

РЕДКИЙ ГОСТЬ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Устойчивость бизнеса проверена временем

Новый трехлетний выпуск. Группа Черкизово предлагает рынку новый выпуск биржевых облигаций объемом 3 млрд руб. Срок обращения бумаги составит три года без промежуточной оферты. Эмитент не новичок на долгом рынке, выпуск классических облигаций на 2 млрд руб. был погашен в мае 2011 г., а в текущий момент обращается выпуск БО-03 с погашением в ноябре 2013 г., при этом из 3 млрд руб. его номинального объема в рынке находится облигаций только на 1,5 млрд руб. Акции Черкизово торгуются на ММВБ и Лондонской фондовой бирже, благодаря чему компания поддерживает высокий уровень прозрачности. Вкупе с достаточно устойчивым финансовым профилем это обуславливает инвестиционную привлекательность Черкизово.

Лидер российского рынка мяса. Черкизово – это вертикально интегрированная агропромышленная компания, присутствующая во всех звеньях производственно-бытовой сети. Группа работает в трех основных рыночных сегментах – птицеводства, свиноводства и мясопереработки, в каждом из которых занимает лидирующие позиции. В 2012 г. компания открыла направление растениеводства, которое сходу стало для нее самым прибыльным. В отличие от большинства конкурентов, после кризиса Черкизово лишь укрепило свои позиции.

Активно поддерживаемая государством отрасль. Являясь одним из лидеров рынка, Черкизово получает значительные преимущества от принимаемых государством мер по поддержке сельхозпроизводителей.

Высокая гибкость защищает от рисков снижения маржи. Вертикальная интеграция и диверсификация бизнеса защищает компанию от резкого ухудшения финансовых показателей в результате неблагоприятной ценовой конъюнктуры в одном из сегментов.

Масштабная инвестпрограмма на ближайшие годы, вступление в ВТО будет иметь ограниченный негативный эффект. Компания находится в стадии реализации проектов по расширению производства, которые будут способствовать дальнейшему росту ее доли на российском рынке мяса. Вступление России в ВТО может сделать ряд новых проектов нерентабельными, что через несколько лет способно обернуться замедлением роста выручки. В то же время Черкизово имеет преимущество перед конкурентами в виде более новых и эффективных производственных мощностей.

Низкая стоимость долга позволяет финансировать капитальные затраты за счет собственных средств. Субсидирование кредитов сельхозпроизводителям значительно снижает для Черкизово стоимость долга и дает возможность финансировать основные капитальные затраты из собственных средств. Однако проценты по облигационному займу субсидироваться не будут.

Умеренная долговая нагрузка, рост долга за счет приобретений. В последние годы долговая нагрузка Черкизово держится в пределах 2,7–3,4, что ниже, чем в среднем по сельскохозяйственному сектору. Мы видим риск роста левереджа в результате возможных приобретений активов.

Доля краткосрочного долга высокая, но проблем с рефинансированием не ожидается. В этом и следующем году компании предстоит погасить около половины долга, но благодаря прочным связям с госбанками проблем с рефинансированием возникнуть не должно.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "Группа Черкизово"
Кредитный рейтинг	B2/Moody's
Серия облигаций	БО-04
Общий объем	3 млрд руб.
Дата размещения	середина апреля 2013 г.
Срок обращения	три года
Купон	полугодовой
Оферта	нет
Листинг	список А1 (планируется)
Ломбардный список	удовлетворяет критериям
Ориентир по ставке купона	в районе 10% (УТМ 10,25%)

Умеренная долговая нагрузка

Основные финансовые показатели
Группы Черкизово, US GAAP, млн долл.

	2010	2011 (пересм.)	2012
Выручка	1 188	1 473	1 582
ЕВITDA	219	243	315
Чистая прибыль	149	136	225
Операц. денежный поток	166	241	244
Капитальные затраты	(213)	(229)	(211)
Чистый денежный поток	(47)	12	33
Совокупный долг	648	847	900
Денежные средства	68	29	41
Краткосрочный долг	182	235	367
Чистый долг	580	818	859
Собственный капитал	670	733	988
Активы	1 471	1 767	2 102
<i>Коэффициенты</i>			
Норма ЕВITDA, %	18,4	16,5	19,9
ЕВITDA/Проценты	13,7	13,3	16,6
Долг/ЕВITDA	3,0	3,5	2,9
Чистый долг/ЕВITDA	2,7	3,4	2,7
Долг/Собственный капитал	1,0	1,2	0,9
Собственный капитал/Активы	0,5	0,4	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ИНФОРМАЦИЯ О ГРУППЕ

Лидер российского рынка мяса. Черкизово – это вертикально интегрированная агропромышленная компания, присутствующая во всех звеньях производственно-сбытовой сети – от производства комбикормов (самообеспеченность на уровне более 90%) до сбыта готовой продукции. Группа работает в трех основных рыночных сегментах: птицеводство, свиноводство и мясопереработка, в каждом из которых она занимает лидирующие позиции на российском рынке. В 2012 г. компания открыла также направление растениеводства, вырастив урожай в 115 тыс. т различных культур. Черкизово объединяет шесть мясоперерабатывающих заводов, семь комплексов по производству и переработке мяса птицы, четырнадцать свиноводческих комплексов и шесть заводов комбикормов. По оценкам компании, ее доля на рынке мяса птицы в России составляет 10,1% (второе место среди российских производителей после Приосколья (14,1%)), на рынке свинины – 5,4% (третье место после Мираторга (7,7%) и Агро-Белогорья (5,7%)), на рынке мясопереработки – 5,4% (второе место после Останкино (5,9%)). Однако мясная промышленность в России слишком фрагментирована – доля отдельных, даже самых крупных производителей (в каждом из этих сегментов они разные), редко превышает 4–5%, тогда как, к примеру, в США на трех крупнейших приходится порядка половины рынка. Российская ситуация предполагает широкие возможности для консолидации отрасли, чем Черкизово и планомерно занимается, приобретая уже существующие мощности и строя новые (подробнее об этом см. ниже).

Широкий портфель брендов. Компания покрывает все три ценовых сегмента – премиум, средний и низкий, для каждого из которых у нее существует своя линейка брендов, как на федеральном, так и на локальном уровнях. Среди наиболее известных брендов Черкизово – «Петелинка», «Куриное царство», «Черкизовский», «Моссельпром». Продукция реализуется компанией через собственные торговые дома. Сеть дистрибуции Черкизово достаточно хорошо покрывает европейскую территорию России, где у компании также имеются свои логистические центры, что дает ей существенные преимущества перед конкурентами.

