



# **ГРУППА «РАЗГУЛЯЙ»**

## **Общество с ограниченной ответственностью «Разгуляй - Финанс»**

---

Облигации неконвертируемые процентные документарные на предъявителя серии 02 с обязательным централизованным хранением в количестве 2 000 000 (Два миллиона) штук номинальной стоимостью 1 000 (Одна тысяча) рублей каждая общей номинальной стоимостью 2 000 000 000 (Два миллиарда) рублей со сроком погашения в 1 820-й (Одна тысяча восемьсот двадцатый) день с даты начала размещения Облигаций, размещаемые по открытой подписке.

## **ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕМОРАНДУМ**

Организатор

ОАО «Банк Москвы»



Банк Москвы

август 2006

## ООО «Разгуляй - Финанс»

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕМОРАНДУМ

август 2006 года

*Облигации неконвертируемые процентные документарные на предъявителя серии 02 с обязательным централизованным хранением в количестве 2 000 000 (Два миллиона) штук номинальной стоимостью 1 000 (Одна тысяча) рублей каждая общей номинальной стоимостью 2 000 000 000 (Два миллиарда) рублей со сроком погашения в 1 820-й (Одна тысяча восемьсот двадцатый) день с даты начала размещения Облигаций, размещаемых по открытой подписке*

Общество с ограниченной ответственностью «Разгуляй – Финанс», учрежденное в соответствии с законодательством Российской Федерации («**Эмитент**», «**Компания**»), осуществляет размещение купонных документарных облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением серии 02, с государственным регистрационным номером 4-02-36098-R, на сумму 2,0 миллиарда рублей с размером процентной ставки по купону, определяемой на конкурсе, со сроком погашения на 1 820 день с даты начала размещения («**Облигации**») в соответствии с Решением о выпуске ценных бумаг и Проспектом ценных бумаг, зарегистрированными решением Федеральной службой по финансовым рынкам («**ФСФР России**») от 24 августа 2006г. («**Решение о выпуске**» и «**Проспект**» соответственно).

Купонный доход подлежит выплате в конце каждого из девяти купонных периодов («**Купонный период**»), начиная с даты начала размещения Облигаций («**Дата начала размещения**») и заканчивая 1 820 днем с Даты начала размещения Облигаций («**Дата погашения**»), при условии, что Облигации не были выкуплены или погашены досрочно. Облигации подлежат погашению в Дату погашения.

Доход, полученный Эмитентом в результате размещения Облигаций, будет использован им для финансирования текущей деятельности путем пополнения оборотных средств.

В разделе «Факторы риска» рассмотрен ряд вопросов, связанных с тенденциями развития экономики России и другими факторами, которые должны быть приняты во внимание при оценке инвестиций в Облигации.

Размещение и обращение Облигаций будет осуществляться исключительно на территории Российской Федерации в соответствии с условиями Решения о выпуске и Проспекта Облигаций. Облигации не регистрировались и не будут регистрироваться иначе, чем по законодательству Российской Федерации, регулирующему функционирование рынка ценных бумаг данного типа. Облигации не могут размещаться, обращаться, предлагаться к покупке или продаже, прямо или опосредованно, а также настоящий Инвестиционный Меморандум не может распространяться в какой-либо иной стране, за исключением случаев, прямо предусмотренных законодательством такой страны, что должно определяться каждым потенциальным инвестором самостоятельно на свой страх и риск, при этом Эмитент, Организаторы, Со-организаторы и Финансовый консультант не несут никакой ответственности за любое такое незаконное размещение, обращение, предложение или распространение.

*Настоящий Инвестиционный Меморандум («**Инвестиционный Меморандум**») предоставляется исключительно в информационных целях. Он не является составной частью документов, подлежащих предоставлению в какие-либо регистрирующие или иные государственные органы Российской Федерации или какого-либо иностранного государства в связи с регистрацией ценных бумаг, описанных в настоящем документе. При ознакомлении с Инвестиционным Меморандумом каждому потенциальному инвестору рекомендуется также ознакомиться с Решением о выпуске и Проспектом Облигаций, зарегистрированными решением ФСФР России от 24 августа 2006г. с присвоением Облигациям государственного регистрационного номера 4-02-36098-R.*

*Настоящий Инвестиционный Меморандум является информационным документом, позволяющим потенциальным инвесторам получить информацию об ООО «Разгуляй - Финанс» сверх*

*минимального объема, раскрытие которого обязательно в соответствии с требованиями российского законодательства при выпуске облигаций, а также оценить риски, связанные с приобретением Облигаций.*

Ни одно лицо не уполномочено предоставлять в связи с размещением Облигаций какую-либо информацию или делать какие-либо иные заявления, за исключением информации и заявлений, содержащихся в Инвестиционном Меморандуме, Решении о выпуске и Проспекте Облигаций. Если такая информация была предоставлена или такое заявление было сделано, то на них не следует опираться как на информацию или заявления, санкционированные Эмитентом, Организаторами, Со-организаторами или Финансовым консультантом.

Настоящий Инвестиционный Меморандум не является предложением о продаже или предложением о покупке Облигаций или любых иных ценных бумаг какому-либо лицу в России или любой иной стране или регионе. Настоящий Инвестиционный Меморандум не является рекламным материалом относительно Облигаций, продажи или покупки Облигаций или любых иных ценных бумаг в России или в любой иной стране или регионе.

Ни одна из российских или иностранных национальных, региональных или местных комиссий по рынку ценных бумаг или какой-либо иной орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами, не давал никаких специальных рекомендаций по поводу приобретения Облигаций. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность или точность.

Ни вручение Инвестиционного Меморандума, ни размещение Облигаций ни при каких обстоятельствах не подразумевают отсутствия возможности неблагоприятных изменений в состоянии дел Эмитента после даты выпуска Инвестиционного Меморандума либо после даты внесения последних изменений и/или дополнений в Инвестиционный Меморандум, равно как и то, что любая информация, предоставленная в связи с размещением Облигаций, является верной на какую-либо дату, следующую за датой предоставления такой информации или за датой, указанной в документах, содержащих такую информацию, если эта дата отличается от даты предоставления информации.

Организаторы, Со-организаторы или Финансовый консультант не проверяли информацию, содержащуюся в Инвестиционном Меморандуме, и ни одно из вышеуказанных лиц не делает никаких заверений, прямых или косвенных, и не принимает на себя никакой ответственности в отношении точности или полноты какой-либо информации, содержащейся в Инвестиционном Меморандуме. Целью Инвестиционного Меморандума и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию Организаторов, Со-организаторов или Финансового консультанта по приобретению Облигаций. Любое лицо, получившее настоящий Инвестиционный Меморандум, подтверждает, что такое лицо не полагалось на Организаторов, Со-организаторов или Финансового консультанта относительно полноты и точности Инвестиционного Меморандума и решения о приобретении Облигаций. Каждое такое лицо должно самостоятельно определить для себя значимость информации, содержащейся в Инвестиционном Меморандуме, и при покупке Облигаций должно опираться на исследования и иные проверки, которые сочтет необходимым провести.

*В Инвестиционном Меморандуме «рубли» или «руб.» означают официальную валюту Российской Федерации; «\$», «доллары США», «долл. США» или «долл.» означают официальную валюту Соединенных Штатов Америки; «€» или «евро» означают единую европейскую валюту; «млрд.» , «млн.» и «тыс.» означают, соответственно, «миллиард», «миллион» и «тысяча», м2 – квадратные метры. Пересчет из рублей в доллары произведен исключительно для удобства читателя. Ни Эмитент, ни Организаторы, ни Со-организаторы, ни Финансовый консультант не делают заявлений о том, что указанные в настоящем Инвестиционном Меморандуме суммы в рублях или в долларах могли или могут в действительности быть пересчитаны в доллары или в рубли по какому-либо определенному курсу или вообще пересчитаны на какую-либо дату или период.*

## Содержание

<b>Резюме .....</b>	<b>5</b>
<b>SWOT анализ Группы «Разгуляй» .....</b>	<b>6</b>
<b>1. Основные условия размещения облигаций.....</b>	<b>8</b>
<b>2. Краткая информация об эмитенте и иных участниках размещения и обращения облигаций.....</b>	<b>12</b>
<b>3. Документы, имеющиеся в распоряжении.....</b>	<b>13</b>
<b>4. Обзор агропромышленного комплекса РФ.....</b>	<b>14</b>
4.1. Рынки ЗЕРНА И ПРОДУКТОВ ЕГО ПЕРЕРАБОТКИ .....	14
4.2. ПРОФИЛЬ МУКОМОЛЬНОЙ ОТРАСЛИ.....	15
4.3. РЫНОК КРУП И КРУПЯНЫХ ПРОДУКТОВ .....	16
4.4. ПРОФИЛЬ РОССИЙСКОЙ САХАРНОЙ ИНДУСТРИИ.....	18
<b>5. Общая информация о Группе «Разгуляй» .....</b>	<b>20</b>
5.1. КРАТКАЯ ИНФОРМАЦИЯ О ГРУППЕ «РАЗГУЛЯЙ» .....	20
5.2. СТРУКТУРА ГРУППЫ КОМПАНИЙ РАЗГУЛЯЙ.....	20
5.3. ОБЗОР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЗЕРНОВОГО СУБХОЛДИНГА .....	23
5.4. КРАТКИЙ ОБЗОР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ САХАРНОГО СУБХОЛДИНГА .....	28
5.6. РЕЙТИНГ ГРУППЫ «РАЗГУЛЯЙ».....	30
6.АНАЛИЗ КОНСОЛИДИРОВАННОЙ ОТЧЕТНОСТИ ГРУППЫ «РАЗГУЛЯЙ» ПО МСФО .....	31
6.1.АНАЛИЗ КОНСОЛИДИРОВАННОГО БАЛАНСА.....	31
6.2. ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ГРУППЫ РАЗГУЛЯЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 01.07.06г. ....	32
6.3. АНАЛИЗ ОТЧЕТА О ДОХОДАХ И РАСХОДАХ.....	33
6.3.АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ КОНСОЛИДИРОВАННОЙ ОТЧЕТНОСТИ ГРУППЫ РАЗГУЛЯЙ .....	35
8.ЭМИТЕНТ – ООО «РАЗГУЛЯЙ – ФИНАНС» .....	37
8.1. ИСТОРИЯ СОЗДАНИЯ И ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ .....	37
8.2. ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ЭМИТЕНТА .....	37
9.ОПИСАНИЕ ПОРУЧИТЕЛЕЙ ПО ОБЛИГАЦИОННОМУ ЗАЙМУ .....	37
9.1.ЗАО «САХАРНАЯ КОМПАНИЯ «РАЗГУЛЯЙ».....	37
9.2.ЗАО «ЗЕРНОВАЯ КОМПАНИЯ «РАЗГУЛЯЙ».....	38
10.ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СРЕДСТВ ОТ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА .....	39
10.1. ОБЛИГАЦИИ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ.....	39
10.2. СТАВКА НА ИНФОРМАЦИОННУЮ ОТКРЫТОСТЬ .....	39
11.СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА КОМПАНИЙ ОТРАСЛИ.....	40
<b>12. Факторы риска .....</b>	<b>42</b>
12.1. ОТРАСЛЕВЫЕ РИСКИ .....	42
12.2. СТРАНОВЫЕ И РЕГИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ .....	42
12.3. ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ .....	43
12.4. ПРАВОВЫЕ РИСКИ.....	43
12.5. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ ЭМИТЕНТА.....	44
<b>13. Общая информация .....</b>	<b>44</b>
13.1. СУЩЕСТВЕННЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ .....	44
13.2. УВЕДОМЛЕНИЯ.....	44
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ.....</b>	<b>45</b>

## Группа «Разгуляй»: акцент на производство и интенсивное развитие.

### Резюме

- Группа «Разгуляй» - один из крупнейших вертикально – интегрированных агропромышленных холдингов РФ, образованный в 1992г. Группа специализируется в сфере производства, переработки и реализации с/х продукции сырьевой группы. В состав Группы входят 39 производственных предприятий в 16 регионах России.
- Группа «Разгуляй» включает в себя управляющую компанию ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» и два отраслевых холдинга – зерновой и сахарный.
- Группа «Разгуляй» занимает 1 место среди агропромышленных компаний России по торговле рисом и зерном, и входит в первую 3-ку крупнейших компаний в сфере производства, переработки и реализации сахара;
- Зерновая компания «Разгуляй» контролирует деятельность 25 производственных предприятий и занимает 10% рынка межрегионального коммерческого оборота зерна, 15,8% рынка крупы и 3,2% рынка муки.
- Сахарная компания «Разгуляй», состоящая из 13 сахарных заводов и 1 молочно – консервного комбината, контролирует 11% российского сахарного рынка.
- Сегодня распределение акций Группы «Разгуляй» по имеющейся информации выглядит следующим образом:
  - президент Группы Потапенко И.В. является конечным собственником и владеет 75 992 тыс. шт. акций (71,7%).
  - инвесторы (продано в ходе IPO) – 30 млн. шт. (28,3%), в т.ч. доля Deutsche Bank (Лондон) – 7,6%.
- Группа «Разгуляй» заняла 96 место в рейтинге РБК «600 крупнейших компаний России в 2005 году»; 4 место в рейтинге Эксперта «Крупнейшие компании пищевой промышленности РФ» и 84 место в рейтинге «Эксперт-400».
- Наличие консолидированной отчетности по МСФО за последние 6 лет (аудитор – компания KPMG) выгодно отличает Группу от большинства представленных на облигационном рынке агропромышленных компаний.
- Группа «Разгуляй» имеет положительную кредитную историю на публичном рынке заимствований.
  - Группа разместила 2 облигационных займа: 1-й выпуск на сумму 1 млрд. руб. был размещен в июне 2003г. (погашен 05.06.2006); 2-й выпуск на сумму в 2 млрд. руб. размещен в октябре 2005г. (погашение – 02.10.2008г.).
  - В марте 2004г. Группа выпустила CLN объемом 50 млн. USD, погашение бумаг состоялось в марте 2005г.
  - В марте 2006г. Группа привлекла 144 млн. USD в ходе IPO. Рыночная капитализация Группы составила 509 млн. USD.

### Группа «Разгуляй» (консолидированная отчетность по МСФО, аудированная KPMG)

**Основные финансовые показатели, млн. USD  
(по курсу на 31.12.05: 1\$ = 28,78 руб.)**

	2005	2004
Выручка (без НДС)	687	636
Gross Profit	94	95
Operation Income	54	47
EBITDA	80	77
Чистая прибыль	48	45
Активы	703	386
Текущие активы	209	188
Внеоборотные активы	494	198
Краткосрочные кредиты	107	83
Долгосрочные кредиты	70	2
Текущие обязательства	147	117
Долгосрочные обязательства	120	22
Собственный капитал	384	209
Gross margin, %	13,7%	14,9%
EBITDA margin, %	11,6%	12,1%
Net margin, %	7,0%	7,1%

Источник: аудированная отчетность компании по МСФО

### Общие характеристики долга

	2005	2004
Совокупный долг, млн. USD.	177	85
Чистый долг, млн. USD.	158	61
Совокупный долг/Активы	0,25	0,22
Долгоср. долг/Совокуп. долг	0,40	0,02
Доходность активов (ROA), %	6,8%	11,6%
Current ratio	1,42	1,61
Quick ratio	0,13	0,21
Выручка/Совокупный долг	3,9	7,5
EBITDA/Совокупный долг	0,45	0,91
EBITDA/Текущие обязательства	0,54	0,66
EBITDA/Процентные платежи	3,08	11,0

Источник: аудированная отчетность компании по МСФО, расчет Банка Москвы

### Краткий анализ финансового состояния Группы Разгуляй за 2005г.

- с 2005г. произошло изменение учетной политики Группы: выручка и себестоимость учитываются без НДС (по 2004г. произведена корректировка);
- в 2005г. значительно выросли общие активы Группы (+82,1% по сравн. с 2004г.) в основном за счет приобретения основных средств;
- рост пассива в 2005г. в основном вызван ростом собственного капитала (+83,7% по сравн. с 2004г.);
- рост долговой нагрузки не сказался негативно на показателях покрытия: по итогам 2005г. выручка покрывает весь совокупный долг почти в 4 раза;
- увеличение срочности долговой нагрузки в 2005г. позитивно сказывается на качестве пассивов;
- показатели рентабельности по итогам 2005г. находятся выше средних норм по отрасли;
- показатели ликвидности – в пределах нормы.

