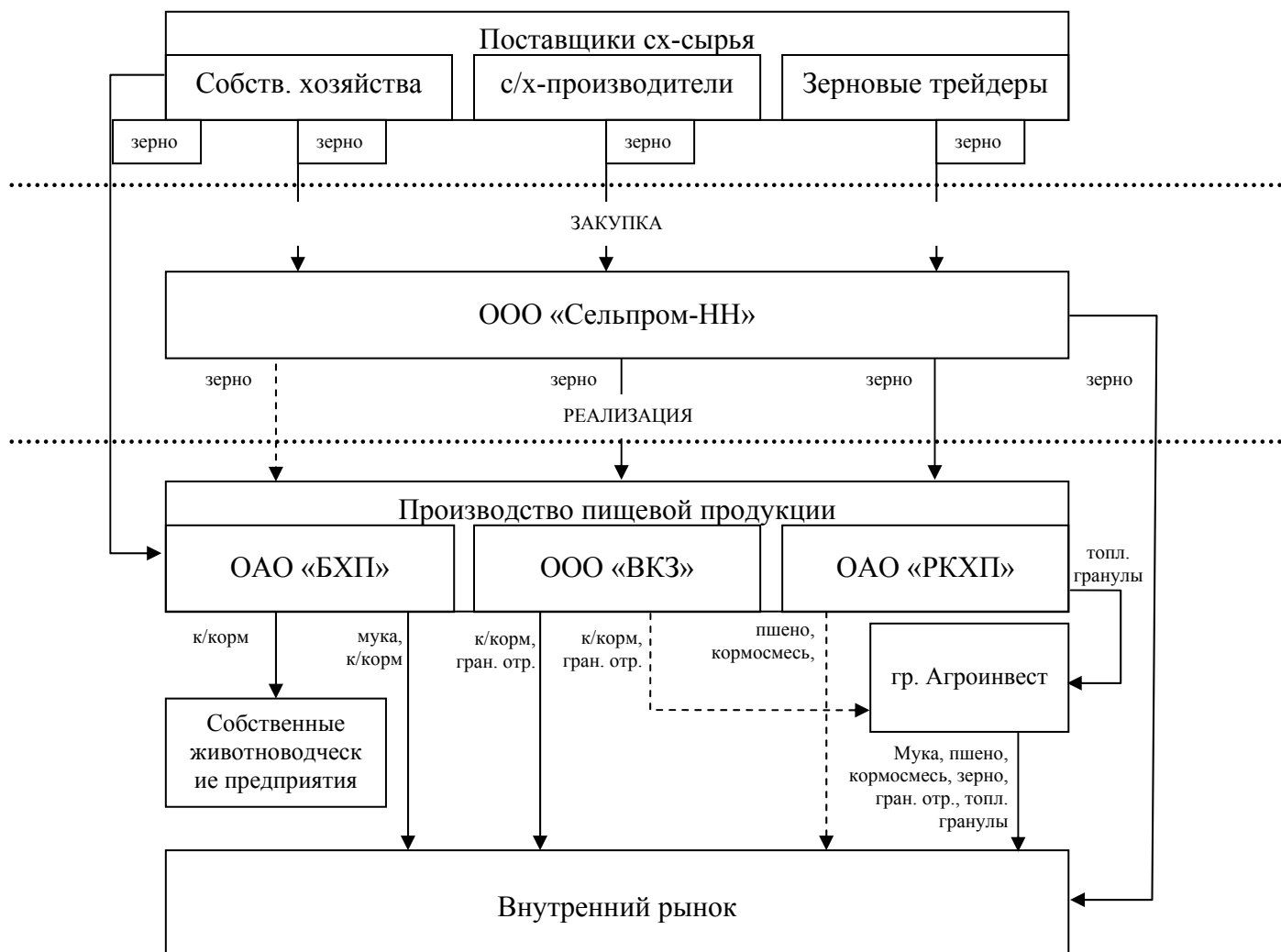


СХЕМА БИЗНЕС-ПРОЦЕССОВ



Вышеприведенная схема не включает активы, находящиеся в стадии модернизации либо приобретенные в 2006 г., т. к. отражает ситуацию по маркетинговому (в данном случае, так называемому «зерновому») году, который в АПК условно начинается с 1 июля и завершается 30 июня. В силу данной отраслевой особенности не корректно при анализе данных за I полугодие рассматривать активы, которые интегрированы в бизнес-процесс уже после завершения рассматриваемого периода. Справочно: приобретенные активы, а именно Муромский элеватор и Сызранский КХП, используются в настоящий момент для хранения с/х-сырья, а Сызранский комбинат также и для переработки. Приобретенные активы интегрируются в основной бизнес-процесс в рамках общей реструктуризации Холдинга и повышения качества управления путем централизации. После завершения этого процесса и по итогам 2006-07 маркетингового года, общая схема работы оптимизируется за счет исключения дублирующих звеньев. Впрочем, сложившиеся на сегодняшний день бизнес-процессы позволяют менеджменту Группы контролировать присущие отрасли риски и оперативно координировать текущую деятельность в зависимости от рыночной конъюнктуры и иных воздействующих факторов (участие в нац. проектах, оказание услуг по хранению зерна интервенционного фонда, пр.).

