

Крусткалн Ян
аналитик
+7(495)705-90-97
Krustkaln@psbank.ru

ЗЕРНОВОЙ ХОЛДИНГ «НАСТЮША» (ОБЛИГАЦИИ ООО «ЗК «НАСТЮША» 1, ОАО «МКХ» 2, ОАО «МКС» 1): УВЕРЕННЫЙ ШАГ К ПОВЫШЕНИЮ ИНФОРМАЦИОННОЙ ОТКРЫТОСТИ

ВПЕРВЫЕ ПУБЛИКУЕТСЯ КОНСОЛИДИРОВАННАЯ УПРАВЛЕНЧЕСКАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

- Выручка Зернового Холдинга «Настюша», по данным консолидированной управленческой отчетности за 2006 г. составила \$379 млн., совокупные активы за этот же период достигли \$1,59 млрд.
- Рентабельность EBIT за указанный период была равна 17,1%, чистая рентабельность находилась на уровне 3%.
- В середине 2007 г. заключен договор с ЗАО «Делойт и Туш СНГ» для завершения перехода всех предприятий холдинга на МСФО. Ожидаемый выход консолидированной отчетности за 2007 г. – начало 3 кв. 2008 г.

МОСКОВСКИЙ КОМБИНАТ ХЛЕБОПРОДУКТОВ ВПЕРВЫЕ ПУБЛИКУЕТ ИНФОРМАЦИЮ О ПРОВОДИМОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЕКТЕ

- В соответствии с распоряжением Правительства Москвы №1435-Р от 2 августа 2005 г., а также Инвестиционным контрактом от 1 июня 2006 г., заключенным между Правительством Москвы и ОАО «Московский Комбинат Хлебопродуктов», часть земельного участка, используемого Комбинатом, предназначена под строительство многофункционального жилого комплекса.
- В январе 2007 г. компания American Appraisal (AAR), Inc. осуществила оценку прав по инвестиционному контракту на застройку земельного участка, принадлежащего МКХ. Рыночная оценка на указанную дату составила \$800 млн. без НДС.
- Во второй половине 2009 г. ОАО «МКХ» планирует полностью погасить привлеченные долговые и кредитные обязательства за счет поступлений от осуществляемого инвестиционного проекта.

ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ДАННЫЕ ОТЧЕТНОСТИ ПО РСБУ ПО ПУБЛИЧНЫМ КОМПАНИЯМ ХОЛДИНГА ЗА 2007 г.:

	Выручка, млн. руб.		Чистая прибыль, млн. руб.		Чистая маржа, %	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
ЗК «Настюша»	8398,2	11394	133,32	200,66	1,59	1,76
МКХ	1947,1	3013,4	21,21	25,88	1,09	0,85
МКС	2117,8	2872,6	4,15	15,36	0,20	0,53