## SWOT анализ Группы «Разгуляй»

Сильные стороны	Слабые стороны
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Сегодня Группа «Разгуляй» занимает лидирующие позиции в сфере производства, переработки и реализации сельскохозяйственной продукции сырьевой группы: 1 место - торговля рисом и зерном, входит в 3-ку крупнейших компаний по производству и реализации сахара;</li> <li>2. Существенный рост объемов производства и продаж во всех бизнес - сегментах Группы;</li> <li>3. Значительный прирост производственных мощностей за счет приобретения новых производственных активов, а также ввиду консолидации (в 2004-2005г.г.) контрольных пакетов акций сахарных и зерновых предприятий;</li> <li>4. Снижение объемов низкорентабельных торговых операций и их замещение высокорентабельными операциями, связанными с выращиванием и переработкой сахарной свеклы и риса-сырца;</li> <li>5. Вертикальная интеграция, продуктовая и географическая диверсификация деятельности способствуют снижению операционных рисков;</li> <li>6. Отлаженная логистика, наличие мощной собственной инфраструктуры для хранения и транспортировки являются значительными конкурентными преимуществами;</li> <li>7. Государственные интервенции на рынке зерна помогают снижать сезонную волатильность цен;</li> <li>8. Невысокие затраты на поставку сырья обеспечивают широкий ассортимент производимой продукции;</li> <li>9. Сильный менеджмент Группы;</li> <li>10. Прозрачная структура акционеров и бизнеса Группы;</li> <li>11. Первая в России агропромышленная компания, опубликовавшая консолидированную отчетность по МСФО (аудитор – KPMG) и разместившая 28% акций в ходе IPO;</li> <li>12. Положительная кредитная история на публичном рынке заимствований (2 облигационных займа, CLN, IPO).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Высокая конкуренция со стороны других производителей;</li> <li>2. Необходимость инвестиций в развитие и модернизацию производственных мощностей и транспортной инфраструктуры;</li> <li>3. Необходимость эксплуатации широкой производственной базы, что приводит к высокой доле амортизационных расходов и расходов по текущему обслуживанию в себестоимости;</li> <li>4. Неполная обеспеченность агропромышленной Группы собственным сырьем и зависимость работы перерабатывающих подразделений от поставщиков;</li> <li>5. Высокая зависимость от внешних источников финансирования;</li> <li>6. Слабость инструментов долгосрочного прогнозирования урожайности в силу коротких горизонтов планирования в аграрном бизнесе и его высокой зависимости от погодных условий;</li> <li>7. Значительная сезонная волатильность цен на сельскохозяйственную продукцию.</li> </ol>

Возможности	Угрозы
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Приобретение в собственность земель с/х назначения позволит снизить сырьевую зависимость: Группа планирует дальнейшее увеличение земельных площадей;</li> <li>2. Увеличение доли рынка по сахарному направлению – до 14,6%, по зерновому направлению – до 11%, до 27% - в сегменте «крупы» и до 5% - в сегменте «мука»;</li> <li>3. Улучшение качества и ассортимента производимой продукции;</li> <li>4. Развитие собственных торговых марок Группы (например, «Дивница»);</li> <li>5. Выход на новую категорию потребителя.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Неблагоприятные ценовые колебания на биржевом рынке сахара – сырца;</li> <li>2. Изменение структуры спроса потребителей: рост доходов населения и развитие потребительских вкусов приводит к значительному насыщению всех сегментов рынка потребительских товаров;</li> <li>3. Неоднозначная оценка темпов и дальнейших направлений развития потребительских рынков: происходит переориентация на продукты более высокого качества и ценового диапазона, в т.ч. емкость рынка муки сокращается ввиду уменьшения потребления хлеба и хлебобулочных изделий.</li> </ol>

## 1. Основные условия размещения облигаций

Эмитент	Общество с ограниченной ответственностью «Разгуляй - Финанс» (ООО «Разгуляй - Финанс»).
Поручители	ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй»
Размещаемые ценные бумаги	Облигации ООО «Разгуляй - Финанс» серии 02, обеспеченные поручительствами ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» и ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй», выпускаемые в форме неконвертируемых процентных документарных облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением в количестве 2 000 000 (Два миллиона) штук номинальной стоимостью 1 000 (Одна тысяча) рублей каждая общей номинальной стоимостью 2 000 000 000 (Два миллиарда) рублей с десятью купонными периодами и датой погашения в 1 820-й (Одна тысяча восемьсот двадцатый) день с даты начала размещения Облигаций.
Оферты	Предполагается 1,5 годовая оферта с даты начала размещения.
Купонные выплаты	<p>Эмитент выплачивает купонные доходы (каждый из которых именуется «Купонный доход») по Облигациям в последний день каждого Купонного периода. Облигации имеют десять Купонных периодов. Купонный доход по Облигациям, не размещенным до даты окончания размещения, не начисляется и не выплачивается.</p> <p><i>Процентная ставка по первому купону</i> определяется путем проведения конкурса среди потенциальных покупателей Облигаций в дату начала размещения Облигаций.</p> <p>Порядок и условия конкурса приведены в п. 8.3 Решения о выпуске ценных бумаг и п. 2.7, п. 9.1.1 Проспекта ценных бумаг.</p> <p><i>Процентная ставка по 2-му и 3-му купонам</i> равна процентной ставке по 1-му купону.</p> <p>Одновременно с определением даты начала размещения облигаций Эмитент может принять решение о приобретении Облигаций у их владельцев в течение последних 5 (Пяти) дней j-го купонного периода (j=3,4,5,6,7,8,9).</p> <p>В случае если такое решение Эмитентом не принято процентные ставки по 4, 5, 6, 7, 8, 9 и 10 купонам устанавливается равной процентной ставке по первому купону.</p> <p>В случае если Эмитент принимает такое решение, процентные ставки по купонам, порядковый номер которых меньше или равен j, устанавливаются равными процентной ставке по первому купону.</p> <p>Указанная информация, включая порядковые номера купонов, процентная ставка по которым устанавливается равной процентной ставке по первому купону, а также порядковый номер купонного периода (j), в котором владельцы Облигаций могут требовать приобретения Облигаций Эмитентом, доводится до потенциальных приобретателей Облигаций путем раскрытия информации в соответствии с порядком, определенным Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и нормативными актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, указанном в п. 11 Решения о выпуске ценных бумаг и п. 2.9 Проспекта ценных бумаг.</p>

Процентная ставка по купонам, размер (порядок определения) которых не был установлен Эмитентом до даты начала размещения Облигаций ( $i=(j+1), \dots, 10$ ), определяется Эмитентом в числовом выражении после регистрации Отчета об итогах выпуска ценных бумаг в Дату установления  $i$ -го купона, которая наступает не позднее, чем за 10 (Десять) календарных дней до даты выплаты  $(i-1)$ -го купона. Эмитент имеет право определить в Дату установления  $i$ -го купона ставки любого количества следующих за  $i$ -м купоном неопределенных купонов (при этом  $k$  – номер последнего из определяемых купонов). Размер процентной ставки по  $i$ -му купону доводится Эмитентом до сведения владельцев Облигаций в порядке и сроки, предусмотренные п. 11. Решения о выпуске ценных бумаг и п. 2.9 Проспекта ценных бумаг.

В случае если после объявления ставок купонов у Облигации останутся неопределенными ставки хотя бы одного из последующих купонов, тогда одновременно с сообщением о ставках  $i$ -го и других определяемых купонов по Облигациям Эмитент обязан обеспечить право владельцев Облигаций требовать от Эмитента приобретения Облигаций в течение последних 5 (Пяти) дней  $k$ -го купонного периода (в случае если Эмитентом определяется ставка только одного  $i$ -го купона,  $i=k$ ). Указанная информация, включая порядковые номера купонов, процентная ставка по которым определена в Дату установления  $i$ -го купона, а также порядковый номер купонного периода ( $k$ ), в котором будет происходить приобретение Облигаций, доводится до потенциальных приобретателей Облигаций путем публикации в порядке и сроки, предусмотренные п. 11. Решения о выпуске ценных бумаг и п. 2.9 Проспекта ценных бумаг.

Эмитент информирует ФБ ММВБ о принятых решениях, в том числе об определенных ставках, не позднее, чем за 10 (Десять) дней до даты окончания  $(j-1)$ -го купонного периода (периода, в котором определяется процентная ставка по  $j$ -тому и последующим купонам).

#### **Сумма купонной выплаты**

Расчет суммы выплат по каждому из купонов на одну Облигацию производится по следующей формуле:

$K_j = C_j * Nom_j * ((T_j - T_{j-1}) / 365) / 100 \%$ ; где:

$j$  – порядковый номер купонного периода,  $j=1-9$ ;

$K_j$  – сумма купонной выплаты по каждой Облигации;

$Nom_j$  – непогашенная номинальная стоимость одной Облигации по состоянию на дату начала  $j$ -го купонного периода;

$C_j$  – размер процентной ставки по  $j$ -тому купону;

$T_{j-1}$  – дата начала купонного периода  $j$ -того купона;

$T_j$  – дата окончания купонного периода  $j$ -того купона.

Сумма выплаты по купонам в расчете на одну Облигацию определяется с точностью до одной копейки (округление производится по правилам математического округления. При этом под правилом математического округления следует понимать метод округления, при котором значение целой копейки (целых копеек) не изменяется, если первая за округляемой цифра равна от 0 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если первая за округляемой цифра равна 5 – 9).

#### **Сертификат и система учета прав на Облигации**

Облигации выпускаются в документарной форме с оформлением на весь объем выпуска сертификата, подлежащего централизованному хранению в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр»

(НДЦ). Выдача сертификата владельцам Облигаций не предусматривается. Депозитарный учет операций с Облигациями осуществляется НДЦ, выполняющим функции Уполномоченного депозитария, и депозитариями, на счетах депо которых учитываются Облигации («Депозитарии»). Права на Облигации, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в Депозитариях, считаются переданными с момента внесения Депозитариями приходной записи по счету депо приобретателя Облигаций (клиента, депонента).

**Дата начала размещения Облигаций**

Дата начала размещения ценных бумаг определяется уполномоченным органом Эмитента после государственной регистрации выпуска Облигаций и доводится Эмитентом до сведения потенциальных приобретателей Облигаций не позднее чем за 5 дней до даты начала размещения Облигаций путем опубликования сообщения о начале размещения ценных бумаг в ленте новостей («Интерфакс» или «АК&М») и не позднее чем за 4 дня до даты начала размещения Облигаций на странице <http://www.raz.ru/> в сети Интернет.

При этом размещение Облигаций начинается не ранее, чем через две недели после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска Облигаций и обеспечения всем потенциальным приобретателям возможности доступа к информации о выпуске Облигаций в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и нормативно-правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг в порядке, описанном в Решении о выпуске ценных бумаг и Проспекте ценных бумаг. Двухнедельный срок исчисляется с даты опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска Облигаций и порядке доступа к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в газете «Ежедневные новости. Подмоскowie».

Дата начала размещения ценных бумаг, определенная уполномоченным органом Эмитента, может быть изменена решением того же органа управления Эмитента, при условии опубликования информации об этом в ленте новостей («Интерфакс» или «АК&М») и на странице <http://www.raz.ru/> в сети Интернет не позднее чем за 1 день до опубликованной ранее даты начала размещения ценных бумаг.

**Дата окончания размещения Облигаций**

Датой окончания размещения ценных бумаг является более ранняя из следующих дат: а) 10 (Десятый) рабочий день с даты начала размещения Облигаций; б) дата размещения последней Облигации выпуска. При этом дата окончания размещения не может быть позднее года со дня государственной регистрации выпуска Облигаций.

**Цена размещения**

Цена размещения одной Облигации выпуска равна номинальной стоимости Облигации и составляет 1 000 (Одну тысячу) рублей за одну Облигацию.

Начиная со второго дня размещения Облигаций выпуска, покупатель при совершении сделки купли-продажи Облигаций также уплачивает продавцу накопленный купонный доход по Облигациям (НКД), определяемый по следующей формуле:

$$\text{НКД} = \text{Nom} * \text{C1} * (\text{T} - \text{T0}) / 365 / 100\%, \text{ где}$$

НКД – накопленный купонный доход, руб.;

Nom – номинальная стоимость одной Облигации, руб.;

C1 – размер процентной ставки по первому купону, проценты годовых;

T – дата, на которую рассчитывается НКД;

T0 – дата начала первого купонного периода.

<b>Дата погашения</b>	<p>Дата начала погашения облигаций выпуска: Датой начала погашения Облигаций выпуска является 1820-й (Одна тысяча восемьсот двадцатый) день с даты начала размещения Облигаций выпуска.</p> <p>Даты начала и окончания погашения Облигаций выпуска совпадают.</p>
<b>Порядок Размещения Облигаций</b>	<p>Размещение Облигаций потенциальным инвесторам будет осуществлено посредством открытой подписки. Размещение Облигаций осуществляется путем заключения сделок купли-продажи Облигаций в Секции фондового рынка ММВБ с использованием торговой и клиринговой систем ММВБ в соответствии с регламентом и правилами ММВБ, действующими на дату размещения Облигаций. Заключение сделок по размещению Облигаций начинается в дату начала размещения Облигаций после подведения итогов конкурса по определению процентной ставки первого купона Облигаций и заканчивается в последний день срока размещения Облигаций настоящего выпуска. Посредником при размещении Облигаций выступает Андеррайтер, действующий от своего имени, но по поручению и за счет Эмитента.</p>
<b>Вторичное обращение</b>	<p>Вторичное обращение облигаций осуществляется исключительно на территории Российской Федерации без каких-либо ограничений, установленных российским законодательством, путем заключения гражданско-правовых сделок с Облигациями в соответствии с законодательством Российской Федерации. В случае если сделки купли-продажи Облигаций заключаются на организованном рынке ценных бумаг (ОРЦБ), такие сделки осуществляются в соответствии с правилами, установленными организаторами торговли на рынке ценных бумаг.</p>
<b>Участники размещения и обращения Облигаций</b>	<p>См. главу 2 «Краткая информация об Эмитенте и иных участниках размещения и обращения Облигаций».</p>
<b>Использование средств от размещения</b>	<p>Средства, полученные от размещения Облигаций, планируется направить на инвестиции в сельскохозяйственную отрасль, путем выдачи займов компаниям Группы Разгуляй.</p>
<b>Регулирующее право</b>	<p>Облигации выпускаются в соответствии с законодательством Российской Федерации.</p>

## **2. Краткая информация об эмитенте и иных участниках размещения и обращения облигаций**

### **ЭМИТЕНТ**

**Общество с ограниченной ответственностью «Разгуляй - Финанс» (ООО «Разгуляй - Финанс»)**  
России, 141075, Московская область, г. Королев, ул. Дзержинского, д. 8 «Б»  
Тел.: (495) 232-2008, факс: (495) 170-0575; <http://www.raz.ru>

### **ПОРУЧИТЕЛИ**

**Закрытое акционерное общество «Сахарная компания «Разгуляй» (ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй»)**

Россия, 109428, Москва, Рязанский проспект, д.24, стр.1

Тел./факс: (495) 775-7305; <http://www.raz.ru>

**Закрытое акционерное общество «Зерновая компания «Разгуляй» (ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй»)**

Россия, 141075, Московская область, г. Королев, ул. Дзержинского, д. 8 «Б»

Тел./факс: (495) 937-47-84; <http://www.raz.ru>

### **ОРГАНИЗАТОР**

**Открытое акционерное общество «Банк Москвы»**

Место нахождения: 107996, Россия, г. Москва, ул. Рождественка 8/15, стр.3

Тел.: (495) 105-80-00; [www.mmbank.ru](http://www.mmbank.ru)

### **АНДЕРРАЙТЕР (агент при размещении)**

**Открытое акционерное общество «Банк Москвы»**

Место нахождения: 107996, Россия, г. Москва, ул. Рождественка 8/15, стр.3

### **ДЕПОЗИТАРИЙ**

**НП «Национальный депозитарный центр» («НДЦ»)**

Место нахождения: 125009, г. Москва, Средний Кисловский пер., д. 1/13, стр. 4.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на право осуществления депозитарной деятельности № 177-03431-000100, выданная ФКЦБ России 4 декабря 2000 г., без ограничения срока действия.

### **МЕСТО РАЗМЕЩЕНИЯ И ОБРАЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ**

**Закрытое акционерное общество «Фондовая биржа Московская Межбанковская Валютная Биржа» («ММВБ»)**

Место нахождения: 125009, г. Москва, Большой Кисловский пер., д. 11, стр. 1.

Лицензии на право осуществления деятельности профессионального участника рынка ценных бумаг в качестве организатора торговли и клирингового центра № 077-05870-000001 и № 077-05869-000010 соответственно, выданные ФКЦБ России 26 февраля 2002 г.

### **3. Документы, имеющиеся в распоряжении**

В течение всего периода обращения Облигаций любое заинтересованное лицо по указанным в Инвестиционном Меморандуме адресам Эмитента и Организатора вправе получить копии Решения о выпуске, Проспекта Облигаций и Инвестиционный Меморандум. Письменные или телефонные запросы таких документов должны направляться по указанным адресам Эмитента и Организатора.