Объединение сельхозтоваропроизводителей, переработчиков, сбытового подразделения а, в части комбикормов, ещё и потребителей продукции, позволяет полностью контролировать процесс выращивания, переработки и реализации сельскохозяйственной и пищевой продукции.

Построение полной цепочки позволило существенно снизить себестоимость конечного продукта, автоматически оптимизировало взаимосвязанные риски, присущие рынкам агропродукции, и дало великолепный экономический результат – уровень рентабельности наивысший среди компаний-аналогов.

Бизнес-процесс в ГК функционирует таким образом, что результат работы Холдинга в целом - стабилен, а текущая деятельность - динамично управляема при всех возможных вариантах развития событий в пищевой и сельскохозяйственной сферах.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ МОЩНОСТИ

Мощности Группы Компаний по хранению зерна составляют 280 тыс. тн, по производству муки – 120 тыс. тн/год, площадь сельхозугодий – 80 тыс. га. Группа контролирует около 9% российского рынка круп и 25% российского рынка пшена. В 2005 г. объем переработки зерна составил более 250 тыс. тн. В 2006 г. показатель мощностей по переработке возрос до 650 тыс. тн зерна ежегодно. Увеличение произошло за счет приобретенных производственных активов.

ХРАНЕНИЕ ЗЕРНА ГОСУДАРСТВЕННОГО ИНТЕРВЕНЦИОННОГО ФОНДА

Группа компаний «Держава» заключила контракт на хранение зерна из государственного интервенционного фонда.

ОАО ГК «Держава» вошла в число победителей тендера по отбору хранителей запасов государственного интервенционного фонда зерна в 2006-2007 годах. Работу по государственному контракту будут осуществлять три предприятия, входящие в Группу Компаний: «Сызранский комбинат хлебопродуктов», Муромский элеватор и «Романовский комбинат хлебопродуктов». Заключенные «Державой» контракты предполагают обеспечение хранения почти 180 тыс. тонн зерна государственного интервенционного фонда.

По данному показателю ГК «Держава» догнала крупнейших операторов среди частных компаний по хранению зерна для государственных нужд, которыми являются хорошо известные инвесторам АПК ОГО и Группа Разгуляй.

Общеизвестно, что оказание услуг по хранению приносит стабильный комиссионный доход (в среднем - 40 руб. за тонну хранимого сырья в месяц), а также позволяет получать прибыль при реализации государственного зерна, выводимого из резерва, а также в ходе формирования новых запасов.

УЧАСТИЕ В НАЦИОНАЛЬНОМ ПРОЕКТЕ «СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО»

Государственная поддержка развития птицеводства позволит компании привлекать ресурсы для модернизации и развития птицефабрики в виде кредитов по сниженным ставкам и с компенсированием процентной ставки из федерального и регионального бюджетов в размере ставки рефинансирования Банка России. Это означает, что средства, которые менеджмент и акционеры планировали отвлекать из оборота путем реинвестирования полученной прибыли и направлять на финансирование данного проекта, останутся в распоряжении Холдинга и будут использованы для развития других перспективных направлений. Кроме того, снижение стоимости обслуживания долга отразится на операционных показателях, что, в свою очередь, приведет к повышению кредитного качества Компании.

ОБЗОР ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ

Финансовое состояние, операционные показатели и темпы роста бизнеса ГК «Держава» меняют традиционное представление об агропромышленной сфере, как о низко-рентабельной и высокорискованной отрасли.