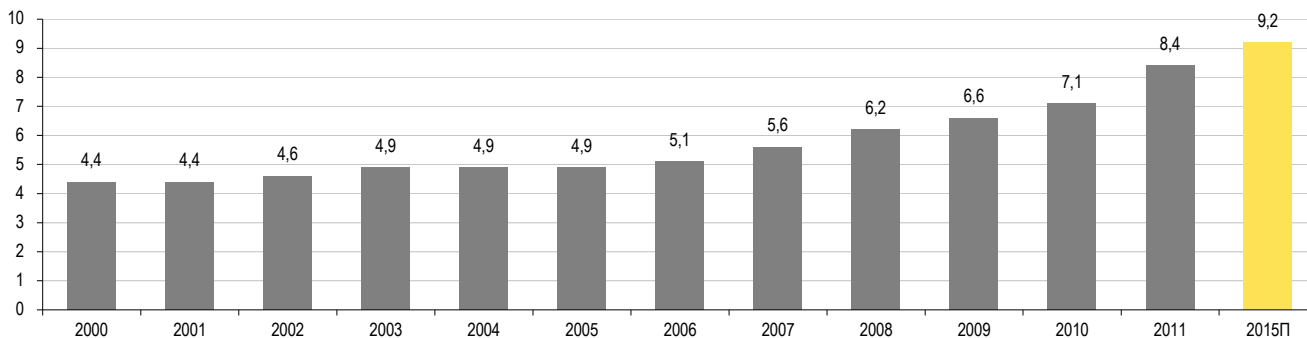
Частная компания. ОАО «Группа Черкизово» было образовано в 2005 г. путем объединения в единый холдинг АПК «Черкизовский» и АПК «Михайловский». До этого компания развивалась на базе Черкизовского мясоперерабатывающего комбината, который был приватизирован в начале 1990-х гг. Конечными бенефициарами группы являются Игорь Бабаев и члены его семьи. В 2006 г. состоялось IPO, в рамках которого было привлечено 251 млн долл. На 29 марта капитализация компании на Лондонской фондовой бирже достигала 755 млн долл.

МЯСНАЯ ОТРАСЛЬ

В последние годы темпы роста российского рынка мяса ускорились. Наблюдавшееся с начала 2000-х гг. и до кризиса 2008 г. ускорение роста российского ВВП (8,2–8,5% в 2006–2007 гг.) способствовало высоким темпами прироста реальных располагаемых доходов населения и, соответственно, росту спроса на мясную продукцию, что, в свою очередь, заставило мясопроизводителей инвестировать в расширение производства. Поскольку на создание новых мощностей уходит обычно несколько лет, прирост объемов производства мяса в России был зафиксирован лишь в 2006 г. – 4,1%, после чего его темпы лишь ускорились (в 2007 г. – 9,8%, в 2008 г. – 10,7%). Заметного провала не произошло даже в кризис (2009 г. – рост 6,5%), более того, заданного импульса хватило для того, чтобы показать 18-процентный рост в 2011 г. Однако в последующие годы прирост производства мяса в России с большой вероятностью замедлится, что обусловлено двумя факторами: сокращением кредитования сельскохозяйственных компаний в 2008–2009 гг. и осторожным отношением мясопроизводителей к инвестициям в новые мощности в связи со вступлением России в ВТО, что негативно отразится на сроках окупаемости новых проектов. Согласно прогнозам Российского мясного союза, в 2015 г. в России будет произведено 9,2 млн т мяса против 8,4 млн т в 2011 г. Это соответствует среднегодовым темпам роста в период на уровне лишь 2,4%. Тем не менее, за счет роста цен на продукцию темпы роста рынка в денежном выражении останутся высокими. Ожидается, что к 2015 г. объем производимой в России мясной продукции составит порядка 70 млрд долл., тогда как в 2010 г. он составлял около 36 млрд долл., а в 2010 г. – лишь около 7 млрд долл.

В последние годы темпы роста российского рынка мяса ускорились

Производство мяса в России, млн т

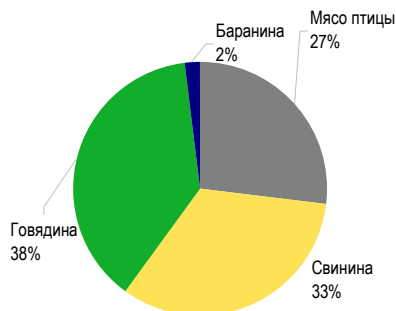


Источники: Российский мясной союз

Постепенный сдвиг в сторону более дешевой продукции. В 2011 г. структура российского рынка мяса была следующей: 39% потребления приходилось на мясо птицы, 34% – на свинину, 25% – на говядину и 2% – на баранину. Для сравнения, еще в 2000 г. доли этих видов составляли 27%, 33%, 38% и 2% соответственно. То есть со временем происходит постепенное перераспределение в сторону более дешевой курятины за счет снижения потребления говядины. Так, согласно данным Росстата, в указанный период цены на говядину в рублевом выражении выросли в 4,5 раза, на свинину – в 3,6 раза, а на мясо птицы – лишь в 2,1 раза. Однако в 2012 г. именно мясо птицы стало лидером по приросту цен, подорожав на 13,2%, тогда как цены на говядину и свинину выросли только на 6,0% и 4,4%. Так или иначе, пока преждевременно утверждать, что данный тренд станет долгосрочным.

Происходит перераспределение...

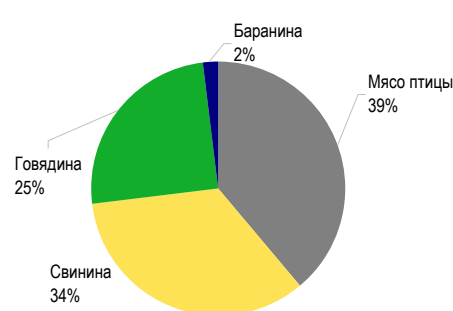
Структура рынка мяса в 2000 г. (по объему)



Источники: Российский мясной союз

...в сторону более дешевой продукции

Структура рынка мяса в 2011 г. (по объему)