С информацией о выпуске можно ознакомиться на сайтах следующих организаций:

ООО «Разгуляй - Финанс»:

<http://www.raz.ru>

Организатор:

ОАО «Банк Москвы»

[www.mmbank.ru](http://www.mmbank.ru)

## 4. Обзор агропромышленного комплекса РФ

### 4.1. Рынки зерна и продуктов его переработки

- Емкость российского рынка зерновых культур в 2005/2006 с/х году может составить на уровне первичной продажи около 6,1 млрд. USD (2004/05 с/х год – 6 млрд. USD), на экспорт – 1,4 млрд. USD (2004/05 – 1 млрд. USD).
- Начавшийся после 1998г. экономический рост позволил за счет увеличения урожайности с посевной площади до уровня 18 ц/га (в среднем за 1986 –1990г.г. – 15,9 ц/га) обеспечить рост валовых сборов в стране. Однако, в настоящий момент, несмотря на увеличение производства мучных изделий, потребление муки в целом снижается за счет уменьшения численности населения России и роста доходов. В целом на производственные цели сейчас используется около 19 млн. тонн зерна (1990г. – 30 млн. тонн).
- Внешняя торговля зерном: (Источник: оценка ИКАР на основе данных ФТС России)
  - Рост валового сбора зерна в сезоне 2004/05г с/х года до 78,1 млн. тонн позволил России вывести 9,1 млн. тонн зерна и остаться в числе ведущих мировых экспортеров. При этом, почти 70% в экспорте зерна составила пшеница 4 кл. при значительном снижении вывоза ячменя.
  - В 2005г. валовый сбор зерна составил 78,2 млн. тонн, а экспорт оценивается в 11,6 млн. тонн зерна.
  - Урожай 2006г. по причине значительного падения валового сбора озимых зерновых может понизиться до 70 – 72 млн. тонн. В результате экспорт может упасть до 7-8 млн. тонн, в первую очередь за счет пшеницы.
  - В целом, в последние годы Россия закрепилась на региональном экспортном рынке Причерноморских стран в качестве крупнейшего экспортера зерна, прежде всего, условно-продовольственной и фуражной пшеницы.
  - Рост российских экспортных цен на пшеницу 4 кл. до уровня либо выше цен, чем на французскую мукомольную пшеницу (основная конкурирующая культура) вызывает адекватное падение экспорта пшеницы из России.
- Государственное регулирование:
  - С 2001г. государство начало использовать механизм интервенций на зерновом рынке, что помогает снизить сезонные колебания цен.
  - Импортное регулирование способствует повышению внутреннего производства и защищает внутренний рынок АПК при вступлении России в ВТО.
  - Стабильные импортные тарифы обеспечивают предсказуемую рентабельность по торговле рисом и сахаром;
  - Правительство РФ предоставляет субсидии из федерального бюджета на погашение части процентной ставки по кредитам, которые получают с/х предприятия. Компенсация составляет 2/3 от процентных расходов, рассчитанных по наименьшей из следующих ставок: действующая ставка рефинансирования ЦБ или процентная ставка за пользование заемными средствами.
  - Развитие агропромышленного комплекса является одним из 4-х национальных проектов РФ. В 2006г. из федерального бюджета будет выделено 75 млрд. руб. на поддержку российских сельхозпроизводителей, увеличение внутреннего спроса за счет развития мясной и птицеводнической отрасли и продвижение продукции на мировые рынки.
  - Предоставление льготы по налогу на прибыль для сельхозпроизводителей до 2015г.
  - Федеральная лизинговая программа обеспечивает дополнительные возможности по модернизации устаревшего сельскохозяйственного оборудования.

➤ **Основные игроки и отраслевые активы:**

- Степень консолидации отраслевых активов остается относительно невысокой, хотя концентрация капитала быстро растет за счет слияний и поглощений.
- Общая номинальная емкость мощностей по хранению зерна в России составляет, по оценке ИКАР, до 90 млн. тонн, из них около 28 млн. тонн приходится на элеваторы при предприятиях зерноперерабатывающей промышленности.
- По данным ИКАР, на 10 крупнейших компаний отрасли приходятся мощности по хранению около 10,5 млн. тонн зерна (т.е. 21% от работающих отраслевых активов). Причем в последние 2 года резко активизировался процесс скупки элеваторов международными транснациональными компаниями с целью усиления своих позиций в экспорте зерна из России.
- Концентрация капитала в экспорте зерна значительно более высокая. Доля 10-ти ведущих компаний составила в 2004/ 05 – 2005/ 06 с/х г.г. около 60%. Лидирующие позиции занимают российские подразделения транснациональных компаний: Международная зерновая компания Glencore, W.J. Grain, Fedcom, Cargill, Louis Dreyfus. Среди российских компаний значительные объемы экспортировали Югтранзит, Юг Руси, Астон. С обострением конкуренции среди российских фирм лидирующие позиции занимают компании способные контролировать всю цепочку прохождения зерна: от линейного элеватора до страны назначения. В общем экспорте доля «иностранцев», входящих в ТОП-10, возросла с 16,7% в 2003/ 04 с/х г. до 19% в 2004/ 05 с/х г. В 2005/ 06 г. ожидается, что она составит около 24%.

➤ **Ценовая конъюнктура:** нестабильность валовых сборов на фоне недостаточно развитой инфраструктуры рынка порождает высокую ценовую волатильность.

➤ **Прогноз:**

- В ближайшие годы развитие зернового сектора будет определяться 2-мя факторами: медленным приростом потребления зерна на фуражные цели и усилением роли России на мировом рынке.
- Объем экспорта будет ограничен как ростом внутреннего потребления, так и необходимостью огромных инвестиций в развитие и модернизацию производственных мощностей и рыночной инфраструктуры зернового сектора.
- Количество крупных операторов на рынке зерна может сократиться до 20-25. При этом, доля иностранных компаний, заинтересованных в присутствии на отечественном рынке, может существенно вырасти.

## **4.2. Профиль мукомольной отрасли**

➤ **Емкость российского рынка муки,** по оценкам ИКАР, составила в 2005г. 2,4 млрд. USD. В натуральном выражении емкость рынка оценивается в 11,4 млн. тонн, в т.ч. 10,0 млн. тонн – пшеничная мука и 1,4 млн. тонн – другие виды муки, прежде всего ржаная.

➤ **Потребление:**

На фоне общего постепенного сокращения потребления, емкость отдельных направлений использования муки изменяется крайне неравномерно. Наиболее быстро сокращается потребление муки для производства промышленных хлебобулочных изделий и для домашней выпечки, доля данного сектора в 2005 г. оценивается в 75% от общего объема потребления муки. В то же время растет спрос на муку со стороны отечественных макаронных фабрик. Кроме того, растет потребление муки производителями мучных кондитерских изделий, общепитом и отраслями пищевой промышленности.

В перспективе ожидается сохранение указанных тенденций. В Москве, Санкт-Петербурге и других крупнейших городах увеличится спрос на различные виды муки "цельного помола" и обогащенные минеральными веществами и витаминами.

➤ **Внутреннее производство муки:**

- В России насчитывается около 3,5 тыс. предприятий, имеющих мощности по производству муки, из них 530 предприятий - крупные и средние.
- Производство муки на российских предприятиях в последние годы сокращается. По оценкам ИКАР, в 2005 г. выработка муки составила 11,4 млн. т. Данные официальной статистики ниже данных ИКАР - 10,2 млн. т, т.к. не учитывают производство на мелких предприятиях.
- Загрузка производственных мощностей в 2002-05 гг. колебалась в пределах 40-43%.
- В условиях переизбытка мощностей и сокращения прибыльности в последние годы в отрасли набирает силу концентрация капитала в руках группы ведущих компаний. Происходит интенсивное формирование межрегиональных и общенациональных вертикально и горизонтально интегрированных холдингов. Многие из них осуществляют крупные проекты сельскохозяйственного производства. По данным ИКАР, с 2001 г. по 2005 г. доля 10 крупнейших компаний в производстве муки увеличилась с 17% до 25%. Загрузка мощностей у них существенно выше, чем в среднем по отрасли - от 60 до 100%.
- В последние годы произошли заметные сдвиги в региональном размещении мощностей по производству муки. Имеет место выбытие мощностей и падение производства в регионах, отдаленных от основных зон выращивания зерна - на Дальнем Востоке, в Восточной Сибири, на Севере европейской территории России. Среди зон производства зерна отмечается рост мощностей и выпуска муки в Западной Сибири, особенно в Алтайском крае, сокращение производства в ряде регионов Поволжья.

Разнонаправленная динамика объясняется сочетанием двух групп факторов:

1. общий сдвиг производства муки в зоны устойчивого производства дешевого и качественного сырья;
2. появление в регионе крупного агрохолдинга, способного к инвестированию и загрузке активов.

➤ **Внешняя торговля.** Импорт муки Россией незначителен. Более половины объема ежегодно ввозится из Казахстана. Одновременно экспорт муки превышает ее импорт. Основные объемы муки вывозятся в Грузию и Монголию.

➤ **Цены:**

- Цены на муку имеют высокую степень корреляции с ценами на зерно.
- Долгосрочное понижающее влияние на ценовую динамику рынка муки оказывает сокращение потребления хлеба и хлебобулочных изделий с ростом доходов населения.

### **4.3. Рынок круп и крупяных продуктов**

➤ **Емкость крупяного рынка** по оценкам ИКАР в 2004/05 с/х г. составила 1610 тыс. тонн или 670 млн. USD. В 2005/06 с/х г. емкость в натуральном выражении сохранится на уровне прошлого сезона, а в стоимостном выражении может возрасти до 720 млн. USD в связи с ростом цен и снижением курса доллара.

➤ **Сырьевая база:**

- Россия обладает достаточной сырьевой базой для производства всех видов круп. Колебания валовых сборов крупяных культур связаны как с ежегодным изменением посевных площадей,

занятых крупяными культурами, так и урожайности. Изменение урожайности объясняется действием погодных условий. Самая урожайная культура - рис.

- Валовые сборы крупяных культур достаточны для выработки крупы, необходимой для полного обеспечения потребности населения. Исключение составляет рис, зависимость которого от поставок по импорту крайне велика. Однако в 2004-05 гг. валовые сборы риса росли на фоне сокращения его поставок по импорту.

➤ **Производство круп:**

- Сокращение валовых сборов крупяных культур влечет за собой снижение производства крупы. Максимальным его уровень был в 1990 г. В последние годы производство стабилизировалось на уровне менее 1000 тыс. т, в 2003-04 гг. оно было самым низким, а в 2005 г. немного выросло. Соответственно остается низкой загрузка производственных мощностей. В 2005 г. она составила 30%.
- Фактическое производство крупы превышает объемы, фиксируемые официальной статистикой, которая учитывает производство в основном на крупных и средних предприятиях. Доля мелких предприятий в отрасли весьма значительна. По оценкам различных источников, на их долю приходится от 10 до 20% производимой в стране крупы. По расчетам ИКАР, полная выработка крупы в России составила в 2005 г. не менее 1190 тыс. т.
- Основная доля в производстве традиционно приходится на 3 крупы: гречневую, доля которой в 2005г. составила 23%, рис (19%) и геркулес (11%). В 2005г. заметно возросло также производство пшени (11%).
- Производство крупы сосредоточено на 215 крупных и средних предприятиях отрасли, большинство из которых производят несколько видов круп. Из них гречку производят 47 предприятий, пшено - 41, овсяную и геркулес - 18, манную - 111, рис - 9 предприятий.
- Степень концентрации производства различна по разным видам круп. Так, из трех основных круп наиболее консолидированным является производство риса, расположенное в орошаемых зонах выращивания риса-сырца: по данным официальной статистики в 2004 г. 6 предприятий произвели около 78% всей рисовой крупы, а на 3 крупнейших приходится почти 75%. Основные объемы геркулеса (более 75%) произведены на 10 предприятиях отрасли. Производство гречки менее консолидировано: на 4 крупнейших предприятия приходится 20%, а 20 ведущих предприятий произвели 41% данной крупы.

➤ **Внешняя торговля:**

- Наиболее импортозависимой крупой является рис. Доля импортного риса возросла с 1/2 в 2000 г. до 2/3 в 2002-04 гг., импорт стабилизировался на высоком уровне. Однако в 2005 г. импорт снизился до 376 тыс. т. (-17,4% по сравнению с 2004г.), что связано с введением с апреля 2005 г. ввозной таможенной пошлины на рис в размере 70 EUR/т.
- Импорт других круп невелик. В 2005г. импорт гречки составил лишь 7 тыс. тонн.
- Кроме круп и крупяных культур Россия импортирует различные виды ПВДС (продуктов с высокой добавленной стоимостью)- хлопья, каши быстрого и моментального приготовления, пакетированные гарниры, зерновые завтраки и т.д. Однако, по оценке ИКАР, доля данных продуктов импортного производства должна существенно снизиться в ближайшие годы в связи с увеличением предложения аналогичной отечественной продукции по конкурентным ценам.
- Экспорт круп невелик и не оказывает существенного влияния на состояние насыщенности рынка.

➤ **Потребление:**

- По оценкам ИКАР, в 2005 г. потребление круп составило около 1,6 млн. т. Основная доля в потреблении круп приходится на рис (41%). Второе место с большим отрывом занимает

гречка (16%), третье и четвертое – геркулес (7%) и пшено (7%). Совокупная доля этих четырех круп в потреблении составила в 2005 г. 71%.

➤ **Цены:**

Динамика изменения цен по разным крупам имеет существенные различия. Во многом это связано с таким важнейшим ценообразующим фактором как эластичность спроса в зависимости от уровня цен.

По данному фактору все крупы можно условно разделить на 3 группы:

- крупы с низкой эластичностью;
- крупы со средней эластичностью;
- крупы с высокой эластичностью.

В группу круп с низкой эластичностью входят наиболее популярные крупы (рис, гречка). Их потребление практически не меняется при изменении цен, т.к. основными потребителями являются лица со средними и высокими доходами и группы со сложившимися стереотипами потребления. Существенное влияние на снижение спроса может оказать лишь дефицит продукта на рынке, как это произошло с гречкой в 1999 г. и 2003 г.

В группу со средней эластичностью входят крупы со средним уровнем цен: пшено, овсянка, геркулес, манка. Спрос на них изменяется значительно только при резких колебаниях уровня цен. Данная ситуация объясняется стабильным спросом на данные крупы со стороны четко сформированных групп потребителей: детей, людей, нуждающихся в диетическом питании, спецпотребителей, производителей круп для корма птиц, содержащихся в городских условиях и жителей сельской местности, занимающихся откормом домашней птицы (утят, цыплят).

В группу с высокой эластичностью входят самые дешевые крупы, например, перловка. Потребителями являются группы лиц с самыми низкими доходами. В случае роста цен происходит переориентация спроса на другие продукты-субституты - хлеб, картофель и т.д.

#### **4.4. Профиль российской сахарной индустрии**

- Емкость российской сахарной индустрии по оценкам ИКАР в 2006г. составит 4,1 млрд. USD, в т.ч. импортный белый сахар 0,4 млрд. USD. При этом, 46,6% приходится на свекловичный сахар и 41,4% - на сырцовый сахар.
- Экспорт белого сахара из России осуществляется, в основном, в страны СНГ, Монголию и Афганистан и до 1998г его объёмы были незначительны. В 1999г., в год пикового завоза сахара-сырца в Россию, на фоне чрезвычайно низких мировых и особенно российских цен сложилась благоприятная конъюнктура для поставок сахара в страны Средней Азии и Азербайджан.
- Номинальное число сахарных заводов России - 96, из них работавших в 2005 г. – 81. Производственные мощности действующих заводов на сахарной свекле - 263 тыс. тонн в сутки. Имеющиеся в России мощности позволяют переработать до 29 млн. тонн сахарной свёклы и произвести до 4,0 млн. т свекловичного сахара. Сырцовую схему из действующих предприятий имеют 74 завода, общая мощность переработки которых составляет 40,0 тыс. тонн сырца в сутки. Имеющиеся в России мощности только действующих заводов позволяют переработать до 8,8 млн. тонн сахара – сырца и произвести до 8,5 млн. тонн сырцового сахара. Имеющийся потенциал российской сахарной индустрии позволяет обеспечить потребности в сахаре для всех стран СНГ.

- **Основные особенности рынка:** Производство и потребление сахара носит сезонный характер. Свекловичный сахар в основном производится в сентябре – ноябре, сырцовый – в марте-июле. Пик потребления, как правило, приходится на июль.
- **Таможенный режим сахара в России:**

Отрасль имеет достаточно сложную систему госрегулирования импорта. В 2001-03 применялась система с использованием лицензирования, квотирования, сезонных и обычных пошлин на сырец и белый сахар.

С 2004 г. введена «гибкая» импортная пошлина на сахар-сырец (чем выше биржевая цена, тем ниже пошлина, и наоборот) и фактически запретительная импортная пошлина на сахар белый в размере 340 \$ за тонну (кроме стран СНГ с режимом свободной торговли сахаром). В 2005 г. в режим импорта были внесены незначительные изменения в расчете средней биржевой цены на сахар-сырец (с 1-го до 3-х месяцев), что позволило несколько сгладить колебания пошлины и сбалансировать импорт сырца. С февраля 2006 г. в отношении белорусского сахара усилен контроль происхождения в виде централизованного склада в Московской области.

- **Основные участники рынка:**

Признанными лидерами отрасли являются: Русагро (14%), Продимекс (12%), Разгуляй (11%), Доминант (9%) и Сюзден (8%), контролирующие вместе более 50% рынка на протяжении уже нескольких лет.