Отчетность (сводная, РСБУ) (тыс. руб.)	2004	2005	I п/г 2006
Баланс			
Внеоборотные активы	1 124 787	1 240 867	2 094 825
Оборотные активы	1 237 238	2 496 729	2 815 181
Активы	2 362 025	3 737 596	4 910 006
Капитал и резервы	1 175 699	1 661 600	2 526 210
Краткосрочные обязательства	1 051 242	1 941 500	1 640 585
<i>в т.ч. краткосрочные займы и кредиты</i>	382 413	834 082	621 966
Долгосрочные обязательства	135 084	134 497	743 211
<i>в т.ч. долгосрочные займы и кредиты</i>	200	12 165	639 165
Чистый Долг*	1 124 724	1 896 575	2 100 425
Операционные показатели			
Выручка	1 499 552	3 790 000	2 249 900
Валовая прибыль	134 416	494 149	267 436
Чистая прибыль	74 900	376 931	166 151
Рентабельность по чистой прибыли	4,99%	9,92%	7,38%
Долговая нагрузка			
Текущая ликвидность	1,18	1,23	1,66
Капитал/Активы	49,8%	44,5%	51,45%
Займы и кредиты/Активы	16,2%	22,6%	25,7%
Доля долгосрочного долга в чистом	0,2%	7,09%	35,38%

* Показатель чистого долга рассчитывался как сумма краткосрочных и долгосрочных обязательств за вычетом денежных средств и краткосрочных финансовых вложений.

Анализ финансового состояния ГК «Держава» проводится на основе сводной управленческой финансовой отчетности Холдинга, составленной по РСБУ на 31.12.2005 г. и на 30.06.2006. В консолидацию вошли следующие предприятия: ОАО «Балахнахлебопродукт», ООО «СельПром НН», ОАО «Романовский комбинат хлебопродуктов», ООО Группа «Агроинвест», ООО «Варениковский комбикормовый завод», ОАО «Павловская сельхозтехника», ООО «ВВТ» (Муромский мукомольный завод), ООО «АГРОКОМ-М», а также сельхозпредприятия Вадского, Арзамасского, Княгининского и Лысковского районов Нижегородской области, входящие в Холдинг.

Консолидация проводилась на основе налоговой отчетности, скорректированной на величину резерва переоценки основных средств, так как в отчетности, используемой исключительно в целях налогообложения, основные средства отражены по их балансовой стоимости, отличающейся от рыночной, что подтверждается отчетами об оценке, выполненными независимыми оценщиками.

Состав и структура активов

Валюта баланса Группы составляла на 31.12.2005 г. 3 737 596 тыс. руб., а на 30.06.06 возросла до 4 910 006 тыс. руб., или на 31,4%. Доля внеоборотных активов в общих составляла 33,2% и равнялась 1 240 867 тыс. руб. на конец 2005 года, к концу I полугодия увеличилась до 42,7% и равна 2 094 825 тыс. руб.

Рост произошел за счет приобретения новых активов и оборудования. Внеоборотные активы в значительной мере представлены основными средствами (98,6%, или 1 223 816 тыс. руб. на 31.12.2005, и 91,7%, или 1 921 530 тыс. руб. по состоянию на

30.06.2006 г.), стоимость которых отражена в активах по их текущей рыночной цене на основе отчетов об оценке², выполненных независимыми оценщиками (переоценка и изменение балансовой стоимости активов по РСБУ возможна один раз в год, в конце I квартала). Соответственно был скорректирован и пассив баланса. Структуру основных средств Группы Компаний формируют здания, машины и оборудование, принадлежащие предприятиям Холдинга. Расшифровка основных средств на 01.07.2006 г. представлена в таблице ниже:

Расшифровка на 01.07.06	ОАО ПСХТ	ООО СельПром	ОАО БХП	ОАО РКХП	ООО ВВТ	ООО ВКЗ	ООО СП-ЮГ	ООО АИ	ИТОГО
ОС1 921 530 тыс. руб	346 407,3	349 341,1	191 405,0	569 961,0	214 812,4	221 531,2	598,0	27 474,0	1 921 530
Здания	135 479,0		69 731,0	535 950,0	214 000,0	99 375,5		13 279,0	1 067 814,4
Инвентарь производственный	255,8							27,5	283,3
Машины и оборудование	101 018,4	608,8	70 798,1	33 413,0	503,5	87 816,6	318,7	6 027,3	300 504,4
Сооружения и передаточная техника	7 729,2		46 961,0	248,0	308,9	34 339,1		127,5	89 713,7
Вычислительная техника	9,5	506,2					48,0		563,7
Земельные участки	85 192,0	348 226,1	1 309,0						434 727,1
Измерительная аппаратура	538,2								538,2
Инструмент	4 091,9								4 091,9
Транспортные средства	12 093,3		2 606,0	350,0			231,3	8 012,7	23 293,3

Оборотные активы составляли 2 496 729 тыс. руб. на 31.12.2005 г., а к концу I полугодия их величина достигла 2 815 181 тыс. руб., то есть оборотные активы возросли на 12,8%.

