

Обзор компании

Михаил Ганелин
Тел.: +7 (095) 797-80-50
e-mail: MichaelVG@CentreInvest.com

Мукомольная
промышленность
Россия

16 марта 2005 г.

Алтайский край

АПК Хлеб Алтай

АКНА

Цена размещения: \$0.95–1.10

Структура капитала

Цена АО (\$)	1.03*
Количество АО	88 421 053
Цена АП (\$)	0.51
Количество АП	1 000 000
Рыночная капитализация (\$ млн.)	91.1
Чистый долг (\$ млн.)	4.1
Стоимость компании (\$ млн.)	95.2

Основные акционеры (после IPO)

Игошин Андрей Павлович	45%
Игошин Павел Серафимович	45%
Прочие	10%

Ключевые показатели и коэффициенты, МСФО

	2003	2004	2005П	2006П
Выручка (\$ млн.)	37.9	80.2	104.8	150.5
P/S	2.41	1.14	0.87	0.61
EV/S	2.51	1.19	0.91	0.63
ЕВITDA (\$ млн.)	3.4	6.4	12.6	18.8
EV/ЕВITDA	28.31	14.84	7.57	5.06
Чистая приб. (\$ млн.)	2.13	4.6	7.3	10.71
EPS (\$)	0.02	0.05	0.08	0.121
P/E	42.57	19.91	12.38	8.46
Дивиденды (\$)	0.004	0.005	0.008	0.012
Див. доходность	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%

* Коэффициенты рассчитаны исходя из средней цены размещения

Инвестиционное заключение

Агропромышленная компания Хлеб Алтай (АПК Хлеб Алтай) входит в пятерку крупнейших предприятий в России по переработке зерна и производству муки. В ближайшее время она проведет IPO и разместит на биржах ММВБ и РТС около 10% своих акций. Мы считаем, что покупка акций этой компании не только удачно диверсифицируют портфели инвесторов, вкладывающих средства в российские предприятия, но и позволяет войти в капитал компании, которая работает на перспективном и динамично развивающемся рынке.

По нашему мнению, акции компании могут быть привлекательны для инвесторов по следующим причинам:

- За последние два года АПК Хлеб Алтай увеличил мощности по переработке зерна более, чем в три раза, провел полную модернизацию производства и сейчас считается одним из самых современных предприятий в отрасли.
- Алтайский край, где расположена компания, широко известен высоким качеством пшеницы, а алтайская мука считается одной из самых лучших в России, спрос на которую всегда стабилен.
- Рынок переработки зерна представлен многочисленными предприятиями, большинство из которых было построено в советское время. Этап консолидации в отрасли только начинается, и АПК Хлеб Алтай займет одно из ведущих мест в этом процессе. В ближайшие пять лет компания планирует приобрести пять комбинатов суммарной мощностью по переработке зерна 815 тыс. т в год. В результате этих поглощений доля рынка АПК Хлеб Алтай может возрасти с нынешних 2.5% до 10%.
- Компания диверсифицирует свою продукцию и реализует муку оптом и в розницу. Руководство компании занимается укреплением брендов и расширяет дистрибьюторскую сеть.

- У компании есть собственные элеваторы, способные одновременно хранить 250 тыс. т зерна. Этих объемов достаточно, чтобы компания могла стабильно работать в течение 9–10 месяцев и обходиться без закупок зерна в периоды высоких цен.
- Мы прогнозируем, что выручка компании до 2009 г. будет в среднем ежегодно увеличиваться на 25%, а рентабельность существенно улучшится за счет дальнейшего снижения цен на пшеницу и сокращения прочих издержек, связанных с нынешним динамичным развитием компании.

Общие сведения

Агропромышленная компания Хлеб Алтай – одно из крупнейших зерноперерабатывающих предприятий на территории Алтайского края. На его долю приходится 25% переработки зерна в крае и 2.5% общероссийского производства. Компания выпускает муку высшего, первого и второго сортов, отруби и манную крупу.

Хлеб Алтай входит в пятерку крупнейших производителей муки в России и занимает 2.5% этого рынка

В состав предприятия входят три мельничных комбината: Ребрихинский, Михайловский и Ачинский. Первые два комбината расположены в Алтайском крае, Ачинский комбинат – в Красноярском крае. Проектная мощность всех комбинатов составляет 1,650 т зерна в сутки. В настоящее время комбинаты перерабатывают 1,420 т зерна в сутки. Таким образом, их производственные мощности загружены на 86%.