## 5. Общая информация о Группе «Разгуляй»

### 5.1. Краткая информация о Группе «Разгуляй»

Группа Разгуляй отсчитывает свою историю с 23 октября 1992г. Начав деятельность как трейдер на с/х рынке, компания активно развивалась, приобрела ряд промышленных предприятий и сегодня занимает лидирующие позиции в сфере производства, переработки и реализации с/х продукции сырьевой группы и продовольственных товаров.

В 1995г. Группа начала свою производственную деятельность в перерабатывающих отраслях агропромышленного комплекса. За прошедшие 14 лет Группа превратилась в многопрофильный агропромышленный холдинг с сильными позициями на рынке сахара и зерна.

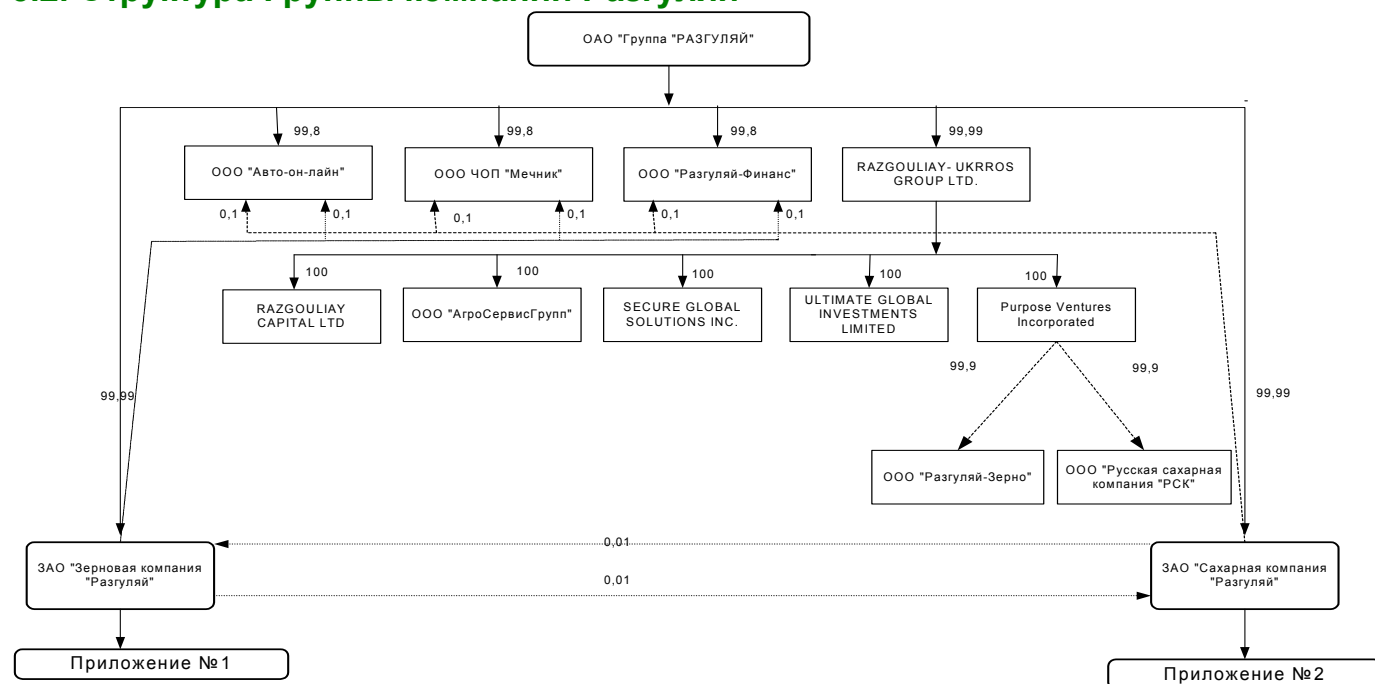
Структурно Группа состоит из 2-х отраслевых субхолдингов – Зернового и Сахарного.

В рамках зернового направления Группой осуществляется торговля зерном, производство и продажа муки и круп. Сахарный бизнес компании заключается в производстве и реализации сахара из сахарной свеклы и сахара-сырца. Группа Разгуляй ведет свою деятельность в Северо-Западном и Центрально-Черноземном регионах России, Верхнем и Среднем Поволжье, на Северном Кавказе, Южном Урале и Западной Сибири. В настоящий момент Группа контролирует 25 зерновых предприятий в 13 регионах и 13 сахарных предприятий и 1 молочно – консервный комбинат в 7 регионах России.

Сегодня Группа Разгуляй – одна из крупнейших вертикально интегрированных агропромышленных компаний, занимающая 4 место в рейтинге Эксперта «Крупнейшие компании пищевой промышленности РФ» и 84 место в рейтинге «Эксперт-400».

В 2004-2005г.г. Группа консолидировала контрольные пакеты акций 7 сахарных заводов, 2 перерабатывающих зерновых предприятий, 2 зерновых элеватора, а также приобрела блокирующие пакеты акций 2 зерновых предприятий, над которыми был установлен управленческий контроль. Консолидация предприятий позволит Группе значительно увеличить мощности по переработке свеклы, крупы и зерна, реализовав стратегическое решение по качественному улучшению структуры продаж Группы (с акцентом на увеличение доли высокорентабельной переработанной продукции в совокупном объеме продаж за счет снижения доли собственно торговых операций).

### 5.2. Структура Группы компаний Разгуляй



Источник: данные Группы.

Стратегия Группы заключается в развитии вертикально интегрированных холдингов, выстроенных по основным направлениям бизнеса. В соответствии с этой стратегией Группа структурно разделена на 3 части: корпоративный центр, сахарный субхолдинг, зерновой субхолдинг. Корпоративный центр включает в себя управляющую компанию Группы и сервисные компании, необходимые для надлежащего функционирования Группы. Отраслевые субхолдинги включают в себя управляющие компании, производственные предприятия и торговые компании.

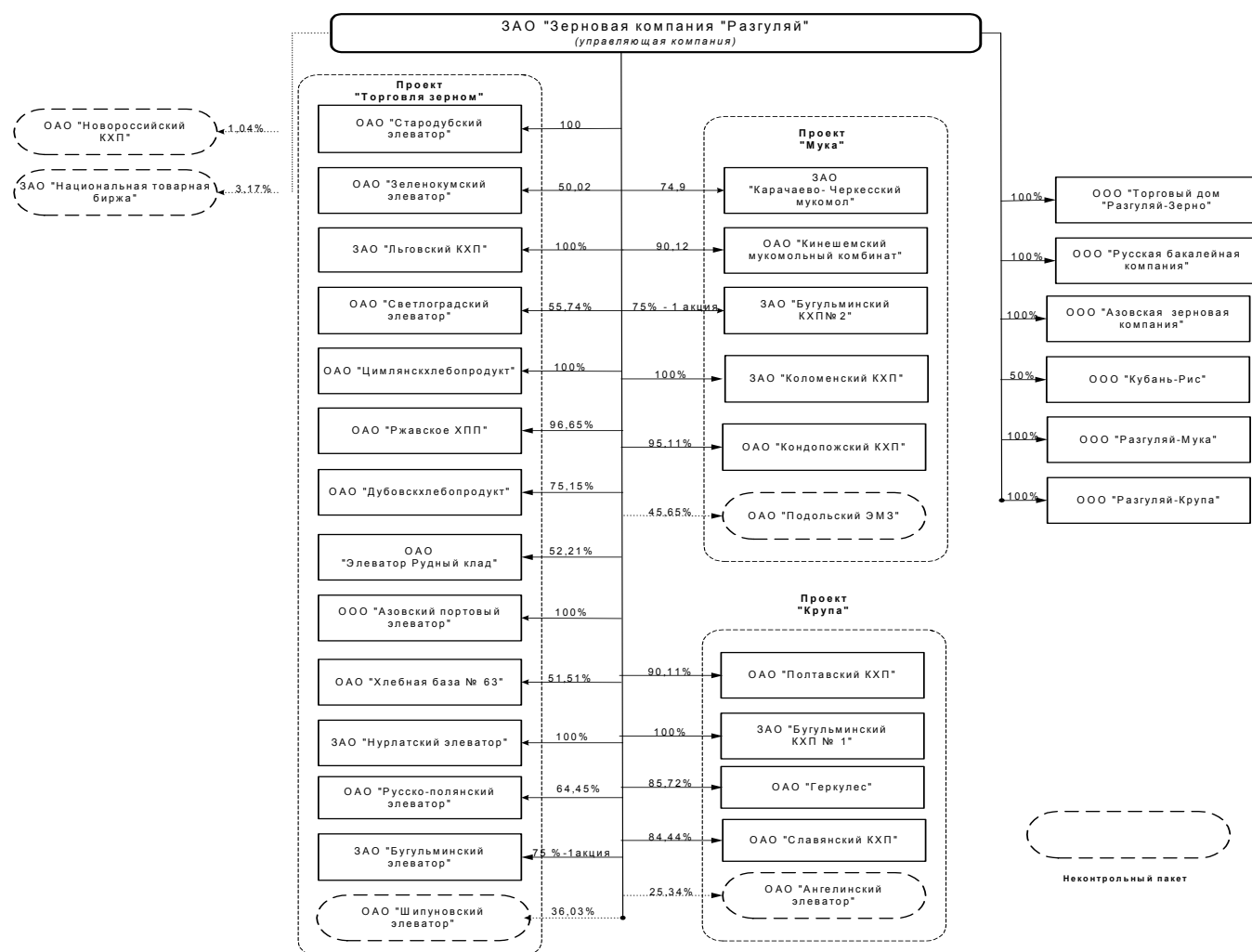
Головная компания ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» является управляющей компанией Группы и владеет ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» (ЗАО «СКР») и Закрытым акционерным обществом «Зерновая компания «Разгуляй» (ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй»), являющимися управляющими компаниями Сахарного и Зернового субхолдингов Группы.

Сегодня распределение акций Группы Разгуляй по имеющейся информации выглядит следующим образом:

- президент Группы Потапенко И.В. является конечным собственником и владеет 75 992 тыс. шт. акций (71,7%);
- инвесторы (продано в ходе IPO) – 30 млн. шт. (28,3%), в т.ч. доля Deutsche Bank – 7,6%.

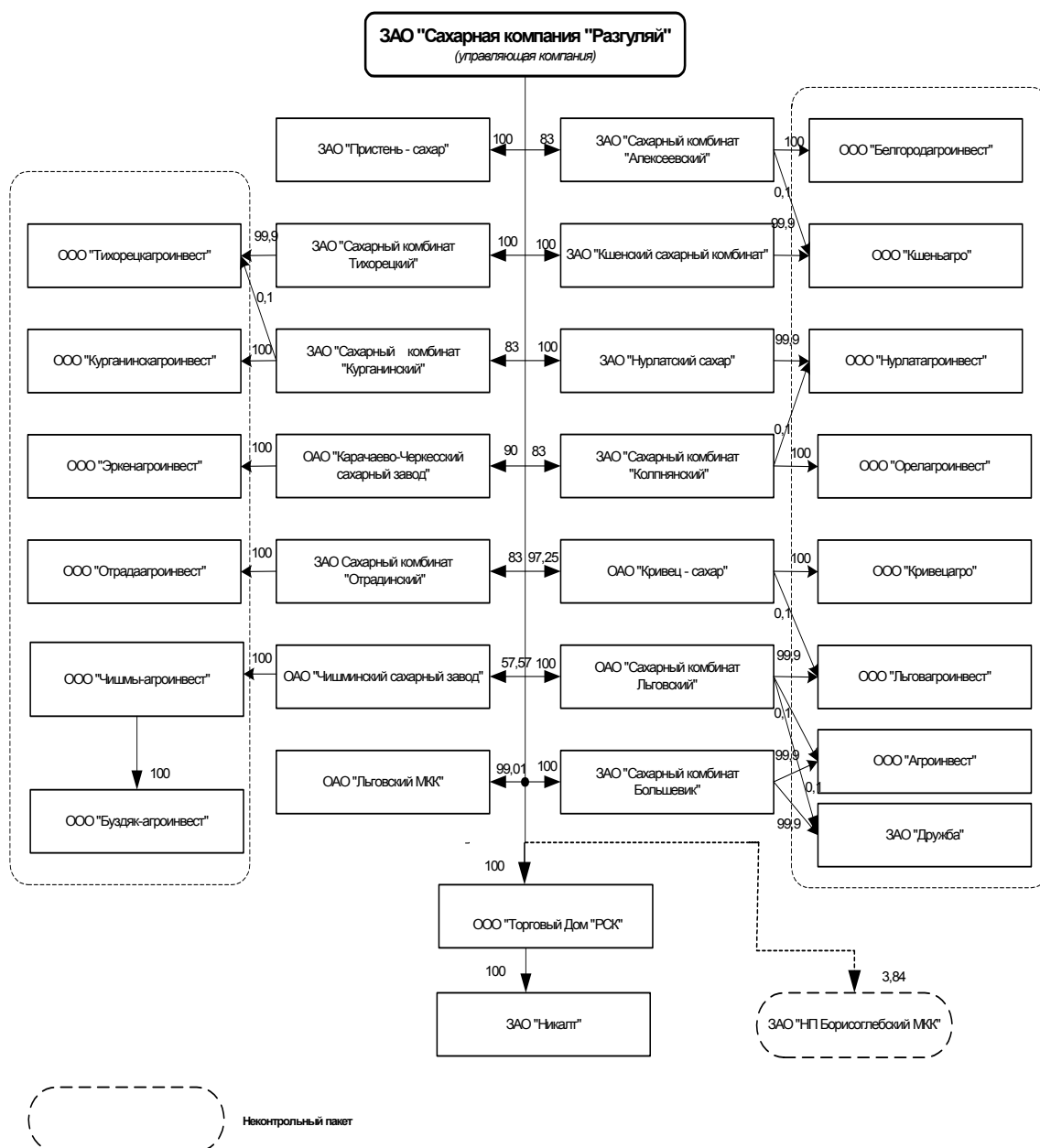
### Приложение №1.

#### Структура ЗАО "Зерновая компания "Разгуляй"



Источник: данные компании.

## Структура ЗАО "Сахарная компания "Разгуляй"



Источник: данные компании.

ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» и ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» владеют всеми производственными предприятиями и торговыми компаниями в соответствующих отраслях. Так, ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» владеет и контролирует деятельность 25 производственных предприятий (13 линейных и 1 портового элеватора, 6 мукомольных заводов, 5 предприятий по производству круп и хлебопродуктов). ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» контролирует деятельность 13 сахарных заводов и 1 молочно-консервного комбината.

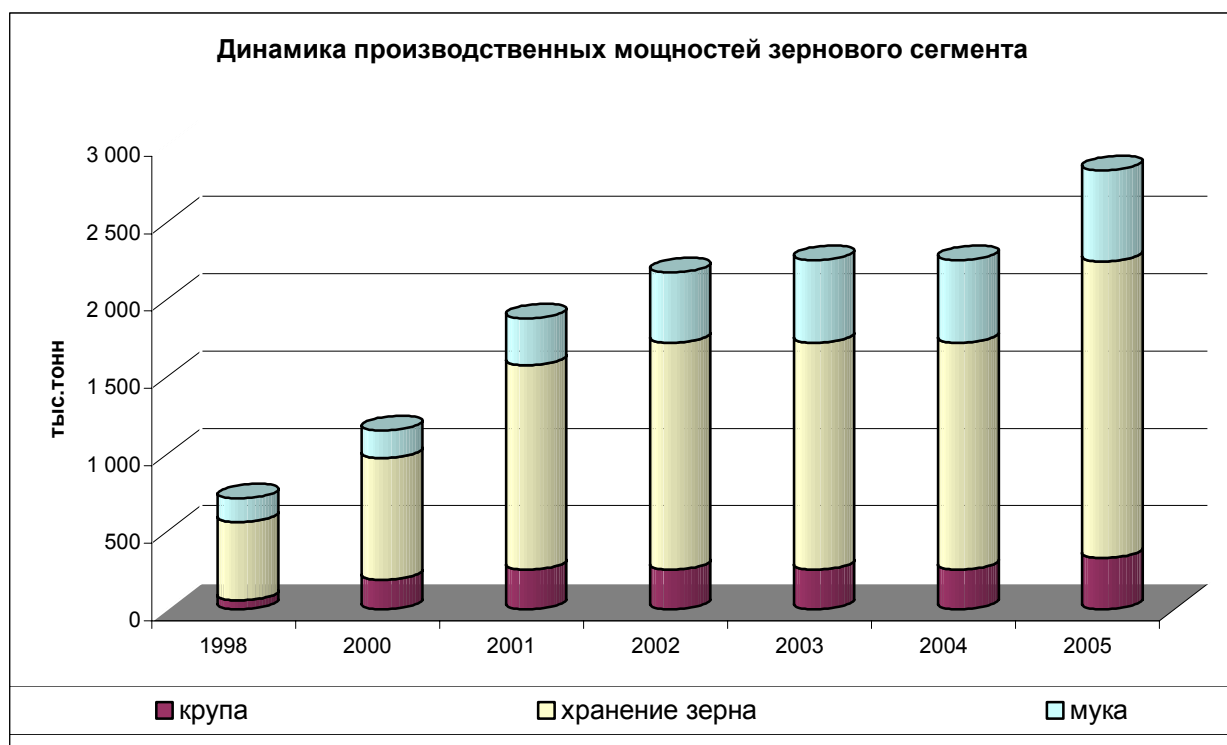
### 5.3. Обзор деятельности Зернового субхолдинга

ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» включает в себя 25 производственных предприятий, на которых осуществляется переработка зерновых в муку и крупу, а также хранение и перевалка зерна с целью перепродажи.