Основную долю в оборотных активах составляет краткосрочная дебиторская задолженность (54,5%, или 1 362 467 тыс. руб. по состоянию на 31.12.2005 г., и 56,3%, или 1 584 997 тыс. руб. на 30.06.2006 г.). Основной удельный вес дебиторской задолженности приходится на расчеты с покупателями (1 017 015 тыс. руб. на 30.06.2006 г. и 881 469 на 31.12.2005 г.), который составляет 64,2% общей дебиторской задолженности в конце полугодия и 64,7% на начало года. Следует отметить, что вся дебиторская задолженность достаточно быстро оборачивается, а величина задолженности на одного дебитора на превышает 2-3% от всего объема, что не может критически отразиться на положении Холдинга в случае неуплаты.

Долгосрочная дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более, чем через 12 месяцев, – это долгосрочная задолженность предприятий, которые приобрели с/х-технику по лизингу у ОАО «Павловская сельхозтехника» (106 434 тыс. руб. на 31.12.2005 г. и 99 796 тыс. руб. на конец I полугодия 2006 г.). Указанная техника была приобретена Холдингом за счет средств ОАО «Росагролизинг» (остаток на 30.06.2006 г. – 78 864 тыс. руб., погашение – май 2009 г.) и ОАО «Росагроснаб» (остаток на 30.06.2005 г. – 20 932 тыс. руб., погашение – декабрь 2007 г.), которые отражены в прочих долгосрочных обязательствах Группы.

Также существенную долю в оборотных средствах Группы занимают запасы, в значительной мере представленные готовой продукцией (комбикорма, крупа, мука, и т. д.) и товарами для перепродажи (зерно). Объем запасов на 31.12.2005 г. составлял 762 338 тыс. руб., из которых на готовую продукцию приходилось 647 032 тыс. руб., а к 30.06.2006 г. эти величины составляли 770 170 тыс. руб. (запасы) и 641 835 тыс. руб. (готовая продукция) соответственно. Такой уровень запасов сырья и готовой продукции характерен для предприятий отрасли переработки сельхозсырья и зернотрейдинга.

Величина краткосрочных финансовых вложений составляла 172 695 тыс. руб. на начало года, и 251 333 тыс. руб. к концу I полугодия.

² Отчеты об оценке имущественных комплексов предприятий Группы проводились независимыми оценщиками, рекомендованными банками-кредиторами, и в дальнейшем использовались для определения рыночной стоимости залогов. Сравнение полученных результатов с данными по сделкам M&A в отрасли, подтверждает адекватность использованных методик и обоснование справедливой стоимости активов Группы.

Состав и структура пассивов:

Доля собственных средств Группы в пассивах занимала 44,5% на начало года и составляла 1 661 600 тыс. руб., увеличившись к концу I полугодия до 2 526 210 тыс. руб., достигнув 51,5% в общем объеме пассивов.

Размер уставного капитала скорректирован с учетом условной переоценки основных средств и был увеличен на величину расхождения между реальной стоимостью и величиной, отраженной в балансах налоговой отчетности. Указанная корректировка найдет отражение в балансе ОАО ГК «Держава» после завершения консолидации активов.

Также существенную долю в пассивах занимают краткосрочные обязательства, составлявшие на начало года 1 941 500 тыс. руб., или 51,9% в пассивах, которые уменьшились по состоянию на конец I полугодия в абсолютном выражении, составив 1 640 585 тыс. руб., при этом в общем пассиве их относительная доля значительно снижается, составляя на 30.06.2006 г. 33,4%.

Краткосрочные обязательства представлены займами и кредитами, а также кредиторской задолженностью. Величина **краткосрочных займов и кредитов** за анализируемый период снизилась с 834 082 тыс. руб. на 01.01.2006 г. до **621 966 тыс. руб.** по состоянию на 30.06.2006 г., а **кредиторская задолженность** за тот же период снизилась с 1 107 410 тыс. руб. до **1 015 725 тыс. руб.** Уровень кредиторской задолженности характерен для компаний отрасли переработки сельхозпродукции и отражает общую тенденцию предприятий сектора финансировать текущую деятельность за счет поставщиков.

За анализируемый период с начала 2006 г. до конца I полугодия значительно увеличились долгосрочные обязательства Группы, которые на начало года составляли 134 497 тыс. руб., или 3,6% совокупных пассивов, а по состоянию на 30.06.2006 г. доля долгосрочных обязательств увеличилась до 15,1%, составив 743 211 тыс. руб.

