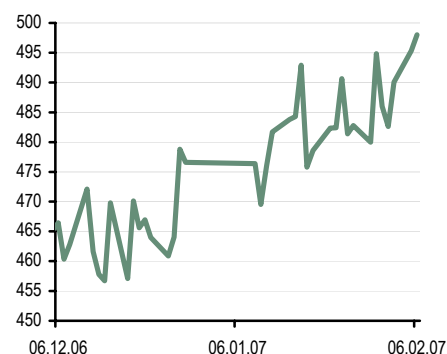


ГК Содружество
Реструктуризация без проблем

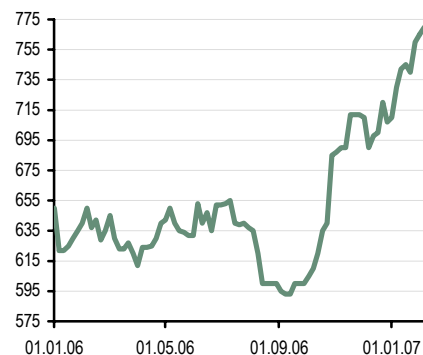
- **Кредитоспособность не пострадает.** Группа компаний Содружество (крупнейший производитель сельскохозяйственных кормов и добавок) объявила вчера о намерении провести реорганизацию, в результате которой основные денежные потоки будут перенаправлены через новое юридическое лицо. Обсудив с эмитентом детали новой бизнес-структуры, мы пришли к выводу, что кредитное качество группы не пострадает. С момента начала торговли на вторичном рынке спрэд облигаций Содружество-Финанс к кривой ОФЗ расширился на 40-45 б. п., что нельзя, на наш взгляд, считать оправданным по фундаментальным показателям.
- **Что изменится?** Зарегистрированное в Калининграде ООО «Торговый дом Содружество» становится трейдером, импортером и логистическим оператором комплекса. ООО «Содружество-Регионы», зарегистрированное в Москве и обслуживающее продажи группы в настоящее время, передаст свои функции новой структуре. ООО «Содружество-Регионы» выступало offerentом по рублевым облигациям Содружество-Финанс, но сейчас группа объявила offerту от лица ООО «Торговый дом Содружество».
- **Логика.** Калининградская область является свободной экономической зоной, где обнуляется ставка налога на прибыль и налога на имущество. Льготный режим налогообложения действует только в отношении произведенной в регионе продукции, а значит, недавно построенный маслоэкстракционный завод (МЭЗ) сможет сэкономить на налогах. С целью получения максимальной экономии сбыт продукции будет (как и сейчас) организован по агентской схеме. Рентабельность агентов незначительна, однако их большие обороты могут вызвать вопросы налоговых органов. По мнению группы, ее деятельность станет более прозрачной для налоговых органов, если производственное предприятие и основной трейдер будут предоставлять отчеты в одну налоговую инспекцию. Изменение места регистрации существующего лица потребовало бы трудоемкой проверки. Насколько мы понимаем, аудитор группы (PWC) рекомендовал реструктуризацию такого рода.
- **Операционные новости.** Завершено строительство глубоководного морского терминала и МЭЗ, и уже к апрелю комплекс по глубокой переработке должен начать выпуск продукции. Сразу после ввода в эксплуатацию МЭЗ может работать на 85% своей проектной мощности, и руководство группы уверено в возможности сбыта всей продукции (в настоящее время объем сбыта превышает плановые показатели собственного производства). Ценовая конъюнктура сейчас более благоприятна, чем в прошлом году (см. график), и хотя группа захватила лидерство на рынке во многом за счет демпинга, рентабельность, на наш взгляд, возрастет с вводом в эксплуатацию новых производственных мощностей.
- **Основные финансовые показатели.** По данным финансового директора группы С. Полякова, выручка по итогам 2006 г. будет на уровне представленных в сентябре прогнозов, приведенных в инвестиционном меморандуме. Однако рентабельность, скорее всего, окажется ниже из-за агрессивной маркетинговой политики и расходов на строительство, часть из которых, возможно, не удастся капитализировать. Благодаря прошлогодней продаже непрофильных активов у группы, по всей видимости, на 31 декабря 2006 г. образовался значительный запас наличности (порядка USD50 млн). В таком случае чистый долг составил порядка USD150 млн. С нашей точки зрения, это не противоречит прогнозам группы, сделанным ранее. Консолидированная отчетность за июль-декабрь прошлого года должна быть готова в марте.

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

Спрэд облигаций Содружество-Финанс-1 к ОФЗ, б. п.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Фьючерсы на сою на Чикагской товарной бирже
на июль 2007 г., US¢ за бушель

Источник: Чикагская товарная биржа

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
Nzagvozдина@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
Nzagvozдина@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
Vpantushin@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
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@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