

Ренессанс Капитал

Петр Гришин
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Иван Николаев
+7 (495) 783 5671
INikolaev@rencap.com

Группа Разгуляй Потенциал сужения исчерпан

- **Предварительные результаты по данным управленческой отчетности.** Группа Разгуляй опубликовала основные финансовые результаты за 2006 г. и предоставила необходимые разъяснения во время телеконференции. После аудиторской проверки большая часть показателей изменится, поэтому мы считаем их прогнозными.
- **Генерация денежных потоков.** Совокупная выручка превысила наши ожидания, особенно в сахарном сегменте (на фоне увеличения физического объема продаж и использования собственного сырья). Результаты зернового сегмента оказались нейтральными, хотя рентабельность в крупяном бизнесе заметно улучшилась. С учетом сделанных в прошлом году приобретений объем инвестиций превысил USD136 млн, в результате чего операционный денежный поток после капиталовложений стал отрицательным. С учетом крупных переходящих остатков продукции оборотный капитал увеличился примерно на USD80-100 млн. Кроме того, из-за неэффективной структуры группы, не позволяющей зачитывать убытки одних компаний для снижения базы налогообложения по другим, налоговые выплаты также оказались довольно высокими.
- **Долговая нагрузка** группы выросла. Тем не менее, по итогам 2006 г. кредитное качество Разгуляя выглядит лучше, чем в первом полугодии, когда результаты были слабее из-за фактора сезонности (наша оценка основана на показателе чистого долга в связи со значительным количеством денежных средств по состоянию на конец года). Нас несколько обеспокоили комментарии финансового директора Д. Тютенко относительно финансовой политики компании. После перевода большей части долговой нагрузки на операционные подразделения холдинг стал получать процентные субсидии со стороны федерального правительства, которые в будущем могут достигнуть 20% процентных выплат (купоны по облигациям не компенсируются). На наш взгляд, у компании появился стимул продолжать занимать средства на уровне операционных «дочек», что в большинстве случаев подразумевает залог активов и акций. В результате банки как обеспеченные кредиторы по-прежнему будут намного более защищены по сравнению с владельцами облигаций компании.
- **Программа капиталовложений на 2007 г.** в размере USD80 млн наряду с традиционными статьями расходов включает в себя строительство нового завода по производству рыбных комбикормов. В настоящий момент руководство компании не планирует сделок по слиянию и поглощению, и считает приоритетной задачей на 2007 г. повышение эффективности существующих активов. Финансирование 35% капиталовложений будет осуществляться за счет собственных денежных средств, а остальное – за счет привлечения заемного капитала (около USD50 млн). Возможно также вторичное размещение акций, хотя пока не определены ни сроки, ни размер выпуска. Если не помешают погодные условия, и Разгуляй выполнит свои планы, долговая нагрузка компании в этом году должна распределиться более равномерно (без учета летнего взлета).
- **Погодные риски.** Руководство холдинга считает, что пока рано прогнозировать, как может сказаться необычно теплый декабрь на урожае 2007 г.; решающим в этом вопросе станет февраль. У Разгуляя неплохие перспективы, так как рис и сахарная свекла, которые компания выращивает самостоятельно, не относятся к озимым культурам и будут посеяны весной. Однако мы полагаем, что возможные перебои на рынке пшеницы могут оказать негативное влияние на трейдинговый бизнес группы.
- **Ценообразование.** Мы опасались, что рынок негативно отреагирует на обнародованные девятого октября результаты за первое полугодие 2006 г., но рекомендовали покупать долговые обязательства Разгуляй перед публикацией очередной отчетности в надежде на улучшение результатов по итогам года. Хотя в конце 2006 г. кредитные спрэды в целом расширились, а в самом начале 2007 г. сужались, наша рекомендация себя оправдала. Теперь спрэды вновь вернулись на уровень 525-550 б. п., и мы считаем, что потенциал сужения исчерпан.

Основные данные:

Прогноз операционных результатов, USD млн

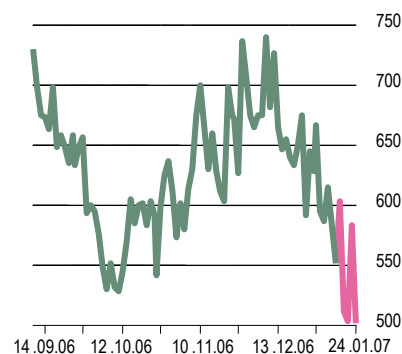
	2005	2006	Изменение
Выручка	699.0	813.3	16.4%
Сахар	303.8	379.0	24.8%
Зерновые	395.3	434.2	9.8%
EBITDA	80.3	106.7	32.8%
Сахар	24.3	47.8	96.8%
Зерновые	56.0	60.4	7.7%
Рентабельность EBITDA			
Итого	11.5%	13.1%	н/д
Сахар	8.0%	12.6%	н/д
Зерновые	14.2%	13.9%	н/д

Долговая нагрузка и коэффициенты покрытия

Итого долг	177	456	+158%
Чистый долг	172	387	+125%
Чистый долг/EBITDA	2.0	3.6	н/д
Валовой процент	22	39	+77%
EBITDA/ Валовой процент	4.0	2.7	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Спрэды облигаций Разгуляй-1 к ОФЗ, б. п.



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных,

разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100