В структуре **долгосрочных** обязательств существенно увеличилась доля **займов и кредитов**. Их величина возросла с 12 165 тыс. руб. по состоянию на 31.12.2005 г. до **639 165 тыс. руб.** 30.06.2006 г. В настоящий момент **доля долгосрочных кредитов в общем объеме задолженности** по займам и кредитам возросла с 1,4% на начало 2006 года до **50,7%** в конце I полугодия. **Увеличение доли долгосрочной задолженности в пассивах свидетельствует о компетентной финансовой политике менеджмента**, выражающейся в реструктуризации кредитного портфеля при переходе Группы на следующий этап своей деятельности: от первоначального «сбора» требуемых для стабилизации бизнеса активов к поступательному развитию на основе инвестиционных кредитов. Общая **величина задолженности по займам и кредитам** на конец 2005 года составляла 846 247 тыс. руб., а в конце I полугодия 2006 года объем задолженности составил **1 261 131 тыс. руб.** Банки, которые кредитуют Группу компаний, являются крупными финансовыми институтами, среди них: ОАО «Внешторгбанк», АКБ «Союз», «Ак Барс», «МДМ», «Россельхозбанк», Волго-Вятский банк Сбербанка РФ, ЗАО Внешторгбанк Розничные услуги и др. ГК «Держава» является кредитоспособным холдингом, о чем свидетельствуют суммы привлекаемых кредитов и их погашаемость. Предоставленные займы выплачиваются своевременно и в полном объеме, согласно разработанным графикам погашения.

Коэффициенты структуры капитала	Расчет по строкам баланса	ГК «Держава» 2005	ГК «Держава» 6м 2006
Доля собственного капитала в балансе	490/300	44,5%	51,5%
Доля краткосрочной задолженности в балансе	690/300	51,9%	33,4%
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственными	$(290-690)/290$	0,222	0,417
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	190/300	33,2%	42,7%

Коэффициенты ликвидности	Расчет по строкам баланса	ГК «Держава» 2005	ГК «Держава» 6м 2006
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	$(260+250)/(620+610)$	0,092	0,173
Коэффициент текущей ликвидности	$(290-230)/(690-640-650)$	1,23	1,66
Коэффициент покрытия суммарного долга	$290/(690+590)$	1,20	1,18

Коэффициенты рентабельности	Расчет по строкам баланса	ГК «Держава» 2005	ГК «Держава» 6м 2006
Рентабельность активов по прибыли от продаж	50ф2/300	12,2%	---
Рентабельность продаж	50ф2/10ф2	12,03%	10,4%
Рентабельность продаж по чистой прибыли	190ф2/10ф2	9,94%	7,4%

КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Анализ кредитного портфеля Группы в настоящем обзоре проводится с целью определения доли имущества Холдинга, не обремененного залогами. Полученная величина позволяет судить о реальной стоимости активов ГК «Держава», которые могут быть использованы для выплат инвесторам в случае необходимости.

Как было указано выше, валюта баланса скорректирована на резерв переоценки основных средств ГК, что отражено в активах по строке 120 «Основные средства», а в пассивах соразмерно увеличен показатель «Уставный капитал», строка 410. Указанная корректировка обоснована и не противоречит разумной логике по той причине, что в дальнейшем, по мере завершения реструктуризации Холдинга, уставный капитал ОАО ГК «Держава» будет увеличиваться за счет внесения пакетов акций (долей), оцененных по их реальной стоимости, то есть с учетом справедливой оценки основных средств.

На 01.07.2006 г. совокупная рыночная стоимость заложенных основных средств составила 817 620 тыс. руб. Таким образом, стоимость незаложенного имущества составляет 1 103 910 тыс. руб., что является достаточным обеспечением для выплаты суммы основного долга по размещаемым облигациям, а также процентов за один купонный период (купоны по облигациям выплачиваются дважды в год).

АГРОХОЛДИНГИ НА РЫНКЕ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА

В настоящий момент на рынке публичных заимствований обращаются долговые бумаги многих агрохолдингов. Риски по этому сектору хорошо известны инвесторам и имеют четкую оценку в виде кредитных ставок. Наиболее близкими для сравнительного анализа мы считаем эмитентов АПК «ОГО» и АПК «Аркада». Кроме того, Группа «Разгуляй», признаваемая отраслевым индикатором (benchmark) среди агрокомпаний, по нашему мнению также сопоставима с ГК «Держава» как по сфере деятельности, так и по ключевым коэффициентам, однако «Разгуляй» значительно превосходит «Державу» по масштабу, а также предоставляет отчетность по МСФО, подтвержденную аудитором.