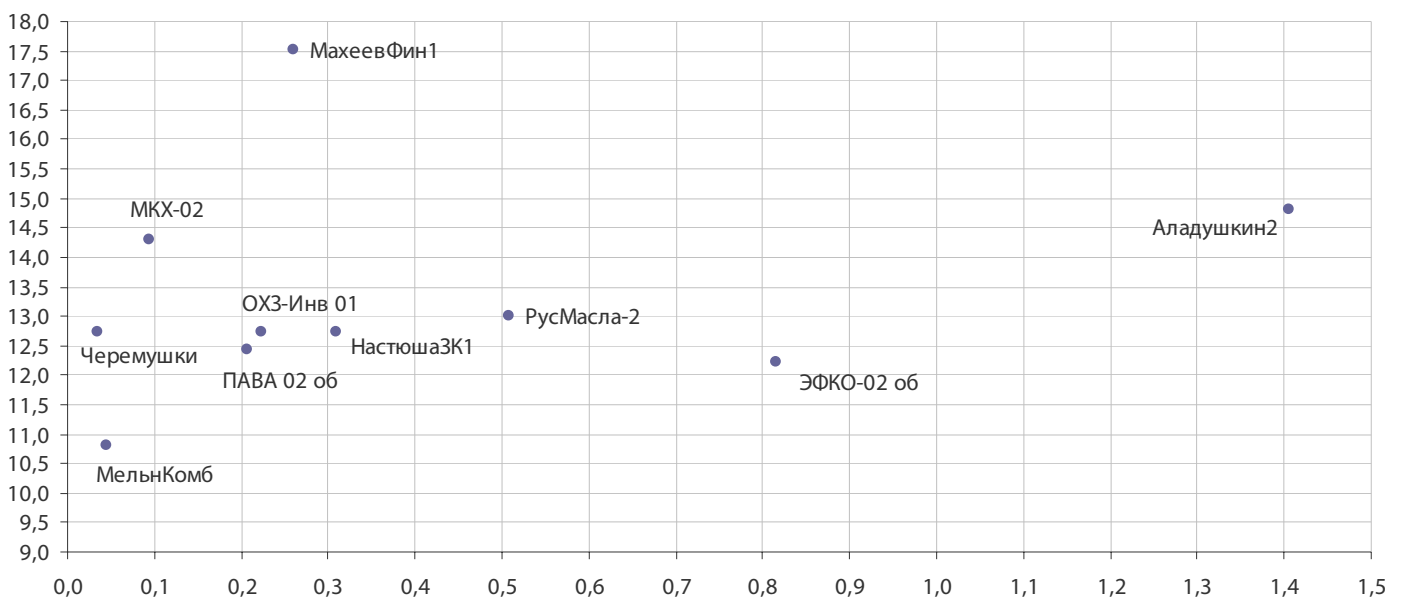
Источник: данные Зернового Холдинга «Настюша»

Зерновой Холдинг «Настюша» является лидирующим игроком российского рынка зерна, имеет вертикально-интегрированную структуру и состоит из дивизионов «Зерно», «Мука», «Хлеб», а также аграрного и инфраструктурного дивизионов (транспортные предприятия, авиакомпания). Предприятия Холдинга расположены в Краснодарском крае, Омской, Кемеровской и Липецкой обл., Казахстане и Литве. Холдингу принадлежат крупнейшие московские хлебокомбинаты – МКХ и МКС.

ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

- Публичные долговые обязательства Зернового Холдинга «Настюша» включают облигационные займы ЗК «Настюша», 01 и МКХ, 2, а также формально обращающийся заем МКС, серии 1, который был полностью выкуплен эмитентом после объявления им нулевой ставки купона.
- Общая балансовая стоимость публичных заимствований Зернового Холдинга «Настюша» составляет 3 млрд. руб., что составляет примерно 30% от его совокупных обязательств, при этом объем фактически обращающихся займов равен 2 млрд. руб.
- Облигации МКХ в последнее время торговались несколько хуже рынка, что, помимо общего ухудшения ситуации на долговом рынке, во многом было связано с информационной паузой, продиктованной потребностью материнской компании продолжить консолидацию новых активов, произвести корпоративную реструктуризацию. В частности, в рамках данной реструктуризации был произведен процесс перевода всего зернотрейдингового бизнеса на баланс ООО «ЗК «Настюша», вызвавшего некоторое снижение выручки МКХ и последовавшее за ним снижение котировок его облигаций.
- Фактором сохранения высокого уровня долговой нагрузки Холдинга в настоящий момент следует считать его потребность в дополнительных инвестициях, связанных с проведением инвестиционного проекта по строительству жилья на части территории МКХ.
- В настоящий момент ОАО «МКХ» представляет собой современный производственный актив, входящий в один из крупнейших в стране структурированных зерновых холдингов. При этом одна из ключевых компаний Холдинга, ООО «ЗК «Настюша», является поручителем по займу МКХ, 02. Тем не менее, долговые обязательства ОАО «МКХ» в настоящий момент торгуются с существенным спрэдом к займу ЗК «Настюша», 01 вследствие необходимости предоставления рынку существенной премии, за внушительную долговую нагрузку МКХ.
- Тем не менее, опубликованные Холдингом данные о проводимой модернизации производства на МКХ и осуществляемом инвестиционном проекте вселяют оптимизм относительно его будущих финансовых поступлений и позволяют прогнозировать в дальнейшем снижения долговой нагрузки.
- Заем ЗК «Настюша», 01 по сравнению с займом МКХ, 02 характеризуются более высокой ликвидностью. По нашему мнению, спрэд между данными бумагами в дальнейшем не должен превышать 100-130 б.п.: на стратегическом для Холдинга рынке Москвы, МКХ является одним из важнейших и наиболее современных производственных активов.

ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА СОПОСТАВИМЫХ КОМПАНИЙ



ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ

- В соответствии с распоряжением Правительства Москвы №1435-Р от 2 августа 2005 г., а также Инвестиционным контрактом от 1 июня 2006 г., заключенным между Правительством Москвы и ОАО «Московский Комбинат Хлебопродуктов», часть земельного участка, используемого Комбинатом, предназначена под строительство многофункционального жилого комплекса.
- Застраиваемая территория является частью земельного участка большей площади, используемого ОАО «МКХ» на основании долгосрочной аренды (49 лет). Комбинат планирует построить и реализовать около 420 тыс. м² жилых площадей, что соответствует потенциалу заселения, равному 10-12 тыс. человек.
- Жилищное строительство ведется на месте ряда вспомогательных непроизводственных сооружений, располагавшихся там ранее, в настоящий момент утративших свою необходимость в ходе проводимой на Комбинате модернизации.
- Строительство жилья на части территории МКХ не является проектом точечной застройки. Новое жилищное строительство проводится в формате компактного возведения целого микрорайона, со школами, детсадами и другой необходимой социальной инфраструктурой.
- Таким образом, ОАО «МКХ» выполняет социально-значимые функции по реорганизации промзоны «Ленино», занимавшую до последнего времени примерно одну треть микрорайона, улучшая его инфраструктуру и повышая социальную привлекательность. Необходимо отметить, что в соответствии с решением Правительства Москвы, данная промзона в ближайшие годы будет включать только современные и экологически чистые предприятия, остальные будут выведены за территорию г. Москвы.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА И ЗАКЛЮЧЕНИЕ О СТОИМОСТИ

Адрес	Улица 6-я Радиальная, д. 7, Москва, Россия
Расстояние от центра города	17 км на юг
Собственник земли	Московский Земельный Комитет
Арендатор	ОАО «Московский комбинат хлебопродуктов»
Тип объекта	Права по инвестиционному контракту на застройку свободного земельного участка
Права на земельный участок	Аренда на 49 лет, начиная с февраля 1996 г.
Площадь земельного участка	26 га
Зонирование	Жилая застройка
Использование	Жилой комплекс площадью около 560 тыс. м ²
Дата оценки	20 января 2007 года
Вид определяемой стоимости	Рыночная стоимость
Стоимость возводимого объекта	\$800 000 000

Источник: данные American Appraisal (AAR), Inc., на 1/01/2007

- Общая площадь жилого комплекса, согласно предоставленному бизнес-плану, будет составлять 560 тыс. м², включая 420 тыс. м² жилых помещений; 43,9 тыс. м² коммерческих помещений; парковку примерно на 9 тыс. машиномест и 15,2 тыс. м² социальной инфраструктуры, включающей детские сады и школу.

- Строительство на данном земельном участке ведется с конца 2006 г.; период строительства, включая получение разрешения на архитектурный проект, подготовку территории, строительные работы, а также сдачу в эксплуатацию жилого комплекса, продлится около трех лет и будет полностью завершен к концу 2009 г..
- В январе 2007 г. компания American Appraisal (AAR), Inc. осуществила оценку прав по инвестиционному контракту на застройку земельного участка принадлежащего ОАО «Московский Комбинат Хлебопродуктов». Рыночная оценка составила \$800 млн. без НДС.
- Возведение жилого микрорайона на части территории Комбината не сможет оказать негативного влияния на его производственные показатели, так как ведется параллельно с модернизацией производства и закупкой нового оборудования.
- Успешность реализации данного строительного проекта обеспечивается сохраняющимся высоким спросом на московском рынке жилья в целом, а также с увеличением привлекательности данного района для проживания (учитывая реализуемую здесь городскую программу комплексного переустройства и возведения объектов социально-культурного значения, а также близость к архитектурно парковому ансамблю «Царицыно»).
- Исходя из вышеприведенных условий мы положительно оцениваем перспективы реализации данного проекта и прогнозируем существенное улучшение финансовых показателей ОАО «МКХ».
- К концу 2009 г. ОАО «МКХ» планирует полностью погасить привлеченные долговые и кредитные обязательства за счет поступлений от осуществляемого инвестиционного проекта.