#### 5.3.1. Производственные мощности по хранению и переработке зерна

Суммарные производственные мощности Группы по хранению и переработке зерна:

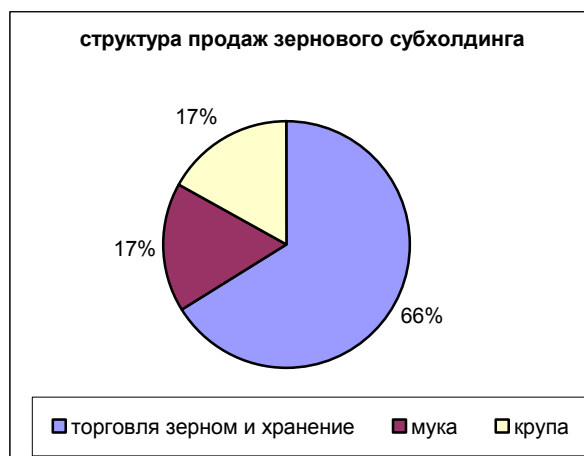
- по объему единовременного хранения сырья: свыше 1,9 млн. тонн/год;
- по объему переработки сырья в муку: более 580 тыс. тонн/год;
- по объему переработки сырья в крупу: более 480 тыс. тонн/год.



*Источник: данные компании.*

#### 5.3.2. Структура продаж зернового субхолдинга

Объем продаж зернового направления включает в себя реализацию зерна на внутреннем рынке, его экспорт, а также услуги по хранению и перевалке давальческого зерна. Бизнес ведется на 14 элеваторах, в т.ч. 1 портовом суммарной емкостью 1,5 млн. тонн зерна, а также 6 мукомольных и 5 крупяных предприятиях. Зерновой субхолдинг прочно входит в число 3-х крупнейших операторов российского рынка зерна.



*Источник: данные компании.*

### **5.3.2.1. Торговля зерном:**

В 2005г. валовый сбор зерна в России составил 78,2 млн. тонн. При этом, общий объем межрегионального коммерческого оборота зерна в 2005г. оценивался в размере около 23 млн. тонн, или 2,6 млрд. USD. Доля зернового субхолдинга Группы Разгуляй на рынке межрегионального коммерческого оборота зерна в 2005г. составила 10%.

*Таблица. Доля Группы на рынке межрегионального коммерческого оборота зерна, %*

	2001	2002	2003	2004	2005
Доля Группы на рынке, %	5,7%	11,6%	8,9%	11%	10%

*Источник: данные компании.*



*Источник: данные компании.*

Стратегическими потребителями направления «Торговля зерном» являются: ОАО «Подольский экспериментальный мукомольный завод», Открытое акционерное общество «Кондопожский комбинат хлебопродуктов», Сельхозпродукт, ОАО «Вологодский КХП», ОАО «Шекснинский КХП» и др.

Внутренний рынок торговли зерном сильно сегментирован, ни одна из компаний-конкурентов не имеет более 7% доли рынка.

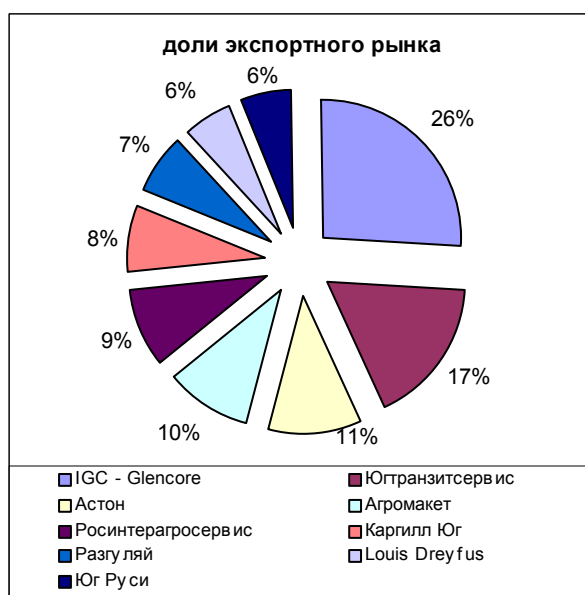
Основными конкурентами Группы являются: МЗК – Glencore, Настюша, ОГО, Louis Dreyfus, Юг Руси, Астон, Югтранзитсервис. При этом, главным конкурентным преимуществом является возможность снижения закупочных цен. Крупные коммерческие структуры имеют возможность

покупать зерно будущего урожая значительно дешевле в случае авансирования сельхозпроизводителей весной и осенью. Полный цикл такого бизнеса составляет от 9 до 15 месяцев и его рентабельность может достигать 40%. Поэтому, конкурентная борьба разворачивается за доступ к поставкам более дешевого зерна, получить которое можно только располагая широкой сетью элеваторов и перерабатывающих мощностей, а также путем организации собственного выращивания зерновых культур. Те компании, которые имеют собственные мощности по перевалке зерна, могут рассчитывать на более долгосрочные контракты с покупателями, т.к. могут обеспечить бесперебойные отгрузки зерна благодаря отсутствию проблем с доступом к портам.

ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» владеет Азовским портовым элеватором, мощность которого составляет 1,5 млн. тонн (в 2005г. отгружено 470 тыс. тонн).

Экспортный рынок зерна более концентрированный: 10 крупнейших игроков контролируют около 60% всех отгрузок.

Основными конкурентами Группы при экспортных поставках являются: IGC – Glencore, Югтранзитсервис, Астон и Агромакет.



Источник: данные компании.

#### **Стратегические цели по направлению «Торговля зерном»:**

- предполагается увеличение объемов экспорта зерна: в 2005г. экспортировано 405 тыс. тонн, в 2006г. предполагается экспортировать 700 тыс. тонн, с дальнейшим увеличением до 2 млн. тонн;
- увеличивая пропускную способность элеваторов предполагается увеличить загрузку зернового направления с 70-80% до 140-150%;
- масштаб операций Группы позволяет финансировать авансовые покупки, что является гарантированным обеспечением выгодной цены поставки.

#### **5.3.2.2. Крупяное направление:**

Объем российского рынка круп в сегментах присутствия Группы в 2005 году составил 1,22 млн. тонн (433 млн. USD). Зерновой субхолдинг контролирует 15,8% рынка торговли крупой. С приобретением в 2006 году Славянского КХП Группа планирует увеличить свою долю до 23%.

Таблица. Доля Группы на рынке крупы, %

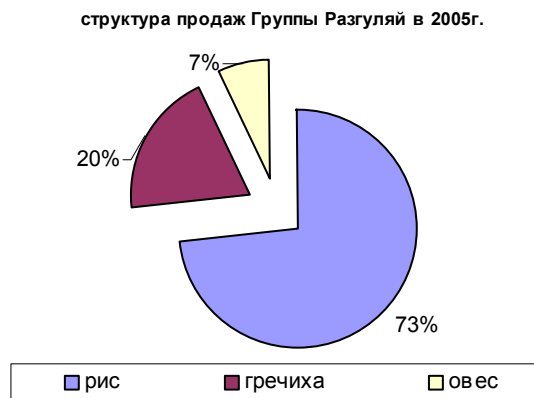
	2001	2002	2003	2004	2005
Доля Группы на рынке крупы, %	1,3%	2,4%	4,1%	9,1%	15,8%

Источник: данные компании.

Российский рынок круп значительно сегментирован, ни одна из компаний-конкурентов не имеет более 2% рынка. Группа Разгуляй – единственный участник рынка, начавший консолидацию активов в данном сегменте. Бизнес ведется на 5-ти крупных предприятиях мощностью по переработке 480 тыс. тонн сырья в год.



Источник: данные компании.



Источник: данные компании.

Стратегическими потребителями крупяной продукции Группы являются следующие компании: ООО «Бизнес-М», ООО «Альфа-групп», ООО «Сириал Партнерс», ЗАО «Агробалтаис», ООО «Вега Плюс», ЗАО «Реал Агро», ЗАО «Парус» и другие.

#### **Проект «Рис»:**

- Потребление риса в России достаточно стабильно и составляет около 650 тыс. тонн в год;
- Доля импорта увеличилась с 50% в 2000г. до 70% в 2004г.;
- Введение 10% импортного тарифа в июле 2003г. (но не менее чем 30 EUR/тонна) его увеличение до 70 EUR/тонна в апреле 2005г. повлияло на снижение доли импорта в 2005г. до 61%.

В 2004г. Группа запустила новый проект, являющийся частью проекта «Крупа», – рисовый проект ООО «Кубаньрис». Данный проект осуществляется совместно с Администрацией Краснодарского края. Доли участия каждой из сторон – 50%. Активы данного проекта до 2006 года состояли из 2-х заводов, общая производственная мощность которых составляет 210 тыс. тонн (ОАО «Полтавский КХП» – 135 тыс. тонн и ОАО «Ангелинский элеватор» – 75 тыс. тонн). В 2006 году, с приобретением Славянского КХП, общая мощность увеличилась до 360 тыс. тонн.

Группа видит следующие преимущества данного проекта:

- сосредоточение основных российских рисовых активов в рамках одной компании и повышение конкурентоспособности отечественного риса перед импортным;
- участие в холдинге с администрацией Краснодарского края увеличит лоббистский потенциал отечественной рисовой отрасли;
- Краснодарский край – основной рисопроизводящий регион, его доля в российском производстве риса – более 90%;
- Повышение импортных пошлин на рис-сырец в 2005г. защищает отечественное производство от дешевого импорта;
- Вертикальная интеграция компании позволяет оптимизировать затраты на всех этапах производства и реализации продукции.

### Стратегия развития рисового направления:

1. в 2006г. Группа приобрела ОАО «Славянский КХП», производственная мощность которого составляет 150 тыс. тонн (в результате текущая производственная мощность в 2006г. увеличилась с 210 тыс. тонн до 360 тыс. тонн);
2. в 2007г. планируется увеличение производственной мощности ОАО «Полтавский КХП» до 170 тыс. тонн (в результате общая производственная мощность в 2007г. достигнет 380 тыс. тонн);
3. начало собственного производства риса: приобретена земля, сельскохозяйственная техника и оборудование (инвестиции составили 9 млн. USD).



Источник: данные компании.



Источник: данные компании.

- цифры производства в 2003-2005г.г. включают перепродажу риса, поставляемого от ОАО «Славянский КХП».

### Проект «Мука»:

Объем российского рынка муки в 2005г. составил 11,4 млн. тонн (2,4 млрд. USD), из которых 87% составляет пшеничная мука.

Структура потребления муки в 2005г. была в основном представлена:

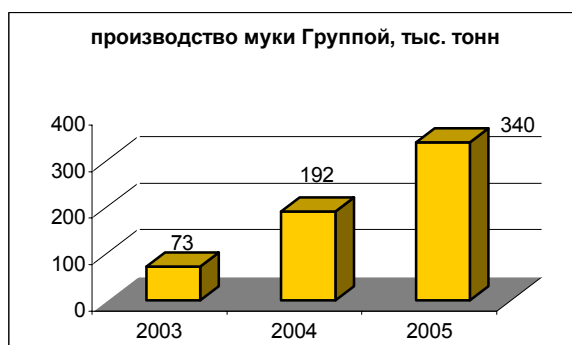
- фабричной выпечкой (63%),
- домашней выпечкой (12%),
- макаронами (9%),
- кондитерскими изделиями (7%).

Бизнес по направлению «Мука» Группа Разгуляй ведет на 6 мукомольных предприятиях мощностью по переработке более 580 тыс. тонн сырья в год. Проект запущен в 2003г. Зерновой субхолдинг в 2005г. контролировал около 3,2% рынка торговли мукой.

Таблица. Доля Группы на рынке муки, %

	2003	2004	2005
Доля Группы на рынке муки, %	0,6%	2,0%	3,2%

Источник: данные компании.



Источник: данные компании.

Стратегическими потребителями мукомольной продукции являются следующие компании: ОАО «Серпуховхлеб», ОАО «ОМПК», ОАО «Золоторожский хлеб», ОАО «Дедовский хлеб», ООО «XXI век» и другие.

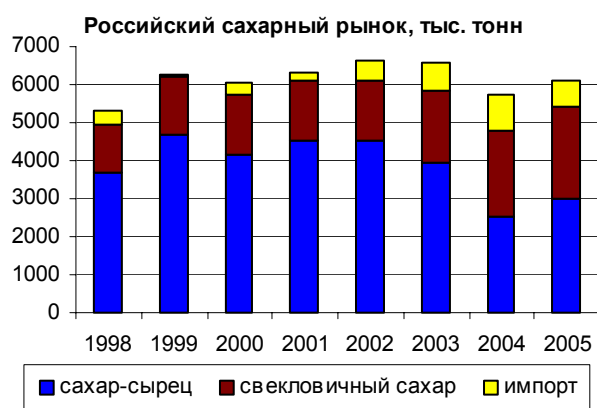
Степень консолидации отраслевых активов остается относительно невысокой, хотя концентрация капитала быстро растет за счет слияний и поглощений. С 2001 до 2004 г.г. доля рынка основных 10 производителей увеличилась с 17% до 25%. С конца 2005г. реализация муки Группой достигла 32 тыс. тонн в месяц, что сопоставимо с объемами крупнейших игроков.

Основными конкурентами Группы являются: Макфа, Ленстро, Настюша, Стойленская Нива, ОГО, Росзерно, Пава (Хлеб Алтая) и др.

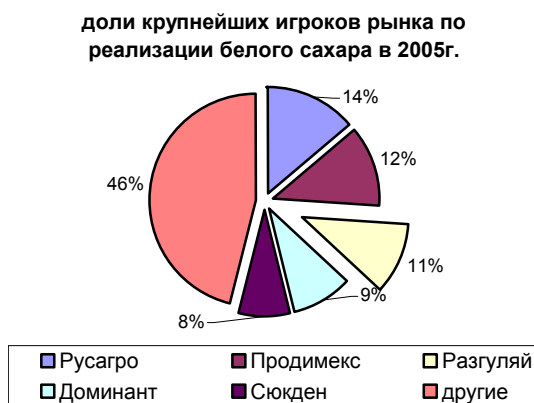
Реализация муки осуществляется мукомольными предприятиями Группы самостоятельно, поскольку с учетом конкуренции мука реализуется географически в пределах того региона, где она произведена.

## 5.4. Краткий обзор деятельности сахарного субхолдинга

- Потребление сахара в России достаточно стабильно и составляет около 5,8-6 млн. тонн, или 3 млрд. USD.
- Введение в январе 2004г. плавающей импортной пошлины на сырец (преимущественно ввозимый из Бразилии) поддерживает российское производство свекловичного сахара.
- Производство свекловичного сахара в России достигло очередного максимума в 2005г. и составило 2,4 млн. тонн (41% общего потребления сахара в России).
- Существующие в России производственные мощности:
  - производство 3,6 млн. тонн белого сахара из 29 млн. тонн сахарной свеклы;
  - производство 9,4 млн. тонн сахара-сырца из 10 млн. тонн сахарного тростника.
- 5 крупнейших производителей контролируют более 50% всех продаж сахара.
- Основной удельный вес общего потребления сахара приходится на индивидуальных покупателей (65% в 2005г.), доля пищевой промышленности в потреблении сахара в 2005г. составила 30%.



Источник: данные компании.



Источник: данные компании.

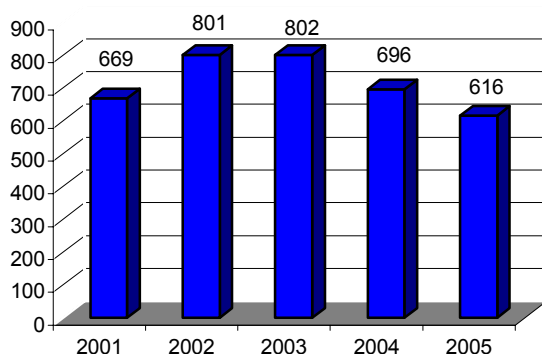
В состав сахарного субхолдинга Группы входят 13 сахарных заводов и 1 молочно-консервный комбинат общей мощностью переработки 4,2 млн. тонн свеклы и 1,5 млн. тонн сырца. Группа планирует увеличение производственных мощностей с 4,2 млн. тонн свеклы до 5 млн. тонн свеклы в течение ближайших 3-х лет. Сахарный субхолдинг в 2005г. контролировал 11% сахарного рынка России.

Таблица. Доля Группы на рынке сахара, %

	2001	2002	2003	2004	2005
Доля Группы на рынке сахара, %	11,7	11,4	13,1	12,1	11

Источник: данные компании.