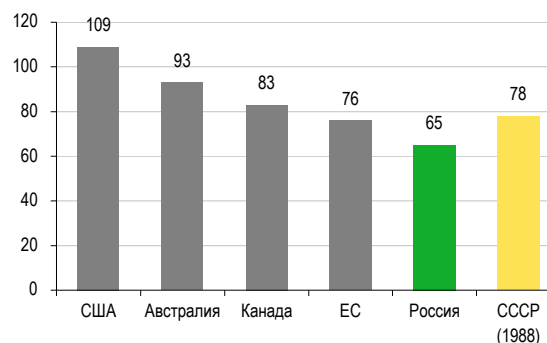


Источники: Российский мясной союз

Значительный потенциал роста потребления. В 2011 г. потребление мяса на душу населения в России составило 65 кг в год, что на 40% ниже, чем в США (109 кг), на 30%, чем в Австралии (93 кг), и на 14%, чем в ЕС. Несмотря на постепенный рост потребления, Россия пока далека от уровня, достигнутого в СССР (78 кг в 1988 г.). По оценкам экспертов, наша страна к 2016 г. выйдет на отметку 72 кг при биологической норме 75 кг в год, таким образом, на текущий момент сохраняется значительный потенциал для увеличения потребления, что выгодно российским мясопроизводителям, поскольку должно обеспечить рост спроса со стороны населения на мясную продукцию и способствовать повышению цен. Кроме того, пока потребление мяса не дотягивает до биологической нормы, поддержка отрасли государством должна оставаться очень существенной.

Потребление мяса в России ниже биологической нормы

Потребление мяса на душу населения, кг в год (2011 г.)



Источники: данные компании

Господдержка мясопроизводителей. Высокий уровень самообеспеченности продуктами питания рассматривается правительством как часть продовольственной безопасности государства. На текущий момент государственная поддержка национальных производителей мясной продукции выражается в регулировании импортных квот, смягчении налогового режима и субсидировании процентных ставок по займам. Так, в 2010 г. с целью дополнительной поддержки российских производителей в послекризисный период были существенно снижены импортные

квоты на мясо, а импортные пошлины на отдельные виды продукции (в частности, на живых свиней) были повышены до 40%. В 2012 г. снижение квот продолжилось: на мясо птицы они были сокращены на 5,7% до 330 тыс. т, на свинину – на 14% до 430 тыс. т. Кроме того, до 2013 г. в отрасли действовала нулевая ставка налога на прибыль для компаний, осуществляющих сельскохозяйственную деятельность. Согласно изначальным планам правительства, в нынешнем году она должна была быть повышена до 18%, а в 2016 г. достигнуть 20%. Однако недавно, после переговоров с представителями отрасли, было принято решение о сохранении нулевой ставки налога на неопределенный срок. Еще одной формой поддержки является субсидирование процентной ставки по кредитам предприятий, занимающихся сельскохозяйственной деятельностью, а также закупкой мяса. Эта мера значительно снижает стоимость заимствований и сроки окупаемости инвестиций. Случившийся в 2011 г. резкий рост цен зерно, являющегося основной компонентой затрат на корма, побудил государство рассмотреть вариант выделения прямых субсидий на компенсацию таких затрат в размере до 15 млрд руб. В отрасли ожидают, что о решении может быть объявлено в ближайшее время.

Эффект от вступления в ВТО. В настоящий момент Россия не способна самостоятельно удовлетворять свои потребности в мясной продукции, и недостаток покрывается импортом. Наибольшая зависимость от поставок из-за рубежа наблюдается на рынке говядины, где доля импортной продукции достигает до 30%. По свинине доля импорта 25%, по мясу птицы – 18%. Основными зарубежными поставщиками мясной продукции на российский рынок являются Бразилия и страны ЕС. Условия вступления России в ВТО предполагают определенный льготный период, в рамках которого квоты на импортную продукцию существенно меняться не будут. Так, квоты на говядину, свинину и мясо птицы сохраняются на текущем уровне вплоть до 2020 г. (говядина – 570 тыс. т, свинина – 430 тыс. т, мясо птицы – 364 тыс. т), при этом пошлины на ввоз говядины и мяса птицы в рамках этих квот остаются неизменными, и лишь по свинине они снижаются до 0% (см. таблицу ниже). Вообще, сегменты свиноводства и мясопереработки окажутся наиболее пострадавшими при вступлении России в ВТО. В свиноводстве, помимо обнуления пошлин в рамках квот, также снижаются до 5% (с 40%) пошлины на ввоз живых свиней, что может привести к ввозу больших объемов живого скота из Прибалтики и других пограничных стран по демпинговым ценам. Кроме того, с 25% до 15% снижаются импортные пошлины на свиные субпродукты, что также будет способствовать общему снижению цен на конечную продукцию сегмента. Для производителей говядины негативным последствием вступления в ВТО является разрешение для иностранных производителей ввозить в Россию «высококачественную» говядину вне квоты, при этом определять, является ли говядина высококачественной, могут сами поставщики. Так что в данном случае существует риск ввоза в страну говядины невысокого качества по низким ценам в обход квот и пошлин. Несколько лет назад ценовой порог для данной категории товара был поднят с 3 до 8 евро за килограмм, но со вступлением в ВТО данное ограничение не действует в отношении мяса, ввозимого из США, Канады и Аргентины.

Наибольший негативный эффект для местных производителей ожидается в сегменте свиноводства

Пошлины на мясную продукцию до и после вступления в ВТО

	Пошлина до вступления		Пошлина в ВТО	
	В рамках квоты	Сверх квоты	В рамках квоты	Сверх квоты
Говядина	15%	50%	15%	50%
Свинина	15%	75%	0% (с 2020 г. - 25%)	65%
Мясо птицы	25%	80%	25%	80%
Продукты из мяса	-	25%	-	20%

Источники: официальные документы

ОПЕРАЦИОННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

Основные средства формируют базу активов компании. Наиболее значимой статьёй активной части баланса Черкизово являются основные средства, которые представлены находящимися у компании в собственности производственными мощностями, а также земельными участками. На их долю приходится порядка 65–70% совокупных активов, а в денежном выражении их величина оценивается в 1,4 млрд долл. Вторая по размеру статья – товарно-материальные запасы, составляющие порядка 15% от активов. В их структуре основу составляют животные на выращивании и откорме, а также сырьё, на что приходится порядка 80–85% всех запасов. Доля дебиторской задолженности у Черкизово – порядка 6%. Таким образом, более 80% активов компании имеют под собой реальную базу и могут служить залогом для получения финансирования. На конец 2012 г. у компании в залоге по различным кредитам находились основные средства стоимостью 744,3 млн долл., что составляет 51,9% от всех основных средств и лишь 35,4% от активов группы.

Основные средства...

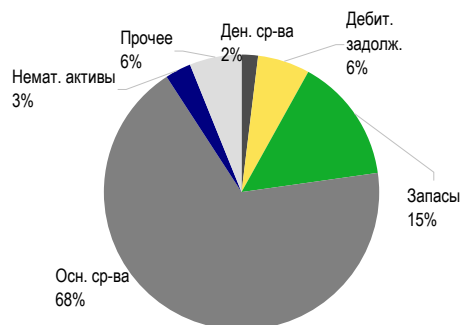
Структура активов в 2011 г.