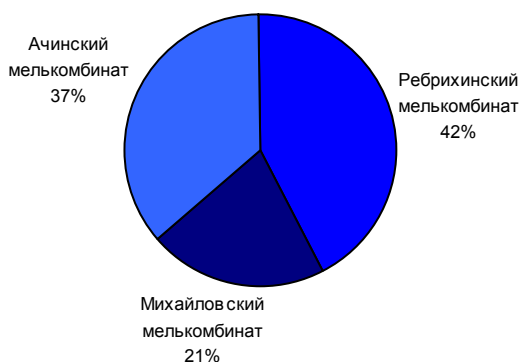
Объем производства ОАО Хлеб Алтай

Комбинаты	Проектная мощность переработки зерна, т/сутки	Текущий объем переработки зерна, т/сутки	Пр-во муки, т/сутки	Пр-во отрубей, т/сутки	Пр-во комби-корма, т/сутки	Пр-во кормо-смесей, т/сутки
Ребрихинский мелькомбинат	700	600	432	150	-	300
Михайловский мелькомбинат	350	300	222	75	-	-
Ачинский мелькомбинат	600	520	390	130	700	-
Итого, в сутки	1 650	1 420	1 044	355	700	300
Итого, в год	511 500	440 200	323 640	110 050	228 200	97 800

Источник: данные компании

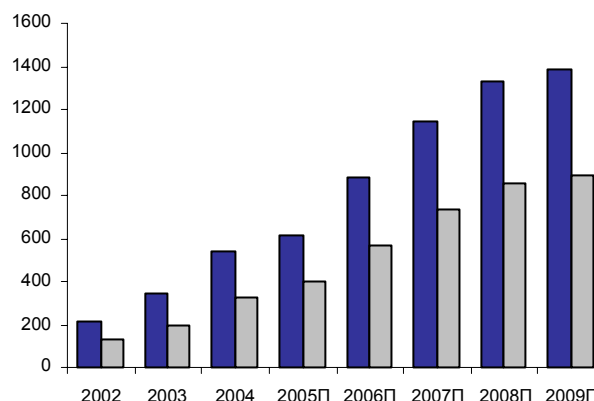
В прошлом году комбинаты увеличили производство муки на 44% до 271.8 тыс. т, а за два последних года объем производства увеличился более, чем в два раза. Компания располагает собственными элеваторами, способными вместить 250 тыс. т зерна.

Доли мелькомбинатов в общем объеме производства



Источник: данные компании

Динамика роста мощностей компании



■ Мощности по переработке зерна, тыс. т ■ Мощности по производству муки, тыс. т

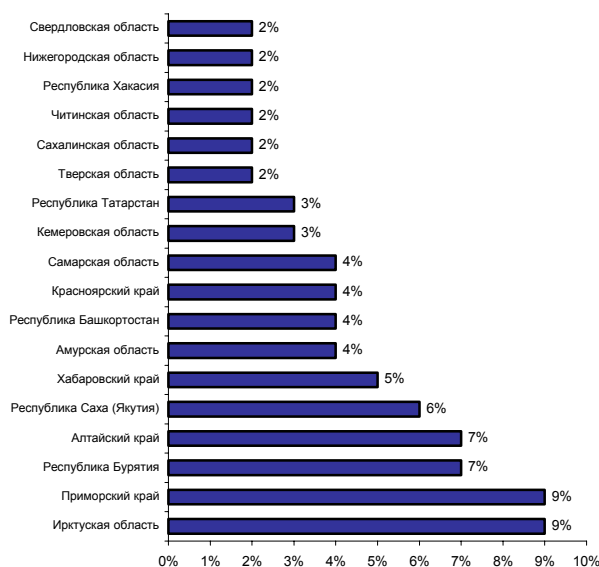
Источник: данные компании, прогнозы ЦентриИнвеста

За последние несколько лет менеджмент провел полное техническое переоснащение комбинатов. Сейчас среди аналогичных предприятий в России они считаются одними из самых современных. Производственные линии мельничных комплексов укомплектованы отечественным оборудованием, изготовленным по лицензии мирового лидера по производству мельничного оборудования – швейцарской фирмы Buhler. Управление производственным процессом полностью автоматизировано. Контролирует процесс рабочая смена, состоящая из трех человек. На комбинатах установлены автоматические фасовочные линии Таурас-Феникс, ICA (Италия) и Фавема (Германия).