Выручка Группы «Держава» за первое полугодие 2006 года – 2 250 млн. руб. – сопоставима с результатами всего 2005 года, когда этот показатель составил 3 790 млн. рублей. Одновременно, чистая прибыль Группы компаний достигла в январе-июне текущего года 166,2 млн. рублей, за 12 месяцев 2005 г. – 376,9 млн. руб. В итоге, уровень чистой рентабельности «Державы» в I полугодии 2006 г. составил 7,4%, что является одним из наиболее высоких показателей в отрасли. Впрочем, данный показатель несколько снизился по сравнению с 2005 годом, когда он был равен 9,9%. Снижение рентабельности объясняется увеличением расходов – средства были направлены на приобретение дополнительных активов, в частности, Муромского элеватора и «Сызранского комбината хлебопродуктов». Уже в ближайшие месяцы руководство ГК рассчитывает получить эффект синергии от данных сделок. Таким образом, годовой рост продаж ожидается в том числе и по новым предприятиям, включенным в состав Группы.

По итогам первого полугодия «Держава» продемонстрировала увеличение ряда статей баланса, а также существенное улучшение его структуры. Рост активов за шесть месяцев составил 31,4%, валюта баланса достигла 4 910 млн. рублей, при этом рост не сопровождался сопоставимым увеличением долговой нагрузки. Доля собственных средств в общем объеме возросла и составила на конец полугодия 2 526,2 млн. рублей (51,45% совокупных пассивов). Вместе с тем, задолженность компании, ранее носившая преимущественно краткосрочный характер, сократилась в части «коротких» долгов на 212,1 млн. рублей за счет реструктуризации кредитного портфеля путём удешевления и «удлинения» займов – Группе удалось привлечь долгосрочные кредиты в сумме на 627 млн. рублей. Положительная динамика показателей Группы вызвана приобретением новых активов, а также методичной работой финансовых менеджеров компании по повышению кредитного качества.

Финансовое состояние, операционные показатели и темпы роста бизнеса ГК «Держава» меняют традиционное представление об агропромышленной сфере, как о низкорентабельной и высокорискованной отрасли. Неэффективные и, зачастую, убыточные предприятия отрасли АПК, вытесняются современными технологичными агрохолдингами, способными не только стабильно работать, но и быстро развиваться, при этом целенаправленно повышая инвестиционную привлекательность, добиваясь роста капитализации и, в итоге, выходя на публичный рынок капиталов, о чем свидетельствуют успешные примеры компаний-аналогов, уже присутствующих на фондовом рынке.

Главное отличие ГК «Держава» в уровне рентабельности, а также в незначительном уровне долговой нагрузки.

Так, по итогам прошлого года рентабельность EBIT «Державы» составила 10,04% против 4,5% у «Аркады», 6,4% у «ОГО» и 11,4% у Группы «Разгуляй». При этом рентабельность по чистой прибыли у «Державы» наивысшая среди компаний аналогов – 9,92%.

По уровню долговой нагрузки Группа «Держава» также наиболее близка к «Разгуляю» и выгодно отличается от других агрокомпаний. При этом, оптимизация долгового портфеля в первом полугодии привела к значительному снижению доли краткосрочных обязательств в общем объеме.

Активы Группы Компаний более, чем на половину обеспечены собственными средствами. При этом «Держава» – единственная компания, у которой величина собственного капитала превосходит внеоборотные активы, т. е. основные средства (превалирующие во внеоборотных активах) у аналогов частично профинансированы за счет заемных средств, впрочем, как и их оборотный капитал. «Держава» отличается тем, что собственные средства покрывают, в том числе, ещё и оборотный капитал.

Коэффициент текущей ликвидности находится на приемлемом уровне и превышает аналогичный показатель у компаний, по которым проводится сравнение.

С точки зрения кредитного качества ГК «Держава» наиболее близка к Группе «Разгуляй» (таблица на следующей странице). По масштабу бизнеса «Держава» сравнима с «Аркадой». С этой точки зрения, справедливая доходность ГК «Держава» должна находиться в диапазоне между этими двумя эмитентами, причем ближе к «Разгуляю», т. к. кредитный риск, по нашему мнению, важнее, чем величина бизнеса, тем более, что размер займа соответствует масштабу деятельности, а уровень ликвидности будет приемлемый.

По нашей оценке, справедливая ставка доходности составляет 12,2%-12,4%, но, с учетом премии инвесторам за дебют и в рамках стратегии формирования положительной публичной кредитной истории, а также позитивного отношения инвесторов к выпускам ценных бумаг «Державы», уровень доходности по размещаемому займу планируется несколько выше справедливого. Такой подход создает запас роста котировок в период обращения займа, особенно в первый год после размещения, т. е. до оферты, особенно на фоне выполнения программы повышения кредитного качества, прозрачности ведения бизнеса, завершения консолидации активов, составления отчетности по МСФО, подтвержденной аудиторами, даже без учета развития новых перспективных проектов в рамках Холдинга, внедрения безотходных технологий и повышения качества управления.