Источники: отчетность компании

...составляют основу активов Черкизово

Структура активов в 2012 г.



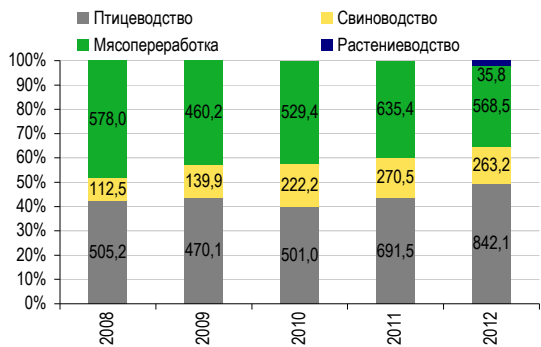
Источники: отчетность компании

Птицеводство остается ключевым сегментом для компании... В 2012 г. структура выручки Черкизово была следующей: 49,3% продаж приходилось на птицеводство, 33,3% – на мясопереработку, 15,4% – на свиноводства и 2,1% – на растениеводства. В денежном выражении объемы продаж по сегментам составили 842,1 млн долл., 568,5 млн долл., 263,2 млн долл. и 35,8 млн долл. соответственно. На протяжении последних лет доля птицеводства в выручке Черкизово оставалась в целом постоянной на уровне 40–43%, тогда как в двух других сегментах происходило постепенное перераспределение от мясопереработки в сторону более прибыльного свиноводства. Так, если еще в 2008 г. на долю свиноводства приходилось лишь 9,4% выручки, то в 2011 г. – уже 16,9%, а в денежном выражении продажи за этот период более чем удвоились. В 2012 г. эта тенденция не была столь ярко выраженной вследствие неблагоприятной динамики цен на свинину и опережающего роста цен на мясо птицы, а также полной интеграции приобретенной в 2011 г. компании «Моссельпром», благодаря чему доля сегмента птицеводства в выручке увеличилась до 49% за счет небольшого сокращения долей других сегментов.

...но роль более прибыльного свиноводства быстро возрастает. Усиление акцента на свиноводстве обусловлено в первую очередь тем, что рентабельность данного сегмента в последние годы была в разы выше, чем двух других. В 2012 г. рентабельность по EBITDA в свиноводстве составила 35%, тогда как в птицеводстве – 21%, а в мясопереработке – всего 9%. В итоге при выручке в сегменте мясопереработки, более чем вдвое превышающей выручку в сегменте свиноводства, EBITDA первого практически вдвое ниже. Однако 2012 г. показал, что в условиях давления на цену свинины и пиковых цен на зерно наиболее рентабельным сегментом для компании является растениеводство, где в первый же год рентабельность по EBITDA составила 39%. В связи с этим можно ожидать, что развитие растениеводства станет для Черкизово приоритетным.

На свиноводство приходится 15% выручки...

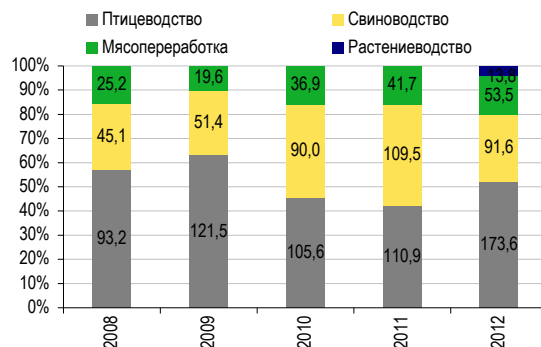
Структура выручки по сегментам, млн долл.



Источники: данные компании

... и 28% EBITDA

Структура EBITDA по сегментам, млн долл.



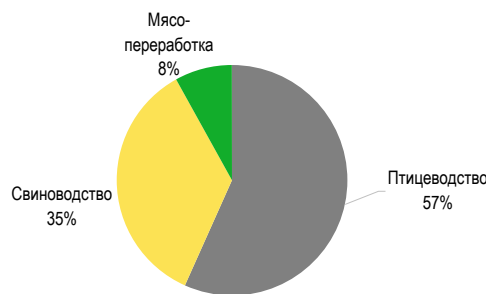
Источники: данные компании

Более половины капзатрат осуществляется в сегменте птицеводства.

Сегмент птицеводства является безусловным лидером и по выручке, и по EBITDA, и по чистой прибыли, благодаря чему в него заслуженно направляется наибольшая доля инвестиций. В сегменте свиноводства, втором по значимости для компании, пик инвестиционных расходов пришелся на 2011 г., и тогда именно ему досталось больше половины инвестиций. В 2012 г. при совокупных капитальных затратах 186 млн долл. уже 105 млн долл. пошло на проекты в птицеводстве, а 65 млн долл. – на свиноводческие. Что касается низкомаржинальной мясопереработки, то тут компания предпочитает не строить новые мощности, а модернизировать уже существующие. Поэтому доля данного сегмента в совокупных капитальных затратах в 2012 г. составила лишь 8% (15 млн долл.), и в дальнейшем ее увеличение не планируется.

Более половины капзатрат приходится на сегмент птицеводства

Капитальные затраты в 2012 г.



Источники: данные компании

Масштабная инвестпрограмма на ближайшие годы позволит практически удвоить производство.

В ноябре 2010 г. Черкизово приобрело свинокомплексы в Пензенской и Липецкой областях за 100 млн долл. (из них денежными средствами было заплачено 20 млн долл.), которые в 2012 г. начали функционировать на полную мощность и в ближайшие годы должны обеспечивать порядка 20% продаж в сегменте свиноводства. Затем в мае 2011 г. компания купила агропромышленный холдинг «Моссельпром» за 67,9 млн долл., из которых 44,2 млн долл. было заплачено денежными средствами, а остальное – собственными акциями. Сверх того Черкизово перешли долги Моссельпрома в размере 186,0 млн долл. Приобретение данного актива позволило компании в 2012 г. увеличить продажи в сегменте птицеводства на 25%. На ближайшие несколько лет у Черкизово запланирована реализация еще ряда проектов по созданию дополнительных мощностей в сегментах птицеводства и свиноводства.