Свыше 67% объема производства приходится на муку высшую сорта. Традиционно Алтайский край славится высоким качеством выращиваемого зерна, из которого получается мука соответствующая наивысшим требованиям ГОСТа. Свою продукцию АПК Хлеб Алтая поставляет почти во все регионы Западной Сибири и Дальнего Востока, а так же в соседнюю Монголию. В этом году компания планирует выйти на московский рынок и в настоящее время ведет переговоры с крупнейшими московскими розничными сетями.

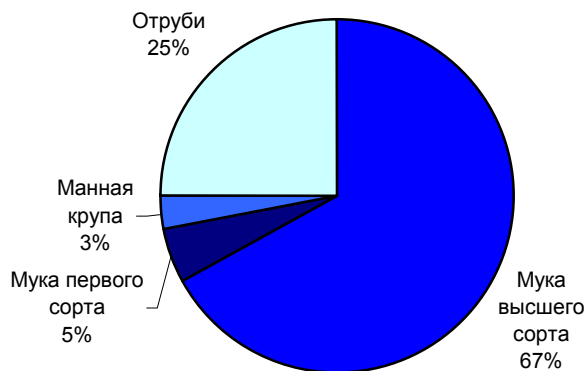
Компания старается расширить и диверсифицировать свою продукцию. Она наладила производство мелкофасованной муки по 1, 2 и 3 кг под новыми торговыми марками Алтай-Батюшка и Пава, а также манной крупы по 850 г. Кроме того, компания освоила кормосмеси для сельскохозяйственных животных по специально разработанной рецептуре под торговой маркой Житница.

География продаж



Источник: данные компании

Структура продаж



Источник: данные компании

Свыше 90% зерна компания закупает в Алтайском крае у многочисленных поставщиков. Кроме того, компания может закупать зерно в соседних районах и Казахстане. Ежегодно АПК Хлеб Алтая перерабатывает до 10% всей пшеницы, выращиваемой в крае.

Среднесписочная численность работников компании в 2004 г. составила 1,377 человек. За прошлый год число работников на предприятии выросло почти на 500 человек.

Обзор отрасли

Рынок переработки зерна характеризуется переизбытком производственных мощностей. Многочисленные небольшие предприятия, оставшиеся еще с советских времен, продолжают выпускать муку на устаревшем оборудовании. Сейчас в России насчитывается 480 мукомольных предприятий, 260 предприятий производящих комбикорм и 130 – крупу. В последние годы к переработке зерна проявили интерес крупнейшие агрохолдинги и международные зернотрейдеры. Несмотря на то, что конкуренция в отрасли высокая, процесс ее консолидации начался совсем недавно. Ни один из крупных агрохолдингов не контролирует более 5% рынка муки.

Крупнейшие производители муки в России

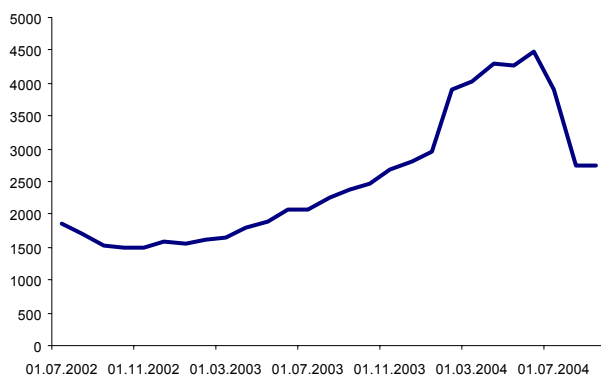
Название компании	Мощности по производству муки, тыс. т в год	Доля рынка
Настюша	456	4.2%
Башхлебопродукт	360	3.3%
Ленстро-Группа	350	3.2%
Макфа	320	3.0%
АПК Хлеб Алтая	300	2.5%
Алейскзернопродукт	295	2.5%
АПК Стойленская Нива	230	2.1%
Зерновая компания Разгуляй	200	1.9%
АПК Мельник	195	1.8%
Зерновая компания ОГО	150	1.4%
Агрос	135	1.3%
Glencore	140	1.3%
Грана	130	1.2%
Прочие	7539	70.3%