НОВОСТИ ДИВИЗИОНОВ «ЗЕРНО», «МУКА» И «ХЛЕБ»

- В начале 2007 г. к уже принадлежащим Холдингу собственным четырем московским хлебозаводам добавилось ОАО «Хлебозавод №18» (выкуплен пакет акций - 97,7947%). Производительность завода в 2007 г. составила 21 тыс. т. хлебобулочных изделий.
- Также, в течение 2007 г. были приобретены ОАО «Сергиев-Посадский хлебокомбинат» и ЗАО «Балашихахлеб».
- В 2007 г. проводилось материально-техническое перевооружение предприятий (МКС, МКХ), проведено финансирование реструктуризации подразделений Холдинга в рамках процесса выделенных дивизионов.
- По итогам реорганизации, зернотрейдинговый бизнес Холдинга консолидируется исключительно в рамках ООО «Зерновая Компания «Настюша».
- В целом, в настоящий момент, Зерновой Холдинг «Настюша» характеризуется высокой степенью вертикальной интеграции: состоит из зернового дивизиона, мучного дивизиона, дивизиона "Хлеб", аграрного дивизиона, инфраструктурного дивизиона (транспортные предприятия, авиакомпания). Предприятия Холдинга расположены в Краснодарском крае, Омской, Кемеровской и Липецкой обл., Казахстане и Литве. Холдингу принадлежат крупнейшие московские хлебокомбинаты – МКХ и МКС.
- Также, в рамках упомянутой программы материально-технического перевооружения, во 2 кв. 2007 г. между ОАО «МКХ» и фирмой «Бюлер АГ» был подписан контракт на поставку и монтаж современного мукомольного оборудования на сумму более \$60 млн.
- В ходе процесса модернизации оборудования МКХ станет одним из наиболее современных комбинатов хлебопродуктов в центральном регионе России, позволив Холдингу существенно нарастить объемы производства и снизить издержки.
- Налаженная в последние годы система взаимодействия с крупными заказчиками муки и повышение оборачиваемости запасов, позволило МКХ отказаться от использования избыточных складских мощностей.
- По итогам 2007 г. совокупный годовой объем производства муки только московскими предприятиями Группы покрывает не менее 70% от ее совокупного потребления в Москве, при этом общие мощности Холдинга предоставляют ему возможность значительным образом удовлетворять потребности в муке в целом ряде других регионов.
- В 2007 г. Зерновой Холдинг «Настюша» обеспечил объем экспорта зерна в размере более 900 млн. т.
- Суммарная мощность 33 элеваторов и хлебоприемных предприятий Зернового Холдинга, расположенных в основных зерносеющих регионах Северного Казахстана, Сибири и Кубани, составляет сегодня порядка 3,1 млн. т единовременного хранения зерна.

ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

- Раскрываемая впервые консолидированная управленческая отчетность Холдинга включает в себя данные по принадлежащим ему предприятиям на территории России и Казахстана. Это, в первую очередь, ООО «ЗК «Настюша», ОАО «Московский комбинат хлебопродуктов», ОАО «Мельничный комбинат в Сокольниках», а также 18 региональных элеваторов и комбинатов хлебопродуктов, московские хлебозаводы «Москворечье», «Золоторожский хлеб», «Черкизовский», «Яуза-хлеб» и «Хлебозавод №18», а также находящиеся в Казахстане 15 элеваторов и 13 сельхозпредприятий.
- Контролируемые Холдингом находящиеся в Прибалтике белково-витаминный завод Kretingos Grudai, 5 птицефабрик, 7 свинокомплексов и авиакомпания VIP Avia не входят в периметр консолидации, так как составляют самостоятельные не связанные с выращиванием зерна и производством муки дивизионы.
- Выручка Зернового Холдинга «Настюша» по данным консолидированной управленческой отчетности за 2006 г. составила \$379 млн., увеличившись по сравнению с 2005 г. на 8%, при этом совокупные активы за этот же период достигли \$1,59 млрд., увеличившись по сравнению с 2005 г. более чем на 82%, в основном за счет приобретения новых хлебозаводов.
- Собственный капитал Зернового Холдинга составляет \$978,17 млн. Большая часть собственного капитала формируется за счет дополнительного капитала и прибыли прошлых лет. Нераспределенная прибыль прошлых лет достигла \$117,19 млн.
- Дополнительный капитал сформирован, в основном, за счет переоценки стоимости имущества группы на территории МКХ.
- Наибольшую долю в стоимости основных средств Группы занимает стоимость имущества МКХ. Высокая оценка имущества комбината связана с проектом строительства жилья на территории комбината.
- Поскольку затраты на приобретение МКХ в 2003 году составили \$300 млн., то разница между ценой покупки и текущей стоимостью его имущества учтена в собственном капитале группы как переоценка.
- Помимо основных средств ключевыми статьями в структуре активов являются запасы муки и зерна, а также дебиторская задолженность, отражающие производственный характер деятельности Холдинга.
- Основными дебиторами входящих в Холдинг компаний, являются ее долгосрочные партнеры – хлебозаводы, крупнейшие сети розничной торговли, крупные покупатели зерна.
- Рентабельность EBIT за указанный период увеличилась с 16,6% до 17,1%, чистая рентабельность сохранилась на уровне 3%.