объем продаж сахара Группой, тыс. тонн



Источник: данные компании.

Таблица. Структура продаж сахара Группой

	2003	2004	2005
Свекловичный сахар	13%	20%	33%
Сырцовый сахар и торговля белым сахаром	87%	80%	67%

Источник: данные компании.

Падение объема продаж в 2004-2005г.г. вызвано сокращением производства низкорентабельного сырцового сахара. Группа фокусирует свою деятельность на производстве сахара из свеклы, а также на торговле свекловичным сахаром. С 2006г. прогнозируется рост объемов продаж за счет увеличения доли производства свекловичного сахара.

Сахарная свекла является одной из самых прибыльных растениеводческих культур в России и обеспечивает значительную рентабельность (до 30-35%) даже при низких ценах. Объем производства свекловичного сахара в России неуклонно растет, при этом существует значительный потенциал дальнейшего роста за счет увеличения зон свеклосеяния.

В свеклосахарном комплексе наблюдается достаточно высокая концентрация производства и капитала. Наряду с импортерами, пришедшими в производство, основными участниками рынка стали российские региональные и федеральные многоотраслевые агрохолдинги, а также ряд поставщиков сахара-сырца. Сахарная индустрия насчитывает 96 предприятий, из них только около 27 относятся к средним и крупным, на долю которых приходится около 60% объема выпуска. Загрузка крупных современных заводов растет из года в год. На 5 ведущих компаний приходится более 50% всего производства сахара.

Таблица. Производство белого сахара из сахарной свеклы.

	2005	2006 F	2007 F
<b>Сахарная свекла:</b>			
Площади под посев, га	7 500	24 800	41 854
Урожай, тонн/га	27	32	35
Выращенная сахарная свекла, тыс. тонн	206	795	1 477
Сахарная свекла др. поставщиков, тыс. тонн	1 859	2 607	2 783
<b>Всего сахарной свеклы, тыс. тонн</b>	<b>2 065</b>	<b>3 402</b>	<b>4 260</b>
<b>Производство белого сахара из сахарной свеклы:</b>			
Доля производства сахара из сахарной свеклы	13,2%	13,3%	13,5%
Сахар из своей сахарной свеклы, тыс. тонн	27	105	199
Сахар из свеклы др. поставщиков, тыс. тонн	245	347	375
<b>Всего свекловичный сахар, тыс. тонн</b>	<b>272</b>	<b>452</b>	<b>574</b>

Источник: данные компании.

Стратегическими потребителями продукции сахарного субхолдинга являются следующие компании: ЗАО «Парус-Плюс», ООО «Экселент», Регион-Томск, ООО «Порт», ООО «Альфа-Групп» и др.

В целях минимизации отрицательных эффектов волатильности рынка Группой реализуются ряд стратегических решений:

- диверсификация отраслей: между ценами на сахар и зерно отсутствует корреляция;
- диверсификация регионов заготовки: сахарные заводы компании расположены в 7-ми, а зерновые предприятия – в 13-ти регионах страны;
- смещение акцента на производство и продвижение продукции с более высокой добавленной стоимостью и запуск брендов (например, развитие собственного зонтичного бренда – муки и крупы под маркой «Дивница»);
- в целях обеспечения собственной сырьевой безопасности и увеличения маржи компания концентрируется на собственном выращивании сахарной свеклы.

## **5.6. Рейтинг Группы «Разгуляй»**

Группа «Разгуляй» заняла 96 место в рейтинге РБК «600 крупнейших компаний России в 2005 году»; 4 место в рейтинге Эксперта «Крупнейшие компании пищевой промышленности РФ» и 84 место в рейтинге «Эксперт-400».

## 6. Анализ консолидированной отчетности Группы «Разгуляй» по МСФО

Анализ финансовой отчетности проводился на основании консолидированной финансовой отчетности Группы Разгуляй за 2004-2005г.г., аудированной KPMG.

### 6.1. Анализ консолидированного баланса

Таблица. Структура консолидированного баланса Группы Разгуляй, млн. USD  
(по курсу на 31.12.2005г.: 1\$ = 28,78 руб.)

	2004	%	2005	%
Денежные средства и эквиваленты	21	5,4%	5	0,7%
Краткосрочные финансовые вложения	3	0,8%	14	2,0%
Дебиторская задолженность	119	30,8%	167	23,8%
Товарно – материальные запасы	45	11,7%	23	3,3%
<b>Текущие активы</b>	<b>188</b>	<b>48,7%</b>	<b>209</b>	<b>29,7%</b>
Основные средства	223	57,8%	406	57,8%
Нематериальные активы	(94)	(24,4%)	23	3,3%
Другие внеоборотные активы	69	17,9%	65	9,2%
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>198</b>	<b>51,3%</b>	<b>494</b>	<b>70,3%</b>
<b>ИТОГО активы</b>	<b>386</b>	<b>100%</b>	<b>703</b>	<b>100%</b>
Краткосрочные кредиты и займы	83	21,5%	107	15,2%
Кредиторская задолженность	34	8,8%	40	5,7%
<b>Текущие обязательства</b>	<b>117</b>	<b>30,3%</b>	<b>147</b>	<b>20,9%</b>
Долгосрочные кредиты и займы	2	0,5%	70	10,0%
Отложенные налоговые обязательства	20	5,2%	50	7,1%
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>22</b>	<b>5,7%</b>	<b>120</b>	<b>17,1%</b>
Уставной капитал	12	3,1%	12	1,7%
Добавочный капитал	11	2,8%	11	1,6%
Резервы	12	3,1%	52	7,4%
Нераспределенная прибыль	174	45,1%	309	44,0%
<b>Акционерный капитал</b>	<b>209</b>	<b>54,1%</b>	<b>384</b>	<b>54,6%</b>
Доля меньшинства	38	9,8%	52	7,4%
<b>ИТОГО пассивы</b>	<b>386</b>	<b>100%</b>	<b>703</b>	<b>100%</b>

Источник: аудированная отчетность Группы по МСФО.

#### Анализ структуры баланса:

- валюта баланса Группы выросла с \$386 млн. в 2004г. до \$703 млн. в 2005г. (на 82,1%). В активе баланса рост вызван в основном приобретением основных средств (+82% по сравнению с 2004г.), а пассив вырос преимущественно за счет роста собственного капитала (+83,7% по сравнению с 2004г.), что связано в основном с изменением учетной политики компании;
- основная доля актива баланса приходится на основные средства (\$406 млн. на конец 2005г. или 57,8% в.б.);
- дебиторская задолженность на конец 2005г. составила \$167 млн. (23,8% в.б.) и представляет собой в основном задолженность покупателей и заказчиков;
- основной удельный вес пассива приходится на капитал, который на конец 2005г. составил \$384 млн. (54,6% в.б.). При этом, 80,5% собственного капитал представляет собой нераспределенная прибыль, которая на конец анализируемого периода составила \$ 309 млн. Рост нераспределенной прибыли по итогам 2005г. вызван изменениями в учете деловой репутации (goodwill), которая ранее отражалась по статье «нематериальные активы», а с 2005г. отражается в капитале по статье «нераспределенная прибыль»;

- кредиторская задолженность на конец анализируемого периода незначительна: \$40 млн. (5,7% в.б.) и в основном представлена задолженностью перед поставщиками и подрядчиками (\$11 млн.) и задолженностью по налогам (\$15 млн.).
- долговая нагрузка на конец 2005г. составила \$177 млн. (25,2% в.б.), из которых \$107 млн. - краткосрочные кредиты и займы.
- расшифровка кредитного портфеля Группы «Разгуляй» по состоянию на 31.12.2005г. представлена ниже:

*Таблица. Кредитный портфель Группы на 31.12.2005г.*

Кредитор	Сумма
Зерновая компания Разгуляй	76,2 млн. USD
Сахарная компания Разгуляй	30,1 млн. USD
Облигации (Разгуляй-Финанс)	69,5 млн. USD
<b>ВСЕГО:</b>	<b>175,8 млн. USD</b>

*Источник: данные компании.*

*Таблица. Расшифровка основных кредиторов на 31.12.2005г.*

Кредитор	Сумма	%
УралСиб	20,1 млн. USD	11,4%
Номос	400,0 млн. руб.	7,9%
Газпромбанк	435,0 млн. руб.	8,6%
Райффайзенбанк	285,5 млн. руб.	5,6%
Облигации	2 000 млн. руб.	39,4%
Прочие кредиты/займы	47,6 млн. USD	27,1%
<b>ВСЕГО:</b>	<b>175,8 млн. USD</b>	

*Источник: данные компании.*

Группа «Разгуляй» в течение всего исторического периода имела положительную кредитную историю. В связи с этим, в настоящий момент на Группу открыты следующие лимиты.

*Таблица. Открытые лимиты на Группу «Разгуляй».*

Банк	Размер лимита
ВТБ	до 250 млн. USD
НРБ	до 50 млн. USD
УралСиб	до 60 млн. USD
Номос	до 40 млн. USD
Газпромбанк	до 60 млн. USD
Райффайзенбанк	до 17 млн. USD
прочие	до 100 млн. USD
<b>ВСЕГО:</b>	<b>до 577 млн. USD</b>

*Источник: данные компании.*

## 6.2. Долговая нагрузка Группы Разгуляй по состоянию на 01.07.06г.

Долговая нагрузка Группы по состоянию на 01.07.06 составляет \$282,9 млн. Группа в течение всего анализируемого периода никогда не имела просроченной задолженности по погашению текущих платежей по кредитам и займам.

Ниже представлен реестр кредитов и займов Группы по состоянию на 01.07.06.

Таблица. Кредитный портфель Группы Разгуляй по состоянию на 01.07.06г.

Кредитор	Текущая задолженность на 01.07.06
Задолженность Зерновой компании Разгуляй	78,5 млн. USD
Задолженность Сахарной компании Разгуляй	93,6 млн. USD
Задолженность Управляющей компании (ООО «Разгуляй - Финанс»)	110,8 млн. USD
<b>Общая задолженность</b>	<b>282,9 млн. USD</b>

Источник: данные компании.

Основными кредиторами Группы «Разгуляй» по состоянию на 01.07.06г. являются следующие банки:

Таблица. Основные кредиторы Группы Разгуляй по состоянию на 01.07.06г.

Кредитор	Текущая задолженность на 01.07.06	%
УралСиб	21,9 млн. USD	7,7%
Газпромбанк	435 млн. руб.	5,7%
ВТБ	1 745,3 млн. руб.	22,8%
Номос	23,9 млн. USD	8,4%
Банк Москвы	1 000 млн. руб.	13,1%
Облигации	2 000 млн. руб.	26,1%
прочие	45,9 млн. USD	16,2%
<b>Общая задолженность</b>	<b>282,9 млн. USD</b>	<b>100%</b>

Источник: данные компании.

### 6.3. Анализ отчета о доходах и расходах

Таблица. Консолидированный отчет о прибылях и убытках Группы Разгуляй, млн. USD  
(по курсу на 31.12.-5г.: 1\$ = 28,78 руб.)

Наименование	2004	2005
Выручка	636	687
Себестоимость	(541)	(593)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>95</b>	<b>94</b>
<i>Gross Margin</i>	<i>14,9%</i>	<i>13,7%</i>
Другие операционные доходы	4	8
Другие операционные расходы	(25)	(9)
SG&A	(24)	(34)
Налоги, кроме налога на прибыль	(3)	(5)
<b>Операционная прибыль</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
<i>Operating Margin</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,9%</i>
Внеоперационные доходы	4	11
Финансовые расходы	(7)	(26)
Налог на прибыль	1	9
Доля меньшинства	-	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>45</b>	<b>48</b>
<i>Net Income Margin</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,0%</i>

Источник: аудированная отчетность компании по МСФО.

Расчет показателя EBITDA приведен ниже.

*Таблица. Расчет показателя EBITDA, в млн. USD*

Наименование	2004	2005
Чистая прибыль	45	48
Налог на прибыль	(1)	(9)
Амортизация	11	25
Процентные расходы	22	21
Увеличение в стоимости основных средств	-	(8)
Уменьшение стоимости основных средств	-	3
<b>EBITDA</b>	<b>77</b>	<b>80</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,6%</i>

*Источник: аудированная отчетность компании по МСФО.*

**Отчет о прибылях и убытках:**

- некоторое сокращение выручки в 2004-2005г.г. по сравнению с 2003г. объясняется следующими причинами:
  - в 2005г. произошло изменение учетной политики Группы: выручка и себестоимость, начиная с 2005г., отражаются без НДС (по 2004г. была произведена соответствующая корректировка);
  - Группа сокращает объемы торговых операций белым сахаром и зерном, и увеличивает долю переработки сахарной свеклы, производство крупы и муки;
  - в 2004 - 2005г.г. Группа сократила производство сырьевого сахара ввиду его низкой рентабельности.
- несмотря на незначительный рост выручки в 2005г. (+8,0%), *операционная прибыль* Группы существенно увеличилась с \$47 млн. в 2004г. до \$54 млн. в 2005г., продемонстрировав 14,9% рост;
- *другие операционные расходы* в основном представляют собой расходы по юридическим и консультационным услугам;
- *рентабельность операционной прибыли* выросла с 7,4% в 2004г. до 7,9% в 2005г.
- *внеоперационные доходы* включают прибыль от приобретений/продаж долей в дочерних обществах;
- *финансовые расходы* в течение 2005г. увеличились за счет возникновения убытков по курсовым разницам и на конец анализируемого периода составили \$26 млн.
- в течение анализируемого периода все результаты деятельности Группы в России облагались налогом на прибыль по ставке 24%. При этом, статья «налог на прибыль», по стандартам МСФО, включает как начисление текущего налога, так и отложенный налог на прибыль (возникновение и сторнирование временных разниц и изменения в резерве), который в течение 2004-2005г.г. превышал начисленный текущий налог. Этим объясняются положительные суммы по статье «налог на прибыль».

### 6.3. Анализ основных финансовых коэффициентов консолидированной отчетности Группы Разгуляй

Таблица. Основные финансовые показатели консолидированной отчетности Группы Разгуляй

	2004	2005
<b>Показатели ликвидности</b>		
Оборотный капитал, млн. USD	71	62
Current Ratio	1,61	1,42
Quick Ratio	0,21	0,13
<b>Показатели деловой активности</b>		
ROA, %	11,6%	6,8%
ROE, %	21,5%	12,5%
Gross margin, %	14,9%	13,7%
Operation margin, %	7,4%	7,9%
EBITDA margin, %	12,1%	11,6%
Net margin, %	7,1%	7,0%
<b>Общие характеристики долга</b>		
Совокупный долг, млн. USD	85	177
Чистый долг, млн. USD	61	158
Совокупный долг / активы	0,22	0,25
Долгосрочный долг / совокупный долг	0,02	0,40
<b>Показатели покрытия долга</b>		
Выручка / совокупный долг	7,5	3,9
EBITDA / совокупный долг	0,91	0,45
Собственный капитал / совокупный долг	2,46	2,17
Коэффициент самофинансирования (собственный капитал / общие обязательства)	1,50	1,43
Коэффициент финансовой напряженности (собственный капитал / активы)	0,54	0,55
<b>Показатели покрытия текущих платежей</b>		
EBITDA / текущие обязательства	0,66	0,54
EBITDA / процентные платежи	11,0	3,08

Источник: расчеты Банка Москвы

Анализируя данные вышеприведенной таблицы можно сделать следующие **выводы:**

- несмотря на рост долговой нагрузки в течение 2005г., доля совокупного долга в валюте баланса практически не изменилась, и на конец 2005г. составила 0,25, что считается вполне приемлемым показателем;
- положительным моментом является рост доли долгосрочного долга в структуре совокупных долгов до 40% на конец 2005г.;
- рост долговой нагрузки не отразился негативно на показателях покрытия:
  - на конец 2005г. выручка почти в 4 раза покрывает совокупный долг;
  - совокупный долг в 2,2 раза превышает EBITDA, что является вполне приемлемым показателем;
  - капитал на конец 2005г. почти в 2,2 раза покрывает весь совокупный долг и более чем в 1,4 раза превышает общие обязательства Групп.
- показатели покрытия текущих платежей также вполне достаточны в настоящий момент:

- на конец 2005г. EBITDA более чем на 54% покрывает все текущие обязательства Группы и более чем в 3 раза – процентные платежи;
- оборотный капитал Группы положителен и на конец 2005г. составил \$62 млн.;
- показатели текущей и мгновенной ликвидности вполне приемлемы в настоящий момент и составляют 1,42 и 0,13 соответственно;
- показатели рентабельности Группы (Gross margin, Operating margin, EBITDA margin, Net margin) являются самыми высокими среди агропромышленных компаний.

## 8.Эмитент – ООО «Разгуляй – Финанс»

### 8.1. История создания и основные виды деятельности

Эмитент был создан 8 сентября 2003г. Первоначальное наименование Эмитента было ООО «Агрокофинанс», которое 25.06.2005г. было переименовано в ООО «Разгуляй – Финанс». Участниками Эмитента являются ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» (99,8%), ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» (0,1%) и ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» (0,1%).