Источник: данные компании

Зерноперерабатывающая промышленность только начинает консолидироваться и привлекает к себе крупнейшие агрохолдинги. Хлеб Алтая займет лидирующее положение в процессе консолидации

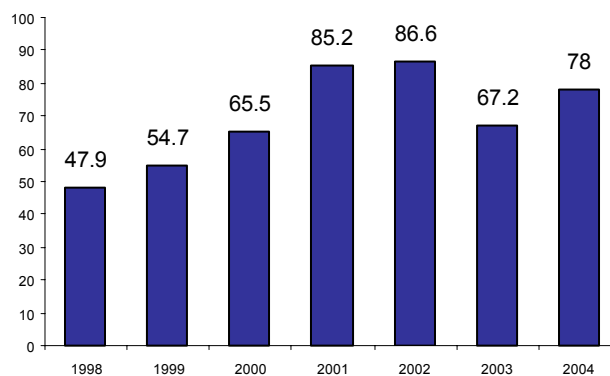
Главной проблемой мельничных комбинатов является колебание цены на зерно. К сожалению, российский зерновой рынок еще находится в стадии формирования и отличается нестабильностью. В годы неурожая дефицит зерна приводит к резкому росту цен, который сразу же отражается ростом цен на муку и мучные изделия, и рентабельность мукомольных предприятий снижается. В случае высокого урожая происходит обратная ситуация – затоваривание зерна на рынке, и, как следствие, падение его цены. Постоянное колебание цен существенно затрудняет работу зерноперерабатывающих предприятий. Правительство стремится уравновесить колебание цен с помощью закупок и интервенций на сельскохозяйственном рынке, но они пока остаются волотильными.

Динамика цен на зерно (руб./т)



Источник: Министерство сельского хозяйства

Динамика производства зерна в России (млн. т)



Источник: Госкомстат

В прошлом году валовой сбор зерна увеличился на 8% и составил 77.9 млн. т. Урожай зерна вырос по сравнению с 2003 г. за счет роста посевных площадей на 3.8% – до 43.6 млн. га, и за счет роста урожайности на 5.5% до 18.8 ц/га убранной площади.

Рынок зерна в Алтайском крае, также как и во всей России, имеет ярко выраженный сезонный характер. Это объясняется тем, что сбор пшеницы происходит с августа по ноябрь. В этот период на рынке предложение сельскохозяйственной продукции превосходит спрос. В результате цены на зерно складываются на минимальном уровне. Начиная с декабря, происходит снижение предложения зерна и начинается рост цен, вплоть до начала посевной.

Перспективы развития

На протяжении последних трех лет АПК Хлеб Алтай развивается динамично. Она приобрела мелькомбинат в Красноярском крае, провела техническое обновление производственных линий, расширила производственные мощности, увеличила и диверсифицировала продажи. Это привело к существенному росту выручки, а доля рынка увеличилась с 1.5% до 2.5%. Позиции компании значительно укрепились. Она вошла в пятерку крупнейших сельскохозяйственных предприятий России наряду с такими агрохолдингами как Разгуляй, Агрос и Макфа. Мы полагаем, что компания и в дальнейшем будет развиваться столь же динамично. Менеджмент поставил перед собой амбициозные задачи увеличить долю на зерновом и мучном рынках с 2.5% до 10% и довести объем производства муки до 1,260 тыс. т в год или 1,620 тыс. т зерна в год.

В марте 2005 г. АПК Хлеб Алтай проведет IPO. Инвесторам будут предложены 10% акций компании. Из них 5% продадут нынешние владельцы эмитента, а 5% будут размещены в результате дополнительной эмиссии. После размещения акции компании будут обращаться на биржах ММВБ и в РТС. В ходе IPO компания планирует привлечь около \$10 млн. Все российские IPO, которые были организованы за последние два года, вызвали большой интерес инвесторов и АПК Хлеб Алтай вряд ли будет исключением. Мы прогнозируем высокий спрос со стороны инвесторов на акции агропромышленной компании, так как покупка ее акций позволит им диверсифицировать свой портфель и добавить к акциям отечественных FMCG (Fast moving consumer goods) компаний ценные бумаги крупного сельскохозяйственного предприятия.

Увеличить производство компания собирается за счет приобретения новых мельничных комбинатов и расширения существующих мощностей. Привлеченные в результате IPO средства пойдут на покупку летом этого года мельничного комбината в Европейской части России мощностью 500 т зерна в сутки, на реконструкцию Михайловского комбината и на увеличение его мощностей по переработке зерна с 300 до 600 т в сутки, а также запуск завода по производству круп на Ачинском комбинате.