Инвестиционная программа:

- **Птицеводство** – расширение производственных мощностей на птицекомплексах в Пензе и Брянске (2-я производственная линия в инкубаторе), которое должно быть завершено в 2013 г.; строительство многофункционального агрокомплекса в г. Елец Липецкой области стоимостью около 640 млн долл. (из них порядка 510 млн долл. планируется финансировать за счет привлечения долгосрочных кредитов по субсидируемым ставкам). Запуск комплекса в Ельце запланирован на 2013 г., а уже в 2015 г. он должен обеспечить продажи в объеме 115 тыс. т, или 23% от совокупных. Также в 2012 г. заключено соглашение с испанской Grupo Fuertes о создании совместного предприятия по производству мяса индейки. Проект будет реализован в Тамбовской области, его стоимость составит порядка 150 млн долл. Производство планируется начать в 2014 г., а в 2015 г. оно должно выйти на полную мощность (25–30 тыс. т с перспективой увеличения до 50 тыс. т).
- **Свиноводство** – в 2012 г. было завершено строительство новых трех свинокомплексов в Тамбовской, Воронежской и Липецкой областях стоимостью 160 млн долл., из которых порядка 20% было профинансировано за счет собственных средств, а остальное за счет банковских кредитов. Кормовые комплексы уже были запущены в 2011 г., а на проектную мощность все построенные объекты должны выйти в 2013 г., после чего будут форми-

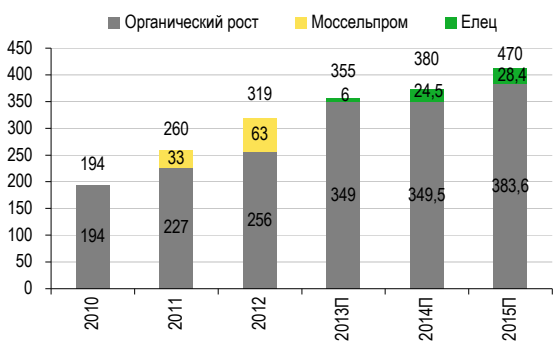
ровать порядка 20% от совокупного объема продаж сегмента. В 2012 г. было достигнуто соглашение о приобретении селекционно-генетического свиного комплекса в Воронежской области.

- **Мясопереработка** – реконструкция мясоперерабатывающего завода в Калининграде, который был приобретен в 2010 г. (модернизированный завод уже запущен).

В результате реализации текущих инвестиционных проектов Черкизово сможет нарастить продажи в сегменте птицеводства с 319 тыс. т в 2012 г. до 470 тыс. т в 2015 г., в сегменте свиноводства – с 104 тыс. т до более чем 185 тыс. т соответственно, то есть объем реализации в ключевых для компании сегментах в ближайшие годы должен практически удвоиться.

К 2015 г. планируется увеличение производства...

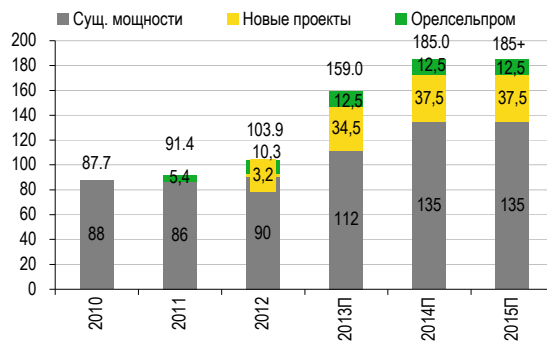
Объем продаж в сегменте "птицеводство", тыс. т живого веса



Источники: данные компании

... более чем в 1,5 раза в ключевых сегментах

Объем продаж в сегменте "свиноводство", тыс. т живого веса



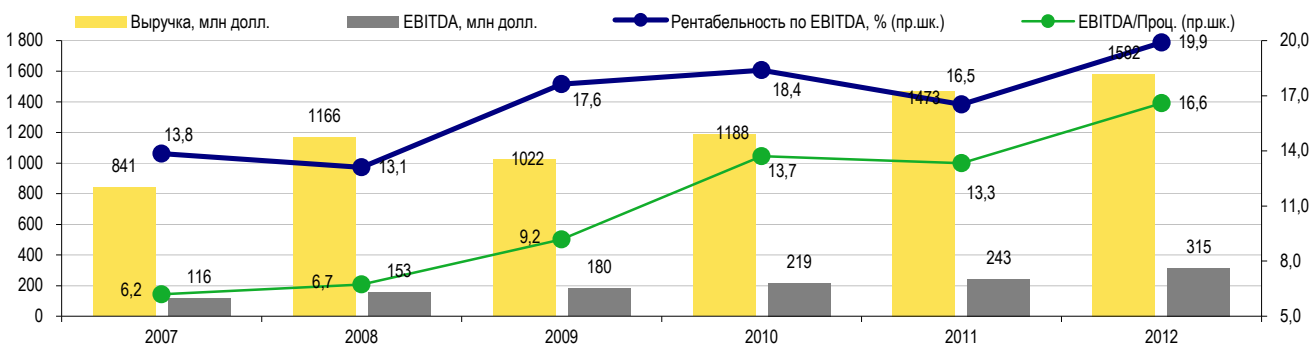
Источники: данные компании

Модернизация производственных мощностей и вертикальная интеграция поддерживают высокую рентабельность.

С того момента как Черкизово начало активно инвестировать в строительство современных агрокомплексов, рентабельность по EBITDA компании стала увеличиваться. Новые комплексы работают по принципу вертикальной интеграции, что, помимо снижения эксплуатационных издержек, дает компании возможность оптимизировать расходы на всех стадиях производственного цикла. В 2009–2010 гг. рентабельность по EBITDA достигла 17,6–18,4% против 13,8% в 2007 г. и 13,1% в 2008 г. В 2011 г. произошло некоторое снижение показателя до 16,7%, что было обусловлено значительным ростом цен на зерно (являющегося основным сырьем для мясопроизводителя) в результате летней засухи 2010 г., а также затратами по интеграции Моссельпрома. В 2012 г. Черкизово, несмотря на слабую динамику цен на свинину, повысило маржу до 19,9% благодаря выгодным ценам в сегменте птицеводства и запуску высокомаржинального сегмента растениеводства. Таким образом, вертикальная интеграция бизнеса и равномерное развитие всех трех ключевых направлений защищают компанию от падения показателей в случае неблагоприятной ценовой динамики в одном из сегментов.