Основной деятельностью Эмитента является привлечение средств на финансовом рынке (рынке ценных бумаг) в целях финансирования деятельности Группы, связанной с выращиванием, производством и реализацией зерна и сахара.

### 8.2. Финансовое положение Эмитента

ООО «Разгуляй – Финанс» выступает в структуре займа в качестве Эмитента, и его функции сводятся к взаимодействию с регулирующими, контролирующими и обслуживающими организациями, а также к аккумулированию и распределению денежных потоков. Таким образом, ООО «Разгуляй – Финанс» представляет собой SPV (Special Purpose Vehicle), т.е. компанию, созданную для технического удобства операций Группы Разгуляй.

Бухгалтерская отчетность компании полностью отражает характер ее деятельности.

Мы не проводили отдельный анализ финансового состояния Эмитента как отдельного хозяйственного субъекта ввиду того, что целесообразным будет проводить анализ консолидированной отчетности Группы по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). Финансовая отчетность Эмитента, подготовленная по РСБУ, представлена в *Приложении* к настоящему Инвестиционному меморандуму.

## 9.Описание Поручителей по облигационному займу

### 9.1. ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй»

ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» было создано 15.11.2001г. Основным собственником Поручителя является ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» (99,99%), оставшаяся доля принадлежит ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» (0,01%).

Основной деятельностью Поручителя являются инвестиции в дочерние и зависимые общества. Поручитель является головной компанией сахарного субхолдинга. Производственные предприятия, принадлежащие Поручителю, охватывают около 12% рынка сахара.

Поручитель контролируется 13 сахарных заводов и молочно-консервный комбинат, которые осуществляют переработку сахара-сырца, сахарной свеклы, цельного молока.

Поручитель осуществляет общее руководство и контроль за деятельностью Сахарного субхолдинга, координирует работу принадлежащих ему производственных предприятий и торговых компаний, при этом не ведет самостоятельную производственную и торгово-закупочную деятельность.

*Таблица. Основные показатели деятельности ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй»  
(по данным официальной отчетности по РСБУ), в тыс. руб.*

Показатель	01.07.2006	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
Выручка	11 104	13 085	15 986	49 324
ЕВИТ	76	235	333	144
Собственные средства	172 567	172 043	172 000	171 825
Займы и кредиты	2 822 479	427 333	8 580	65 473
Основные средства	2 965	3 601	4 355	-

*Источник: данные отчетности компании.*

## 9.2. ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй»

ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» было создано 15.11.2001г. Основным собственником Поручителя является ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» (99,99%), оставшаяся доля принадлежит ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» (0,01%).

Основной деятельностью Поручителя являются инвестиции в дочерние и зависимые общества, осуществляющие хранение и переработку зерна. Поручитель является головной компанией Зернового субхолдинга и контролирует себя 25 производственных предприятия, на которых осуществляется переработка зерновых в муку и крупу, а также хранение и перевалка зерна с целью перепродажи. Бизнес ведется на 14 элеваторах, в т.ч. 1 портовом суммарной емкостью 1,7 млн. тонн зерна, а также 6 мукомольных и 5 крупяных предприятия.

Поручитель аналогично головной компании Сахарного субхолдинга осуществляет общее руководство и контроль за деятельностью Зернового субхолдинга, координирует работу принадлежащих ему производственных предприятий и торговых компаний, при этом не ведет самостоятельную производственную и торгово-закупочную деятельность.

*Таблица. Основные показатели деятельности ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй»  
(по данным официальной отчетности по РСБУ), в тыс. руб.*

Показатель	01.07.2006	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
Выручка	14 877	16 100	49 842	96 737
ЕВИТ	(78)	1 779	750	1 140
Собственные средства	110 218	109 920	109 413	107 287
Займы и кредиты	2 052 684	885 267	371 638	247 385

*Источник: данные отчетности компании.*

## **10. Источники финансирования и использование средств от облигационного займа**

Средства, полученные от размещения Облигаций, Группа «Разгуляй» планирует направить на инвестиции в сельскохозяйственную отрасль, путем выдачи займов компаниям, предоставившим обеспечение в форме поручительства для выпуска Облигаций (ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй») и/или другим компаниям, являющимися аффилированными с ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ».

### **10.1. Облигации как источник финансирования**

Группа «Разгуляй» планирует развивать облигационную программу как дополнительный источник финансирования, альтернативный другим источникам финансирования.

Эмитент планирует развивать рынок собственных облигаций и предпринимать действия направленные на поддержание ликвидности. Эмитент планирует продолжить работу с данным финансовым инструментом на открытом рынке.

Необходимо отметить, что Эмитент имеет четкое представление о стоимости других источников финансирования и предполагает размещать облигации с приемлемой для себя ставкой доходности. При этом Эмитент намерен продолжать работу с банковскими кредитами и другими источниками финансирования. Выпуск облигаций позволяет диверсифицировать источники финансирования. В случае, если по прогнозам Эмитента могут возникнуть предпосылки для различных форс-мажорных обстоятельств (в том числе рыночные, политические либо другие обстоятельства), то эмитентом будут предприняты действия для снижения долгового бремени, в том числе и через досрочный выкуп облигаций.

### **10.2. Ставка на информационную открытость**

Группа «Разгуляй» формирует новые стандарты информационной открытости компании на аграрном рынке. Деятельность корпорации на сегодняшний день является настолько четкой и надежной, что это позволяет Группе вести открытую и прозрачную информационную политику. Группа следует мировым стандартам открытости и прозрачности при взаимодействии с партнерами, подрядчиками, инвесторами в целях динамичного развития собственных и совместных проектов, а также для достижения баланса интересов всех сторон при их реализации.

Консолидированная отчетность Группы по стандартам МСФО, аудированная KPMG, дает возможность инвесторам оценить способность Группы выполнять свои обязательства перед клиентами и партнерами, соблюдать свои обязательства перед соинвесторами, обслуживать долг. Такая информационная политика выгодно позиционирует Группу «Разгуляй» на рынке относительно других конкурентных организаций.

Помимо неукоснительного соблюдения требований законодательства о раскрытии информации Группа планирует соблюдать собственные стандарты информационной открытости, освещающие результаты деятельности Группы. Любой желающий может ознакомиться с данными бухгалтерской (финансовой) отчетности по РСБУ и МСФО, структурой Группы, уставными и эмиссионными документами, информацией о руководстве Группы, с последними новостями и другими данными на сайте Группы в сети Интернет по адресу [www.raz.ru](http://www.raz.ru).

Согласно исследованиям, проведенным авторитетной консалтинговой компанией McKinsey за информационную прозрачность инвесторы готовы доплачивать 10-40% от стоимости акций. В применении к рынку облигаций открытая информационная политика Группы «Разгуляй» будет приводить к снижению стоимости заимствований и удешевлению финансирования.

## 11. Сравнительная характеристика компаний отрасли

- По итогам 2005 года консолидированная выручка Группы «Разгуляй» почти на 54% превышает выручку ОАО «Югтранзитсервис», более чем в 3,5 раза - выручку АПК «Аркада» и более чем в 10 раз – выручку ОАО «Пава»;
- Чистая прибыль Группы «Разгуляй» по итогам 2005г. на 38,6% превышает чистую прибыль ОАО «Вимм - Биль - Данн» и значительно больше чистой прибыли АПК «Аркада» и ОАО «Пава»;
- Общие активы Группы «Разгуляй» значительно выросли в 2005г., составив \$703 млн. (+ 82% по сравнению с 2004г.). В результате общие активы Группы «Разгуляй» по итогам 2005г. на 31% уступают активам ОАО «Вимм – Биль – Данн» и значительно превышают активы других компаний отрасли;
- Показатели ликвидности Группы «Разгуляй» вполне приемлемы в настоящий момент и находятся на среднем уровне по отрасли;
- Показатели рентабельности Группы «Разгуляй» (операционная рентабельность, рентабельность по EBITDA и чистая рентабельность) значительно превышают соответствующие показатели сравниваемых агропромышленных компаний;
- Доля совокупного долга в общих активах Группы «Разгуляй» по итогам 2005г. составляет 25%, что существенно ниже доли совокупного долга в активах сравниваемых агропромышленных компаний;
- Показатель «Совокупный долг / EBITDA» Группы «Разгуляй» на конец 2005г. составил 2,21, что также является самым низким показателем среди сравниваемых компаний агропромышленной отрасли;
- Показатель «Совокупный долг / Капитал» Группы «Разгуляй» по итогам 2005г. составил 0,46, что говорит о том, что собственный капитал Группы полностью покрывает весь совокупный долг. Кроме того, данный показатель является самым низким среди сравниваемых компаний агропромышленной отрасли, что говорит о большей возможности Группы к привлечению дополнительных заемных средств.

**Таким образом, по итогам 2005г.:**

- показатели рентабельности Группы «Разгуляй» являются самыми высокими среди сравниваемых компаний агропромышленной отрасли;
- показатели покрытия долгов Группы «Разгуляй» являются самыми лучшими среди сравниваемых агропромышленных компаний, что говорит о том, что Группа «Разгуляй» обладает большими возможностями по привлечению дополнительных заемных средств, чем другие компании отрасли.

*Таблица. Финансовые показатели агропромышленных компаний, млн. USD*

	Разгуляй		Вимм-Биль-Данн		Югтранзитсервис		Русагро		АПК "Аркада"		Пава	
	2004	2005	2004	2005 F	2004	2005 F	2003	2004	2004	2005 F	2004	2005 F
<b>Отчет о прибылях и убытках, млн. \$</b>												
Выручка	636,0	687,0	1 189,3	1 399,3	245,1	446,6	1 652,1	787,6	102,2	151,3	81,1	60,5
EBITDA	77,0	80,0	96,9	140,9	20,7	30,1	110,3	н/д	3,2	10,8	5,1	3,0
Чистые процентные расходы	7,0	26,0	14,6	22,9	6,2	н/д	16,2	н/д	1,1	4,1	1,3	н/д
Чистая прибыль	45,0	48,0	23,0	30,3	14,0	н/д	84,6	70,9	0,3	1,6	2,3	0,63
<b>Баланс, млн. \$</b>												
Денежные средства и эквиваленты	24,0	19,0	23,8	125,3	5,1	н/д	165,4	н/д	6,7	17,8	0,3	0,2
Дебиторская задолженность	119,0	167,0	62,2	60,0	83,4	н/д	64,4	н/д	26,3	38,1	8,2	15,9
Запасы	45,0	23,0	102,0	130,6	38,8	н/д	97,5	н/д	8,1	12,6	8,6	6,5
Кредиторская задолженность	34,0	40,0	58,2	65,8	9,0	н/д	68,1	н/д	23,8	27,6	4,3	2,7
Краткосрочный долг	83,0	107,0	17,6	73,2	106,3	н/д	118,2	н/д	15,2	31,8	13,1	8,6
Долгосрочный долг	2,0	70,0	208,8	256,1	10,0	н/д	142,9	н/д	7,6	22,1	0,8	12,6
Итого активы	386,0	703,0	796,1	920,6	215,0	н/д	552,1	554,6	64,3	90,7	36,3	41,0
<b>Финансовые коэффициенты</b>												
Коэффициент текущей ликвидности	1,61	1,42	1,43	1,47	1,04	н/д	1,84	1,83	1,10	1,17	0,93	2,43
Коэффициент быстрой ликвидности	0,73	0,58	0,40	0,67	0,37	н/д	1,15	н/д	0,84	0,93	0,45	1,14
Операционная рентабельность	7,4%	7,9%	4,4%	6,3%	4,4%	н/д	6,1%	4,9%	1,9%	6,7%	4,7%	н/д
ROA %	11,6%	6,8%	3,0%	3,5%	6,5%	н/д	15,3%	12,8%	0,6%	2,1%	7,3%	1,5%
ROE %	21,5%	12,5%	6,6%	8,0%	18,2%	н/д	83,6%	26,4%	2,8%	12,7%	15,1%	3,7%
Рентабельность по EBITDA	12,1%	11,6%	8,1%	10,1%	8,5%	н/д	6,7%	н/д	3,1%	7,1%	6,2%	4,9%
Чистая рентабельность	7,1%	7,0%	1,9%	2,2%	5,7%	н/д	5,1%	9,0%	0,3%	1,1%	2,9%	1,04%
Совокупный долг	85,0	177,0	226,4	329,2	116,3	н/д	261,1	н/д	22,8	53,9	13,9	21,2
Чистый долг	61,0	158,0	202,6	204,0	111,2	н/д	95,7	н/д	16,1	36,1	13,6	21,0
Совокупный долг/ Активы	0,22	0,25	0,28	0,36	0,54	н/д	0,47	н/д	0,35	0,59	0,38	0,52
Совокупный долг/ EBITDA	1,10	2,21	2,34	2,34	5,62	н/д	2,4	н/д	7,12	5,00	2,75	7,1
Выручка/ Совокупный долг	7,5	3,9	5,26	4,25	2,11	н/д	6,3	н/д	4,48	2,81	5,83	2,9
Долгоср. долг/ Совокупный долг	0,02	0,40	0,92	0,78	0,09	н/д	0,54	н/д	0,33	0,41	0,06	0,6
EBITDA/ Процентные платежи	11,0	3,08	6,63	6,16	3,34	н/д	6,8	н/д	2,94	2,66	3,76	н/д
Совокупный долг/ Капитал	0,41	0,46	0,61	0,85	1,51	н/д	2,6	н/д	1,29	6,57	0,84	1,24

*Источник: данные компаний, расчеты Банка Москвы*

## 12. Факторы риска

### 12.1. Отраслевые риски

Влияние возможного ухудшения ситуации в отрасли Эмитента на его деятельность и исполнение обязательств по ценным бумагам: с момента создания Эмитента осуществляет деятельность по привлечению инвестиций. К числу основных рисков, с которыми может столкнуться Эмитент в процессе своей деятельности, относятся:

- ухудшение финансового состояния поручителей по облигационному займу (ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй»), которое негативно отразится на способности Эмитента обслуживать долговые обязательства;

- несовпадение сроков и стоимости заимствований между выпущенными Эмитентом Облигациями и заемными средствами, предоставленными компаниям, входящим в группу «Разгуляй».

Для снижения указанных рисков Эмитент намерен:

- размещать средства, полученные путем выпуска Облигаций, с доходностью не ниже, чем процентная ставка по Облигациям плюс все расходы, связанные с организацией и обслуживанием выпуска облигаций,

- в случае необходимости – пересматривать норму доходности вложений, требуемую для исполнения обязательств по Облигациям,

- установить срок, на который предоставляются заемные средства, меньшим, чем срок обращения Облигаций.

Риски, связанные с возможным изменением цен на сырье, услуги, используемые Эмитентом в своей деятельности (отдельно на внутреннем и внешнем рынках) и их влияние на деятельность Эмитента и исполнение обязательств по ценным бумагам: так как Эмитент не планирует в будущем осуществлять закупку сырья и услуг, влияние указанных факторов риска на деятельность Эмитента и исполнение обязательств по ценным бумагам минимально. Эмитент не планирует осуществлять хозяйственную деятельность на внешнем рынке.

Риски, связанные с возможным изменением цен на продукцию и/или услуги Эмитента (отдельно на внутреннем и внешнем рынках) и их влияние на деятельность Эмитента и исполнение обязательств по ценным бумагам: Эмитент не планирует осуществлять производство продукции, в связи с чем риски, связанные с возможным изменением цен на продукцию, не имеют места. В связи с отсутствием рисков, связанных с возможным изменением цен на продукцию Эмитента, их влияние на деятельность Эмитента и исполнение обязательств по ценным бумагам отсутствует. Рискам, связанным с возможным изменением цен на услуги, Эмитент не подвержен. Эмитент не планирует вести деятельность на внешнем рынке, следовательно, рисков, связанных с изменениями на внешнем рынке, Эмитент не несет.

### 12.2. Страновые и региональные риски

ООО «Разгуляй-Финанс» зарегистрировано в Московской области, в 15 км от столицы. Московская область является экономически стабильным регионом. В последние пять лет в регионе наблюдается устойчивый экономический рост, в том числе рост промышленного производства.

Географические особенности области таковы, что она не подвержена стихийным бедствиям (в т.ч. ураганы, наводнения, землетрясения и т.д.), находится в центральной части Российской Федерации, где наиболее развитое транспортное сообщение. Московская область связана автомобильными, железнодорожными и воздушными путями со всеми регионами России, а также мира, что совершенно исключает риск возможного прекращения транспортного сообщения в связи с удаленностью и/или труднодоступностью города.

Московская область относится к наиболее экономически и политически стабильным регионам, не граничащим непосредственно с зонами военных конфликтов, а также с регионами, в которых высока опасность введения чрезвычайного положения и забастовок.

В случае если произойдут негативные изменения ситуации в регионе, которые могут отрицательно сказаться на деятельности Эмитента, Эмитент будет расширять свое присутствие в других регионах Российской Федерации.