Около 80% полученных в результате IPO средств пойдет на приобретение активов, а 20% на пополнение оборотных средств. Как мы уже говорили, отрасль остается неконсолидированной. Таким образом, компании будет несложно найти подходящие объекты для покупки.

После IPO АПК Хлеб Алтай продолжит привлекать средства на срочном рынке. Скорее всего она уже в этом году разместит облигации на \$12.5 млн. Компания рассчитывает привлечь средства на три года под 15% годовых в рублях. Менеджмент также ведет переговоры о привлечении долгосрочного кредита от одного из международных банков. Наиболее вероятным кредитором может стать Международная финансовая

Компания разместит 10% своих акций на бирже, а также выпустит облигации на \$12.5 млн

Привлеченные средства компания потратит на приобретение мукомольных предприятий в разных регионах страны

корпорация (IFC). Сумма привлеченных средств может составить около \$30 млн., а срок кредита – 5–7 лет. Выбранная стратегия, нацелена на максимальную концентрацию финансовых ресурсов для быстрого и эффективного захвата большой доли рынка. Мы считаем эту стратегию вполне оправданной, хотя она и содержит в себе определенные риски.

Направления средств от IPO

Проект	Мощности после инвестиций, т/сутки	Размер инвестиций, \$ млн.
Приобретение профильных активов (мелькомбинат)	500	4
Увеличения производства фасованной муки (1-5 кг)	500	0.75–1.1
Реконструкция Михайловского мелькомбината	600	1.3
Итого	1 600	6–6.4

Источник: данные компании

Этапы развития компании

2005 г.	Приобретение мельничного комбината в Европейской части России, мощностью 500 т в сутки
	Расширение мощностей Михайловского мельничного комбината с 300 до 600 т в сутки
	Запуск завода по производству круп на Ачинском мельничном комбинате
2006 г.	Приобретение мельничного комбината в Европейской части России, мощностью 500 т в сутки
	Расширение мощностей Ачинского мельничного комбината с 500 до 900 т в сутки
2007 г.	Приобретение мельничного комбината в Европейской части России, мощностью 500 т в сутки
2008 г.	Приобретение мельничного комбината мощностью 500 т в сутки
2009 г.	Приобретение мельничного комбината в Европейской части России, мощностью 500 т в сутки

Финансовые результаты

За последние три года выручка АПК Хлеб Алтай выросла в 4 раза. По итогам 2004 г. она достигнет \$80 млн. Однако на этом рост компании не закончится. Мы ожидаем, что за последующие пять лет выручка компании увеличится более, чем в три раза и достигнет \$235 млн. Наши прогнозы основаны на планах компании приобретать новые мельничные комбинаты. АПК собирается приобрести пять комбинатов общей мощностью по переработке зерна 815 тыс. т в год. Надо заметить, что общая мощность трех комбинатов по переработке зерна, которые сейчас находятся в ее собственности, составляет 511.5 тыс. т. Кроме того, АПК Хлеб Алтай расширит существующие мощности Ачинского и Михайловского комбинатов.

Выручка компании продолжит расти высокими темпами. Мы ожидаем, что в среднем она будет расти на 25% ежегодно.

Прогноз капитальных затрат (млн. \$)

	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Количество комбинатов, шт	1	1	1	1	1
Цена одного комбината	4.0	5.0	5.0	6.0	6.0
Реконструкция комбинатов	1.2	1.0	-	-	-
Прочие затраты	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Итого капитальные затраты	7.2	8.0	7.0	8.0	8.0

Источник: данные компании, прогноз ЦентрИнвеста

Прогноз выручки (\$ млн.)



Источник: прогноз ЦентриИнвеста

Структура себестоимости, 9М2004



Источник: данные компании

Полученных в ходе IPO средств не хватит на поддержание столь быстрого темпа роста. Скорее всего компания все-таки разместит трехлетние простые облигации на сумму \$12.5 млн. в этом году и эти средства пойдут на пополнение оборотных средств.

Прогноз финансовых показателей (\$ млн.)