За счет модернизации производства рентабельность поддерживается на высоком уровне

Отдельные финансовые показатели Черкизово



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рентабельность выше, чем у зарубежных аналогов; есть запас прочности в случае сохранения высоких цен на зерно. В ключевых для себя сегментах птицеводства и свиноводства Черкизово в последние годы достигло рентабельно-

сти выше, чем у аналогов с развитых и развивающихся рынков. При среднеотраслевых показателях порядка 5–6% и 9–10% соответственно рентабельность по EBITDA Черкизово составляла около 20% и 35–40%. У компании также есть доступ к земельному банку размером около 125 тыс. гектаров (из которых порядка 98 тыс. гектаров – в собственности Черкизово). Эти земли находятся поблизости от основных производственных мощностей компании, и их можно использовать для выращивания зерновых культур в случае, если тенденция к росту цен на зерно окажется долгосрочной.

Денежные потоки от операционной деятельности в целом покрывают капитальные затраты.

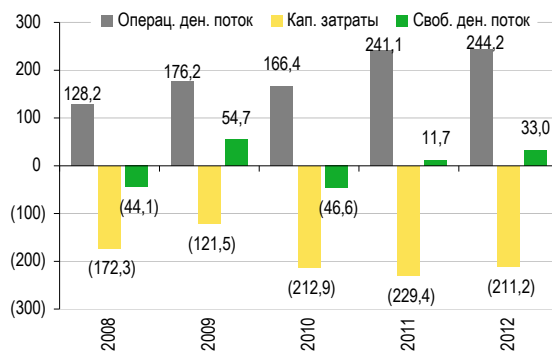
В последние годы получаемого Черкизово денежного потока от операционной деятельности в целом хватало для финансирования инвестиционной программы. К примеру, в 2012 г. за счет операционной деятельности компания получила 244 млн долл., тогда как отток средств по инвестиционной деятельности составил 211 млн долл. Как уже было отмечено выше, основные инвестиционные расходы Черкизово в ближайшие три года будут сопряжены с реализацией крупного проекта в г. Елец. Требуемые для этого капитальные вложения составляют порядка 640 млн долл., то есть приблизительно 210 млн долл. в год. Учитывая сохраняющиеся высокие темпы роста выручки, мы полагаем, что компании вполне по силам будет профинансировать данные расходы за счет собственной операционной деятельности. Исключением, скорее всего, станет 2013 г., на который придется старт активного строительства в Ельце (он, по оценкам, обойдется в 255 млн долл.), что на фоне расходов в других сегментах потребует совокупных инвестиций в размере 423 млн долл. Соответственно, недостающие средства (минимум 100 млн долл.) компании придется привлекать на долговом рынке.

Рост долговой нагрузки в результате новых приобретений. В последние годы (2010–2011 гг.) долговая нагрузка Черкизово росла в основном за счет скупки сторонних активов и консолидации их долгов. Так, в случае двух последних крупных приобретений (Моссельпрома и свинокомплексов в Пензенской и Липецкой областях) Черкизово агрегировало себе на баланс задолженность этих компаний в размере 186 млн долл. и 80 млн долл. соответственно. Как следствие, совокупный объем долга за период с конца 1 п/г 2010 г. по конец 2011 г. увеличился на 400 млн долл. В настоящее время Черкизово планирует покупку ряда сельскохозяйственных активов в Центрально-Черноземном регионе России (Воронежская и Пензенская области) в дополнение к расширению собственных мощностей.

Долговая нагрузка на приемлемом уровне. Несмотря на упомянутое выше увеличение долга, долговая нагрузка Черкизово держится последние годы на вполне умеренных уровнях 2,7–3,4 по показателю Чистый долг/EBITDA. Несмотря на то что исторически компания функционировала и с более высоким левереджем (в 2007 г. он достигал 5,6), она считает для себя комфортным уровень не выше 3,0 и стремится не выходить за его пределы. Это означает, что все новые покупки компания будет, скорее всего, совершать с оглядкой на данное ограничение. Кроме того, уровень 4,0 по коэффициенту Долг/EBITDA прописан у Черкизово как ковенант по одному из банковских кредитов. Относительно размеров компании ее долговая нагрузка также вполне умеренна: отношение Совокупный долг/Собственный капитал находится в пределах 1,0, а Совокупный долг/Активы составляет не более 0,5. Этим Черкизово выгодно отличается от своих конкурентов, которые «закредитованы» существенно сильнее. На публичном долговом рынке, по сути, единственным мясопроизводителем является Мираторг, левередж которого близок к 4,0. Многие из аграрных компаний серьезно пострадали в кризис и не смогли избежать банкротства, в то время как Черкизово в этот период, напротив, сумело снизить долговую нагрузку.

Денежные потоки от операц. деятельности в целом покрывают капитальные затраты

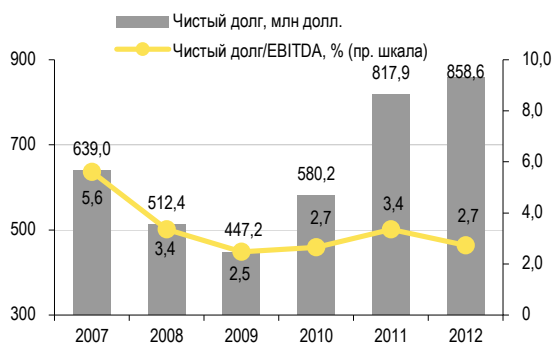
Операционный и свободный денежные потоки, капитальные затраты, млн долл.



Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка на приемлемом уровне

Чистый долг и Чистый долг/EBITDA



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Получаемые субсидии значительно снижают стоимость долга.

На субсидируемые кредиты приходится 95% кредитного портфеля Черкизово. Благодаря этому компания имеет возможность существенно снижать стоимость долга. Так, при номинальных процентных ставках по кредитам в 8–15% чистая стоимость долга Черкизово составляет лишь 2,2%. Показательно, что с ростом абсолютной величины долга параллельно увеличивался и размер получаемых компанией субсидий на возмещение процентной ставки, тогда как размер процентных платежей сохранялся примерно постоянным. В итоге в 2012 г. уплаченные компанией проценты были в 3,5 ниже, чем полученные ею субсидии, а показатель EBITDA/Проценты составил 16,6. На текущий момент российское правительство не планирует отказываться от данной формы поддержки аграрного сектора, поэтому пока риск снижения величины получаемой помощи минимален. В то же время в долгосрочной перспективе сохранения данной поддержки неочевидно, однако за это время компания, скорее всего, сможет модернизировать большую часть своих производственных мощностей и максимально увеличить операционную эффективность производства. Во многом благодаря субсидированию процентных платежей, которое снижает давление на величину получаемого денежного потока от операционной деятельности, у Черкизово есть возможность финансировать капитальные затраты за счет собственных средств. В то же время размещение облигационного займа на 3 млрд руб. повысит чистую стоимость долга компании (по нашим оценкам, не более чем на 1,0 п.п.), так как купонные платежи не субсидируются. Целесообразность использования данного источника финансирования состоит для Черкизово в том, что эти средства привлекаются компанией не для рефинансирования, а под возможные будущие покупки активов. Для этих целей компания едва ли смогла бы получить кредит с субсидированной процентной ставкой.