### 12.3. Финансовые риски

Подверженность Эмитента рискам, связанным с изменением процентных ставок, курса обмена иностранных валют, в связи с деятельностью Эмитента либо в связи с хеджированием, осуществляемым Эмитентом в целях снижения неблагоприятных последствий влияния вышеуказанных рисков: обязательства Эмитента по выпуску ценных бумаг выражены в валюте Российской Федерации. Эмитент подвержен риску изменения процентных ставок.

Подверженность финансового состояния Эмитента (его ликвидности, источников финансирования, результатов деятельности и т.п.) изменению валютного курса: финансовое состояние, ликвидность, источники финансирования, результаты деятельности Эмитента не подвержены изменению валютного курса.

Предполагаемые действия Эмитента на случай отрицательного влияния изменения валютного курса и процентных ставок на деятельность Эмитента: подверженность Эмитента риску изменения курса обмена иностранных валют, оценивается Эмитентом как незначительная, так как все обязательства Эмитента выражены в валюте Российской Федерации. Эмитент подвержен риску изменения процентных ставок. В случае увеличения процентных ставок, возрастут затраты по обслуживанию заемных средств.

Предполагаемые действия Эмитента на случай отрицательного влияния изменения процентных ставок на его деятельность:

- пересмотр инвестиционной политики в целях сокращения сроков заимствования;
- работа с краткосрочными ликвидными активами.

При этом, следует отметить, что в течение последних лет ставка рефинансирования ЦБ РФ имеет тенденцию к снижению, что позволяет оценить риск увеличения процентных ставок как незначительный.

Влияние инфляции на выплаты по ценным бумагам: так как Облигации Эмитента номинированы в национальной валюте (рублях) реальный доход по Облигациям подвержен влиянию инфляции. По прогнозу Правительства РФ, темпы инфляции в ближайшей перспективе будут снижаться. Изменение покупательной способности рубля может оказать влияние на доходность по Облигациям Эмитента и их привлекательность для инвесторов, однако данный риск рассматривается как незначительный.

Критическое, по мнению Эмитента, значение инфляции: По мнению Эмитента, значения инфляции, при которых у него могут возникнуть трудности по исполнению своих обязательств перед владельцами Облигаций, лежат значительно выше величины инфляции прогнозируемой на 2006 год и составляют 25-30% годовых.

Предполагаемые действия Эмитента по уменьшению риска, вызванного инфляцией: в случае если значение инфляции превысит указанные критические значения, Эмитент планирует увеличить в своих активах долю краткосрочных финансовых инструментов, провести мероприятия по сокращению внутренних издержек.

Показатели финансовой отчетности Эмитента, наиболее подверженные изменению в результате влияния указанных финансовых рисков: выручка, прибыль.

Риски, влияющие на указанные показатели финансовой отчетности Эмитента и вероятность их возникновения: значительное увеличение процентных ставок и, как следствие, рост затрат на обслуживание Облигаций. Вероятность их возникновения оценивается как невысокая.

Характер изменений в отчетности: рост расходов, сокращение прибыли.

### 12.4. Правовые риски

Правовые риски, связанные с деятельностью Эмитента:

Внутренний рынок:

Изменение валютного регулирования: риск изменения валютного регулирования на внутреннем рынке не оказывает существенного влияния на деятельность Эмитента.

Изменение налогового законодательства: в настоящее время Правительство РФ проводит политику снижения налогового бремени на российских налогоплательщиков. В связи с чем, в ближайшее время, не ожидается внесение изменений в налоговое законодательство в части увеличения налоговых ставок. Данный риск рассматривается как незначительный.

Изменение правил таможенного контроля и пошлин: правовые риски, связанные с изменением правил таможенного контроля и пошлин на внутреннем рынке, отсутствуют.

Изменение требований по лицензированию основной деятельности Эмитента либо лицензированию прав пользования объектами, нахождение которых в обороте ограничено

(включая природные ресурсы): возможность изменения требований по лицензированию основной деятельности Эмитента рассматривается как незначительная.

Изменение судебной практики, связанной с деятельностью Эмитента (в том числе по вопросам лицензирования): возможность изменения судебной практики, связанной с деятельностью Эмитента (в том числе по вопросам лицензирования), рассматривается как незначительная и не окажет существенного влияния на его деятельность.

Внешний рынок:

Изменение валютного регулирования: риск изменения валютного регулирования, в том числе изменения доли обязательной продажи экспортной выручки, не оказывает существенного влияния на деятельность Эмитента.

Изменение налогового законодательства: в настоящее время Правительство РФ проводит политику снижения налогового бремени на российских налогоплательщиков. В связи с чем, в ближайшее время, не ожидается внесение изменений в налоговое законодательство в части увеличения налоговых ставок. Данный риск рассматривается как незначительный.

Изменение правил таможенного контроля и пошлин: правовые риски, связанные с изменением правил таможенного контроля и пошлин, незначительные.

Изменение требований по лицензированию основной деятельности Эмитента либо лицензированию прав пользования объектами, нахождение которых в обороте ограничено (включая природные ресурсы): возможность изменения требований по лицензированию основной деятельности Эмитента рассматривается как незначительная.

Изменение судебной практики, связанной с деятельностью Эмитента (в том числе по вопросам лицензирования): возможность изменения судебной практики, связанной с деятельностью Эмитента (в том числе по вопросам лицензирования), рассматривается как незначительная и не окажет существенного влияния на его деятельность.

## **12.5. Риски, связанные с деятельностью эмитента**

Риски, связанные с текущей деятельностью Эмитента незначительны, так как в настоящий момент Эмитент не ведет текущих споров. Деятельность Эмитента не требует наличия специальных разрешений (лицензий), поэтому отсутствуют риски, связанные с продлением действий таких разрешений и лицензий. Рисков возможной ответственностью Эмитента по долгам третьих лиц, в том числе дочерних обществ Эмитента, нет. Риска потребителей, на оборот с которыми приходится не менее чем 10 процентов общей выручки от продажи продукции (работ, услуг) эмитента, нет.

Иные риски, связанные с деятельностью Эмитента, свойственные исключительно Эмитенту, отсутствуют.

## **13. Общая информация**

### **13.1. Существенные изменения**

Кроме того, что было сообщено в Инвестиционном Меморандуме, Решении о выпуске и Проспекте ценных бумаг, зарегистрированных в ФСФР России, никаких существенных неблагоприятных изменений в финансовом положении Эмитента до 1 сентября 2006 года не произошло.

### **13.2. Уведомления**

Все уведомления и изменения в официальных юридических документах (за исключением документов, подлежащих государственной регистрации) считаются внесенными с момента доведения их до сведения неограниченного круга лиц в порядке, предусмотренном Проспектом Облигаций для раскрытия информации о регистрации выпуска Облигаций. Изменения и дополнения в Решении о выпуске и Проспекте ценных бумаг вступают в силу с момента уведомления ФСФР России о вносимых изменениях и дополнениях, при этом Эмитент заявляет, что он раскроет информацию о таких изменениях в порядке, установленном законодательством РФ, а также доведет их до сведения неограниченного круга лиц в порядке, предусмотренном Проспектом ценных бумаг, для раскрытия информации о регистрации выпуска Облигаций.

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

## Бухгалтерская отчетность ООО «Разгуляй – Финанс» (Эмитент)

*Таблица. Балансы ООО «Разгуляй – Финанс», тыс. руб.*

Актив	31.12.2004	31.12.2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>99</b>	<b>34</b>	<b>23</b>	<b>1 978 746</b>
Долгосрочные финансовые вложения	-	-	-	1 978 723
Отложенные налоговые активы	99	34	23	23
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 444 058</b>	<b>2 060 174</b>	<b>2 115 701</b>	<b>1 075 306</b>
Запасы	2 750	22 309	20 284	22 394
Дебиторская задолженность	23	57 566	116 652	57 901
Краткосрочные финансовые вложения	1 441 284	1 980 296	1 978 764	995 000
Денежные средства	1	3	1	11
<b>Всего активов</b>	<b>1 444 157</b>	<b>2 060 208</b>	<b>2 115 724</b>	<b>3 054 052</b>
<b>Пассив</b>				
<b>Собственный капитал</b>	<b>1 776</b>	<b>376</b>	<b>493</b>	<b>412</b>
Уставной капитал	10	10	10	10
Резервный капитал	-	2	2	2
Нераспределенная прибыль	1 766	364	481	400
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>1 442 283</b>	<b>2 005 562</b>	<b>2 004 134</b>	<b>2 005 562</b>
Кредиты и займы	1 441 623	2 005 562	2 004 134	2 005 562
Отложенные налоговые обязательства	660	-	-	-
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>98</b>	<b>54 270</b>	<b>111 097</b>	<b>1 000 078</b>
Кредиты и займы	-	-	-	1 000 000
Кредиторская задолженность	98	54 270	111 097	78
<b>Итого пассивов</b>	<b>1 444 167</b>	<b>2 060 208</b>	<b>2 115 724</b>	<b>3 054 052</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*

*Таблица. Отчеты о прибылях и убытках ООО «Разгуляй – Финанс», тыс. руб.*

Наименование показателя	2004	2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
Выручка от реализации	641 203	57 165	59 140	127 618
Себестоимость	(641 203)	(56 411)	(58 763)	(126 159)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>-</b>	<b>754</b>	<b>377</b>	<b>1 459</b>
Управленческие расходы	(654)	(832)	(193)	(427)
<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>	<b>(654)</b>	<b>(78)</b>	<b>184</b>	<b>1 032</b>
Проценты к получению	87 947	45 014	-	-
Проценты к уплате	(125 712)	(39 426)	(21)	(35)
Прочие операционные доходы	771 351	54 925	-	-
Прочие операционные расходы	(780 361)	(56 590)	(9)	(909)
Внереализационные доходы	88 443	16 140	-	2
Внереализационные расходы	(38 685)	(21 825)	-	(33)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>2 329</b>	<b>(1 840)</b>	<b>154</b>	<b>57</b>
Отложенные налоговые активы	99	(65)	(11)	(11)
Отложенные налоговые обязательства	(660)	660	-	-
Текущий налог на прибыль	-	(155)	(26)	(11)
Налоговые санкции	-	-	-	(1)
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>1 768</b>	<b>(1 400)</b>	<b>117</b>	<b>34</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*

# Бухгалтерская отчетность ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй» (Поручитель)

*Таблица. Балансы ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй», тыс. руб.*

Актив	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>199 436</b>	<b>204 168</b>	<b>581 696</b>	<b>1 260 723</b>	<b>2 962 396</b>
Основные средства	-	4 355	3 601	3 272	2 965
Незавершенное строительство	-	353	353	353	385
Долгосрочные финансовые вложения	199 436	199 436	577 742	1 256 965	2 958 913
Отложенные налоговые активы	-	24	-	133	133
<b>Оборотные активы</b>	<b>38 354</b>	<b>13 517</b>	<b>21 523</b>	<b>19 584</b>	<b>35 165</b>
Запасы	21	13	3	3	285
НДС	32	164	133	149	149
Дебиторская задолженность	30 274	8 732	11 172	18 270	30 650
Краткосрочные финансовые вложения	8 026	4 607	10 214	1 000	-
Денежные средства	1	1	1	163	4 081
<b>Всего активов</b>	<b>237 790</b>	<b>217 685</b>	<b>603 219</b>	<b>1 280 307</b>	<b>2 997 561</b>
<b>Пассив</b>					
<b>Собственный капитал</b>	<b>171 825</b>	<b>172 000</b>	<b>172 043</b>	<b>172 233</b>	<b>172 567</b>
Уставной капитал	170 000	170 000	170 000	170 000	170 000
Нераспределенная прибыль	1 825	2 000	2 043	2 233	2 567
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>65 473</b>	<b>43 933</b>	<b>427 159</b>	<b>1 105 158</b>	<b>2 818 730</b>
Кредиты и займы	65 473	8 580	427 159	1 105 158	2 818 730
Отложенные налоговые обязательства	-	35 353	-	-	-
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>492</b>	<b>1 752</b>	<b>4 017</b>	<b>2 916</b>	<b>6 264</b>
Кредиты и займы	-	-	174	-	3 749
Кредиторская задолженность	492	1 752	3 843	2 916	2 515
<b>Итого пассивов</b>	<b>237 790</b>	<b>217 685</b>	<b>603 219</b>	<b>1 280 307</b>	<b>2 997 561</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*

*Таблица. Отчеты о прибылях и убытках ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй», тыс. руб.*

Наименование показателя	2003	2004	2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
Выручка от реализации	49 324	15 986	13 085	4 962	11 104
Себестоимость	(49 180)	(15 558)	(12 744)	(5 162)	(11 547)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>144</b>	<b>428</b>	<b>341</b>	<b>(200)</b>	<b>(443)</b>
Управленческие расходы	-	-	-	-	-
<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>	<b>144</b>	<b>428</b>	<b>341</b>	<b>(200)</b>	<b>(443)</b>
Проценты к получению	73	-	-	675	4 745
Проценты к уплате	(41)	(74)	(155)	(170)	(3 995)
Прочие операционные доходы	-	440	1	-	1 619
Прочие операционные расходы	-	(535)	(107)	(41)	(1 100)
Внереализационные доходы	6	-	5 093	-	-
Внереализационные расходы	(94)	-	(3 837)	(1)	(104)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>88</b>	<b>259</b>	<b>1 336</b>	<b>263</b>	<b>722</b>
Отложенные налоговые активы	-	24	(24)	-	-
Текущий налог на прибыль	(54)	(106)	(1 269)	(73)	(196)
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	-	(2)	-	-	-
Налоговые санкции	-	-	-	-	(2)
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>34</b>	<b>175</b>	<b>43</b>	<b>190</b>	<b>524</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*

# Бухгалтерская отчетность ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» (Поручитель)

*Таблица. Балансы ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», тыс. руб.*

Актив	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>270 053</b>	<b>447 361</b>	<b>959 198</b>	<b>1 098 857</b>	<b>1 126 409</b>
Основные средства	-	-	-	-	21
Нематериальные активы	-	-	-	40	88
Долгосрочные финансовые вложения	270 053	447 293	959 116	1 098 778	1 126 300
Прочие внеоборотные активы	-	69	82	39	-
<b>Оборотные активы</b>	<b>107 097</b>	<b>34 656</b>	<b>36 475</b>	<b>967 100</b>	<b>1 039 994</b>
Запасы	1	1	67	61	270
НДС	-	3	3	1	-
Дебиторская задолженность	107 036	12 299	7 769	8 242	22 870
Краткосрочные финансовые вложения	60	22 096	28 525	957 681	1 016 308
Денежные средства	-	258	111	1 114	546
<b>Всего активов</b>	<b>377 149</b>	<b>482 017</b>	<b>995 673</b>	<b>2 065 957</b>	<b>2 166 403</b>
<b>Пассив</b>					
<b>Собственный капитал</b>	<b>107 287</b>	<b>109 413</b>	<b>109 920</b>	<b>109 947</b>	<b>110 218</b>
Уставной капитал	107 000	107 000	107 000	107 000	107 000
Нераспределенная прибыль	287	2 413	2 920	2 947	3 218
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>246 399</b>	<b>371 557</b>	<b>885 267</b>	<b>1 678 066</b>	<b>1 912 035</b>
Кредиты и займы	246 399	371 557	885 267	1 678 066	1 912 006
Отложенные налоговые обязательства	-	-	-	-	29
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>23 464</b>	<b>1 047</b>	<b>486</b>	<b>277 944</b>	<b>144 150</b>
Кредиты и займы	986	81	-	140 069	140 678
Кредиторская задолженность	22 477	967	486	137 875	3 471
<b>Итого пассивов</b>	<b>377 149</b>	<b>482 017</b>	<b>995 673</b>	<b>2 065 957</b>	<b>2 166 403</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*

*Таблица. Отчеты о прибылях и убытках ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», тыс. руб.*

Наименование показателя	2003	2004	2005	1 кв. 2006	2 кв. 2006
Выручка от реализации	96 737	49 842	16 100	6 861	14 877
Себестоимость	(95 597)	(49 092)	(14 322)	(6 705)	(14 918)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>1 140</b>	<b>750</b>	<b>1 778</b>	<b>156</b>	<b>(41)</b>
Управленческие расходы	-	-	-	-	-
<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>	<b>1 140</b>	<b>750</b>	<b>1 778</b>	<b>156</b>	<b>(41)</b>
Проценты к получению	3	-	-	1 463	9 661
Проценты к уплате	(153)	(225)	(760)	(1 284)	(8 750)
Доходы от участия в других организациях	196	2 007	445	-	323
Прочие операционные доходы	215	-	36	-	-
Прочие операционные расходы	(364)	(247)	(480)	(89)	(360)
Внереализационные доходы	63	261	-	1	1
Внереализационные расходы	(703)	(291)	(337)	(159)	(388)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>397</b>	<b>2 255</b>	<b>682</b>	<b>88</b>	<b>446</b>
Текущий налог на прибыль	(228)	(129)	(134)	(61)	(119)
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	(30)	-	(41)	-	-
Отложенные налоговые обязательства	-	-	-	-	(29)
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>139</b>	<b>2 126</b>	<b>507</b>	<b>27</b>	<b>298</b>

*Источник: официальная отчетность компании.*