	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Выручка	104.8	150.5	194.8	226.1	235.3
Темп прироста	31%	44%	29%	16%	4%
ЕВITDA	12.6	18.8	27.3	31.7	32.9
Чистая прибыль	7.3	10.7	17.4	20.9	22.6
Активы	73.7	86.5	99.8	115.4	123.5
Чистый долг	22.7	27.8	22.1	16.3	4.3
Норма ЕВITDA	12%	13%	14%	14%	14%
Норма чистой прибыли	7%	7%	9%	9%	10%

Источник: прогнозы ЦентриИнвеста

В структуре себестоимости наибольший удельный вес занимает закупка зерна. В прошлом году цены на зерно находились на исключительно высоком уровне. Это отразилось на снижении рентабельности компании. К сожалению, цена на зерно крайне волатильна, что существенно затрудняет прогноз себестоимости и чистой прибыли. Однако в четвертом квартале прошлого года цены на зерно сильно снизились. Это позволяет нам предположить, что уже в 2005 г. норма ЕВITDA компании возрастет с 8% до 12%. Необходимо отметить, что у Хлеба Алтая есть одно важное конкурентное преимущество. Его элеваторы способны сохранить 250 тыс. т зерна, и этого запаса достаточно на 9–10 месяцев автономной работы мельничных комбинатов и позволяет компании гибко реагировать на движение цен на зерно.

В связи с тем, что компания часто хранит у себя зерно, уровень запасов может резко колебаться. Так в балансе за 2003 г. он составил \$10 млн. (26% к выручке), а в 2004 г. снизился до \$6.36 млн. (8% к выручке). В дальнейшем, скорее всего, этот показатель будет варьироваться от года к году.

Из-за того, что компания бурно развивается, ее издержки довольно высоки. В дальнейшем мы прогнозируем снижение расходов компании, благодаря внедрению новых технологий в управление и более экономной политике в области закупки зерна.

Отчет о прибылях и убытках, МСФО (\$ млн.)

	2003	9М2004	2004П	2005П	2006П
Выручка	37.9	58.8	80.2	104.8	150.5
Себестоимость	34.5	53.9	73.8	92.2	131.7
ЕБИТДА	3.4	4.9	6.4	12.6	18.8
Амортизация	0.3	0.2	0.3	1.5	1.8
Операц. прибыль	3.0	4.7	6.1	11.1	17.0
Неоперац. затраты	-	-	-	-	-
Финансовые затраты	0.3	0.8	1.1	1.5	2.9
Прибыль до налогов	2.8	3.9	5.0	9.6	14.1
Налог на прибыль	0.6	0.3	0.5	2.3	3.4
Прибыль до меньш.	2.1	3.5	4.6	7.3	10.7
Доля меньшинства	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	2.1	3.5	4.6	7.3	10.7

Баланс, МСФО (\$ млн.)

	2003	9М2004	2004П	2005П	2006П
Оборотные активы	15.16	19.66	26.7	48.3	54.9
Денежные средства	0.58	1.04	1.0	14.7	6.7
Дебиторская задолж.	4.04	10.76	12.8	16.8	24.1
Запасы	10.42	6.36	12.0	15.7	22.6
Прочие	0.11	1.50	0.8	1.0	1.5
Внеоборотные активы	12.1	14.4	19.9	25.4	31.6
Основные средства	11.5	13.2	18.9	24.4	30.6
Прочие	0.7	1.2	1.0	1.0	1.0
Активы, всего	27.3	34.0	46.5	73.7	86.5
Краткосрочные обяз-ва	10.0	16.9	26.0	25.8	28.9
Кредиторская задолж.	3.2	4.6	6.6	8.3	11.8
Займы и кредиты	6.6	12.2	18.9	16.9	16.3
Прочие	0.3	0.1	0.4	0.5	0.8
Долгосрочные обяз-ва	2.2	1.1	-0.0	12.5	12.5
Займы и кредиты	2.2	1.1	-0.0	12.5	12.5
Прочие	-	-	-	-	-
Обязательства, всего	12.2	18.0	26.0	38.3	41.4
Доля меньшинства	-	-	-	-	-
Капитал и резервы	15.1	16.0	20.6	35.4	45.0
Пассивы, всего	27.3	34.0	46.5	73.7	86.5

Финансовые коэффициенты

	2003	9М2004	2004	2005П	2006П
Норма ЕБИТДА	9%	8%	8%	12%	13%
Норма опер. прибыли	8%	8%	8%	11%	11%
Норма чистой прибыли	6%	6%	6%	7%	7%