Доля краткосрочного долга высокая, но проблем с рефинансированием не ожидается.

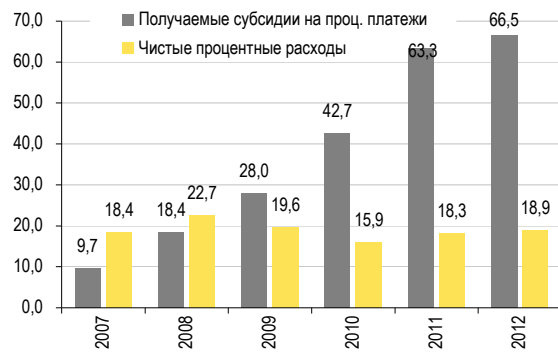
На конец 2012 г. порядка 40% долга компании было краткосрочным, а в ближайшие два года Черкизово должно рефинансировать почти половину своего долга. Такая структура выплат далека от комфортной, однако мы не ожидаем, что у компании могут возникнуть проблемы с рефинансированием. Так, в течение 2013 г. Черкизово предстоит выплатить 367 млн долл., при этом лимит неиспользованных компанией кредитных линий составляет 642,5 млн долл., а объем операционного денежного потока, по нашим оценкам, в этом году превысит 250 млн долл. Для сравнения, если судить по отчету о движении денежных средств, в 2012 г. компания произвела платежи в счет выплаты долга (без учета новых заимствований) в размере 285 млн долл. Кроме того, у Черкизово налажены прочные связи с крупнейшими российскими банками, прежде всего государственными. Основные кредиторы компании – Сбербанк, Газпромбанк, Россельхозбанк, Райффайзенбанк и Банк Зенит.

Негативный эффект от вступления в ВТО будет ограниченным.

Вступление России в ВТО, безусловно, негативно отразится на бизнесе Черкизово. Из-за снижения импортных пошлин ожидается падение цен на продукцию сегментов свиноводства и мясопереработки (уже наблюдается), которые в совокупности приносят компании порядка 50% выручки. Это существенно удлинит срок окупаемости новых проектов (по разным оценкам, с текущих семи до более чем десяти лет), что сделает инвестиции в строительство новых мощностей невыгодными. Как следствие, Черкизово в прошлом году заявило, что воздержится от запуска новых проектов в сегменте свиноводства, пока не станет окончательно ясен эффект от вступления в ВТО для российских мясопроизводителей. В то же время все начатые проекты (см. выше) будут завершены, как и было запланировано. Таким образом, в перспективе ближайших нескольких лет приостановка строительства новых мощностей не повлияет на объем продаж компании, однако впоследствии существует риск замедления их роста. Стоит отметить, что большой негативный эффект от вступления России в ВТО испытают мелкие производители, для тех же, кто уже модернизировал производство (в их числе Черкизово), последствия будут менее серьезными. В связи с этим мы думаем, что российское правительство продолжит принимать меры для защиты национальных производителей.

Получаемые субсидии значительно сокращают процентные платежи

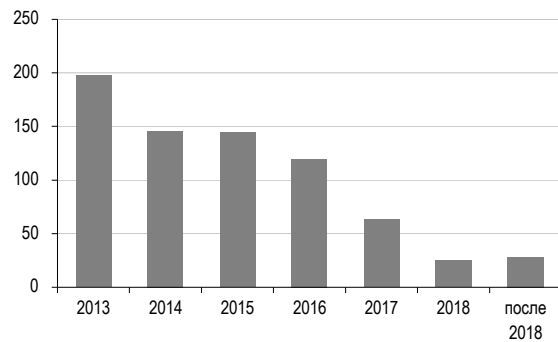
Полученные субсидии и уплаченные проценты, млн долл.



Источники: данные компании

Большая часть долга должна быть погашена в ближайшие годы

Структура погашения банковского долга, млн долл.



Источники: данные компании

Значительное улучшение рентабельности, долговая нагрузка на умеренном уровне

Основные финансовые показатели Группы Черкизово, US GAAP, млн долл.