Сравнительные показатели компаний – аналогов, млн. руб.

Эмитент	Держава		Аркада		ОГО		Разгуляй
	2005	6м 2006	2005	6м 2006	2005	6м 2006	
Стандарт отчетности *	Конс. РСБУ		Конс. РСБУ		Конс. РСБУ (27,62)		МСФО (28,78)
Выручка	3 790	2 250	4 360	2 978	9 914	3 867	19 772
Прибыль до налогов и выплаты % (ЕВИТ **)	460	250	198	183	634	282	2 245
Чистая прибыль	377	166	47	32	53	0	1 381
Активы	3 738	4 910	3 073	3 998	8 258	8977	20 232
Внеоборотные активы / Активы, %	33,20	42,66	36,22	32,08	18,34	21,57	70,27
Капитал	1 662	2 526	806	783	1 805	1 740	11 052
Займы и кредиты	846	1 261	1 496	2 309	4 829	5 938	5 094
Из них краткосрочные, %	98,6	49,3	59,1	42,0	57,6	61,3	60,4
Рентабельность ЕВИТ, %	10,04	7,84	4,5	6,1	6,4	7,3	11,4
Рентабельность по чистой прибыли	9,92%	7,38%	1,1%	1,1%	0,5%	0%	7,0%
Займы и кредиты / Капитал	0,51	0,50	5,97	2,70	2,68	3,41	0,46
Капитал / Активы	0,44	0,51	0,10	0,21	0,22	0,19	0,55
Займы и кредиты / Активы	0,23	0,26	0,59	0,58	0,58	0,66	0,25
Займы и кредиты / ЕВИТ	2,22	7,16	7,56	12,62	7,62	21,06	2,27
Займы и кредиты / Выручка	0,22	0,56	0,34	0,58	0,49	1,54	0,26
ЕВИТ / Проценты	4,79	2,39	1,48	1,49	1,15	1,0	3,72
Текущая ликвидность	1,23	1,66	1,18	1,50	1,05	0,97	1,42
Объем займа	1 000		700		1 200		2 000
Текущая доходность к оферте / погашению			13,6%		13,8%		10,25%

* Данные по компаниям приводятся из анализа публично раскрываемой эмитентами информации в виде обзоров кредитного качества.

** При анализе отчетности, составленной в соответствии с РСБУ, показатель ЕВИТ определяется как сумма стр. 070 «Проценты к уплате» и стр. 140 «Прибыль (убыток) до налогообложения» т. к. операционные показатели сравниваемых компаний позволяют своевременно обслуживать процентную составляющую долговой нагрузки.

ИСТОЧНИКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

- Вертикальная интеграция позволяет аккумулировать маржу всех звеньев технологической цепочки производства, переработки и реализации зерна и пищевой продукции
- Сильные позиции Группы в переработке сельскохозяйственной продукции и наличие собственных перерабатывающих мощностей обеспечивают существенную долю рынка
- Налаженные контакты с поставщиками и значительный накопленный опыт, позволяют компании уверенно наращивать долю рынка в основных регионах присутствия
- Собственное сельскохозяйственное производство, объединяющее предприятия с общей площадью угодий свыше 80 тыс. га и численностью работающих более 3 тыс. чел., снижает зависимость от закупочных цен и позволяет увеличить рентабельность за счет получения маржи сельхозпроизводителей
- Постоянная работа по снижению производственных издержек за счет внедрения ресурсосберегающих технологий, модернизации оборудования, оптимизации деятельности предприятий Группы и усиления синергетического эффекта
- Освоение новейших перспективных и высоко рентабельных производств. В рамках данного направления на предприятиях Группы внедряется технология безотходного метода производства, позволяющего вместо повышающей себестоимость утилизации зерновых отходов вырабатывать дорогостоящие топливные гранулы, спрос и цена на которые в странах ЕС стабильно растёт
- Использование современной техники и новейших технологий в сельском хозяйстве приводит к эффективному контролю над затратами и росту производительности труда
- Географическое положение принадлежащих Холдингу предприятий в регионах – производителях сырья, позволяет снижать транспортные издержки
- Фактором успеха бизнеса ГК является профессиональная команда сотрудников. Поглощение, модернизация и рентабельная работа других новых предприятий требуют постоянного повышения профессионализма и качества работы. Политика привлечения персонала строится на принципах жесткого конкурсного отбора
- Безупречная репутация среди участников зернового и продовольственного рынков. Группа обеспечивает своих контрагентов и партнёров качественной продукцией и первоклассными услугами

Существенным преимуществом ГК «Держава» является проводимая руководством политика информационной открытости и прозрачности. В рамках данной политики Холдинг предпринимает следующие шаги:

- Повышает прозрачность корпоративной структуры, реорганизует и реструктуризирует бизнес, консолидирует активы на балансе ОАО ГК «Держава»
- С 2007 года компания начинает готовить финансовую отчетность по МСФО.
- Освещает все основные события в СМИ и на корпоративном сайте www.gkderzhava.ru в сети Интернет

ЗАКЛЮЧЕНИЕ И ВЫВОДЫ

Профиль рисков и основные тенденции в отрасли АПК изучены аналитиками, хорошо известны инвесторам и одинаковы для большинства эмитентов этого сегмента. Многие из этой информации в точности совпадают с текущей ситуацией и перспективами Эмитента. То есть те проблемные вопросы (непонятная структура, низкая прозрачность, оптимизация налогообложения в предыдущие периоды), т. е. "узкие места", очевидные при рассмотрении Группы по существу - это отраслевые изъяны, присущие большинству агрохолдингов, в том числе и уже разместившим облигационные займы. Кроме того, в числе лидеров роста среди рублёвых корпоративных облигаций периодически присутствуют агрокомпании, которые являются наиболее близкими отраслевыми аналогами при позиционировании Эмитента по ставке. Ожидаемая нами доходность по займу Группы скорректирована с учётом выявленных недостатков. По ходу их устранения появятся основания для повышения котировок, как это происходило с бумагами аграриев, и привело к снижению доходности по сектору.

В период обращения облигаций Группа завершит консолидацию, отразит на балансе ОАО существующие активы по их реальной стоимости, подтвержденной в установленном порядке независимыми оценщиками из числа авторитетных аудиторов, выведет на проектную мощность производство на предприятиях, приобретенных в 2006 году.

Текущая рентабельность деятельности Холдинга демонстрирует профессионализм менеджмента, сумевшего на базе убыточных предприятий (в период до вхождения в Группу) сформировать Холдинг с наивысшими по отрасли показателями рентабельности, а это дает основания полагать, что и новые проекты будут не менее успешными и прибыльными.

Наращивание с/з-угодий в распоряжении Холдинга - ещё одна положительная тенденция, наблюдающаяся среди всех или большинства крупных представителей отрасли АПК, особенно на фоне долгосрочных планов государства по совершенствованию правовой базы в части оборота земель с/х-назначения и либерализации земельного рынка, а следовательно, ожидаемого роста цен на земли такого типа в среднесрочной перспективе. Следует отметить, что финансовый результат деятельности предприятий, составляющих сельскохозяйственный производственный актив Группы, использующие приобретенные земли для производства с/х-продукции, положителен и стабилен, что объясняется эффективностью управления и применением современных технологий в агробизнесе. Фактически, снижая зависимость от внешних поставщиков, Группа не только уменьшает затраты на приобретение сырья для переработки благодаря выращиванию собственного зерна, но также и аккумулирует маржу сторонних с/х-производителей и поставщиков. Обеспечение перерабатывающих предприятий Группы собственным сырьём - безусловно положительное явление, т. к. волатильность цен на с/х-продукцию высока, а в издержках по основному производству в переработке, удельный вес затрат на обеспечение сырьём перерабатывающих предприятий доминирует (~ 80% и более). Кроме этого, для обеспечения бесперебойной работы и фиксации затрат на покупку сырья, перерабатывающие предприятия практикуют формирование сырьевых запасов в период уборки урожая, что выражается в отвлечении оборотных средств и повышении процентных расходов по привлекаемым для этой цели кредитам. Данные статьи затрат Холдинга соразмерно и существенно снизятся, т. к. в этом проявляется синергетический эффект от вертикальной интеграции вниз.

Планы ОАО публично разместить акции на российских площадках (IPO) - также положительный фактор, говорящий о реальных намерениях Группы

продолжать совершенствование бизнес-структуры, повысить прозрачность, завершить преобразование структуры Холдинга в понятный для инвесторов вид, вести и аудировать отчётность по МСФО (с привлечением авторитетных аудиторских компаний), не использовать незаконные способы минимизации налогообложения, кроме того, Группа продемонстрирует улучшение основных финансовых и производственных показателей усиливая синергию между подразделениями Группы и продолжит снижение издержек за счет применения современных технологий.

Таким образом, существенно повышается вероятность роста котировок (upside) облигаций данного Эмитента в первый год их обращения, когда вышеперечисленные корпоративные действия будут выполнены.

В целом, стратегия Группы позволяет ей минимизировать свои издержки, а новые перспективные проекты, как в зерновом бизнесе, так и в птицеводстве, молочной отрасли позволят «Державе» и дальше высокими темпами увеличивать финансовые показатели своей деятельности.