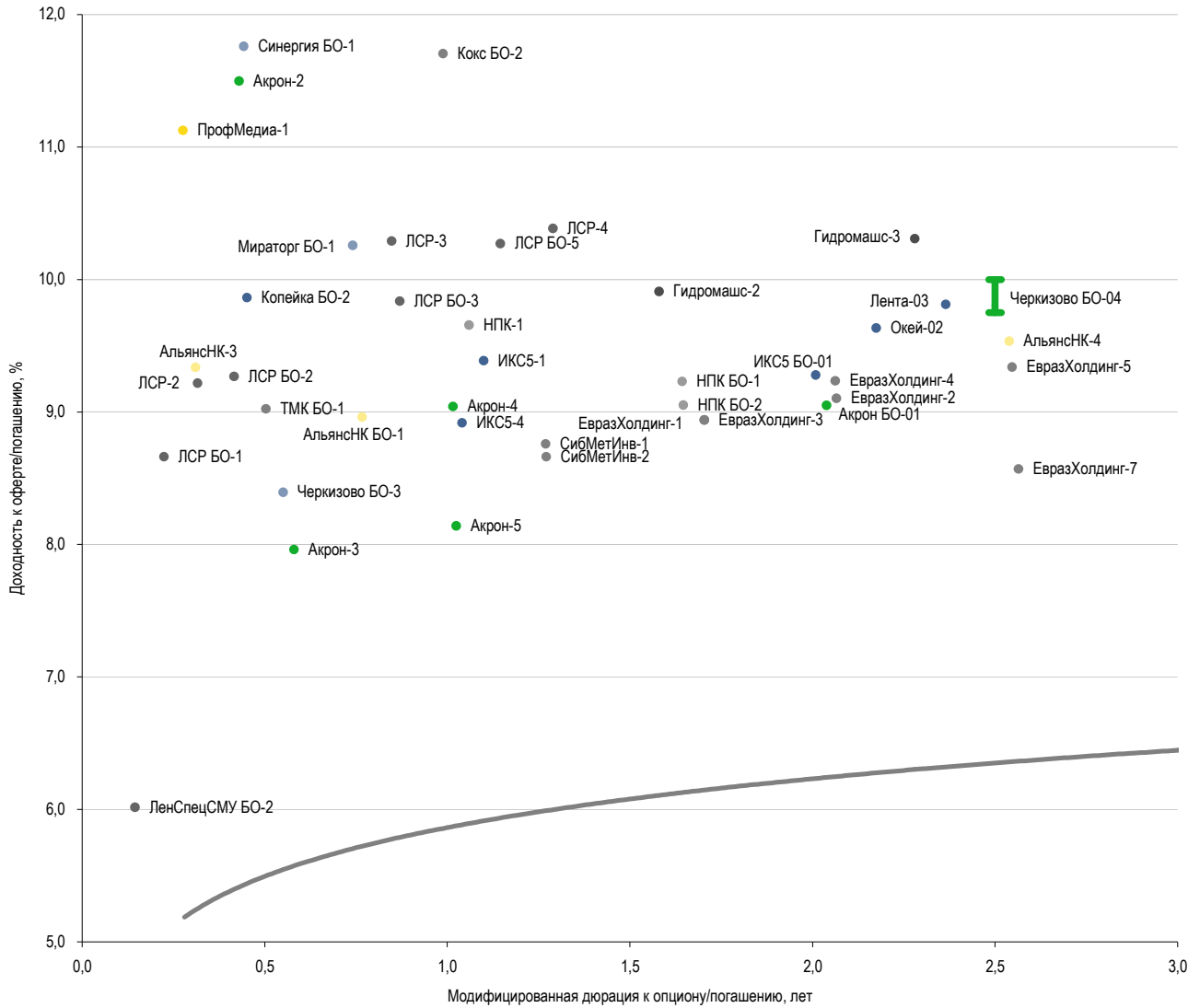
	2008	2009	1 п/г 10	2010	1 кв.11	1 п/г 11	9 мес.11	2011 (пересм.)	2012
Выручка	1 166	1 022	580	1 188	308	689	1 079	1 473	1 582
ЕБИТДА	153	180	113	219	35	106	178	243	315
Чистая прибыль	78	120	74	149	18	66	108	136	225
Операц. денежный поток	128	176	115	166	32	87	176	241	244
Капитальные затраты	(172)	(121)	(69)	(213)	(51)	(105)	(153)	(229)	(211)
Чистый денежный поток	(44)	55	45	(47)	(19)	(18)	24	12	33
Совокупный долг	562	486	446	648	698	875	741	847	900
Денежные средства	50	39	60	68	55	39	32	29	41
Краткосрочный долг	236	108	95	182	203	287	221	235	367
Чистый долг	512	447	387	580	642	836	709	818	859
Собственный капитал	425	545	601	670	737	789	720	733	988
Активы	1 132	1 170	1 171	1 471	1 594	1 871	1 665	1 767	2 102
<i>Коэффициенты</i>									
Норма ЕБИТДА, %	13,1	17,6	19,5	18,4	11,3	15,3	16,5	16,5	19,9
ЕБИТДА/Проценты	6,7	9,2	12,3	13,7	11,1	14,5	14,1	13,3	16,6
Долг/ЕБИТДА	3,7	2,7	2,0	3,0	3,4	4,1	3,2	3,5	2,9
Чистый долг/ЕБИТДА	3,4	2,5	1,7	2,7	3,1	3,9	3,1	3,4	2,7
Долг/Собственный капитал	1,3	0,9	0,7	1,0	0,9	1,1	1,0	1,2	0,9
Собственный капитал/Активы	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 10%. Находящийся в обращении выпуск Черкизово БО-03 едва ли можно рассматривать как подходящий ориентир для определения справедливой доходности новых облигаций, Черкизово БО-04, по причине его короткой дюрации и низкой ликвидности. По той же самой причине мы не считаем правильным ориентироваться на котировки выпуска Мираторг БО-1 (-/В), эмитент которого единственный, помимо Черкизово, из представленных на долговом рынке компаний сельскохозяйственного сектора обладает кредитным рейтингом от международных агентств. При этом финансовый профиль Мираторга, по нашим оценкам, в целом слабее, чем у Черкизово, поскольку при сопоставимых размерах бизнеса Мираторг в большей степени обременен долгом – как в абсолютном (Чистый долг 1,8 млрд долл. против 0,9 млрд долл. у Черкизово), так и в относительном выражении (Чистый долг/ЕБИТДА – 3,7, Долг/Собственный капитал – 3,6 против 2,7 и 0,9 соответственно у Черкизово). Кроме того, Мираторг в первую очередь специализируется на производстве свинины и комбикормов, и это делает его в большей степени, нежели Черкизово, уязвимым при колебаниях этих двух сегментов рынка (отметим, впрочем, что в последние годы Мираторг показывает более высокую рентабельность). Более подходящими ориентирами для определения доходности Черкизово БО-04 мы считаем недавно размещенные выпуски Окей-02 (УТМ 9,51% на 32,6 мес.) и Лента-03 (УТМ 9,81% на 35,2 мес.). Эти два эмитента близки по размерам активов к Черкизово, а их выпуски отличаются хорошей ликвидностью. Черкизово практически в два раза уступает им по объему выручки, однако за счет более чем двукратного преимущества в рентабельности получает близкую по величине ЕБИТДА. Также Черкизово выглядит лучше Ленты (но уступает О'КЕЙ) по степени обремененности долгом (по показателям Чистый долг/ЕБИТДА и Долг/Собственный капитал), особенно в свете недавнего размещения Лентой облигаций на 10 млрд руб. Кроме того, Черкизово превосходит обе компании по уровню покрытия процентных платежей за счет ЕБИТДА – 16,6 против 7,5 и 3,2 у О'КЕЙ и Ленты соответственно. Тот факт, что кредитные рейтинги двух последних компаний на одну ступень выше, чем у Черкизово, частично компенсируется, по нашему мнению, принадлежностью Черкизово к отрасли, активно поддерживаемой государством. Поэтому мы считаем, что на вторичном рынке облигации Черкизово должны торговаться приблизительно на одном уровне с выпусками Ленты (9,75–9,8%), и, прибавив небольшую премию за первичное размещение, получаем справедливую доходность размещаемого бонда на уровне 10%. Однако мы не исключаем, что по результатам аукциона доходность выпуска сложится ниже этого уровня из-за того, что выпуск сразу начнет торговаться в списке «А1», а также ввиду ограниченного первичного предложения от корпоративных эмитентов сопоставимого кредитного качества с доходностью около 10% на горизонте трех лет.

Мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 10%

Выпуски эмитентов с кредитными рейтингами от B(B2) до B+(B1) по состоянию на 29 марта 2013 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013