- Показатель чистый долг/ЕБИТ Зернового Холдинга «Настюша», с учетом финансовых затрат на осуществление инвестиционного проекта по строительству жилья на части территории МКХ равнялся 8,4х по итогам 2006 г.
- В структуре привлеченных пассивов 75% составляют долгосрочные обязательства, в т.ч. облигационные займы на общую сумму \$113,9 млн. Вместе с тем, объем фактически обращающихся займов с учетом займа приобретенного ОАО «МКС» по оферте после выставления им ставки нулевого купона, в настоящий момент составляет \$75,9 млн.
- Совокупный объем банковских кредитов в консолидированной отчетности - \$416,11 млн. Основными банками-кредиторами группы являются:
 - Промсвязьбанк
 - Райффайзенбанк
 - Юникредит Банк (ММБ)
 - Туран-Алем банк (Казахстан)

Московский Комбинат Хлебопродуктов Балансовые показатели

- В связи с тем, что ОАО «МКХ» в настоящий момент еще не опубликовало данные отчетности по РСБУ за 2007 г., мы приводим краткие данные за 2006 г., в целях ее сопоставления с консолидированной отчетностью по Холдингу в целом.
- В 2006 году величина и структура активов изменилась незначительно. Доля текущих активов сохранилась на прежнем уровне в 88%.
- Основной составляющей текущих активов является дебиторская задолженность, доля которой в их общей величине составила 81,8%. Дебиторская задолженность, как и у ООО «ЗК «Настюша», формируется за счет предоплаты к получению сельскохозяйственной продукции и финансирования посевной.

Операционные показатели

- Нам удалось получить некоторые предварительные данные по РСБУ операционной деятельности публичных компаний Холдинга за 2007 г., они представлены в таблице:

	Выручка, млн. руб.		Чистая прибыль, млн. руб.		Чистая маржа, %	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
ЗК «Настюша»	8398,2	11394	133,32	200,66	1,59	1,76
МКХ	1947,1	3013,4	21,21	25,88	1,09	0,85
МКС	2117,8	2872,6	4,15	15,36	0,20	0,53

Источник: данные Зернового Холдинга «Настюша»

- МКХ демонстрирует существенный рост оборота, который увеличился за год на 54,8% до более чем 3 млрд. руб.
- Таким образом, наблюдавшееся снижение выручки МКХ до 1,94 млрд. руб. в 2006 г. по сравнению с 3,97 млрд. руб. в 2005 г., связанное с процессом консолидации зернотрейдингового бизнеса в рамках ООО «ЗК «Настюша», не оказало на компанию негативного влияния.

- Проведенная реорганизация являлась частью долгосрочной стратегии повышения эффективности управления Холдингом и его ресурсами.
- По итогам 2006 г., доля МКХ в совокупном объеме консолидированной выручки всего Холдинга составляет 9,26% с учетом всех трансфертов.
- Несмотря на снижение выручки в 2006 г., операционные показатели деятельности Комбината улучшились: операционная прибыль возросла на 21%, достигнув 273 млн. руб., против 226 млн. руб. годом ранее. Мы ожидаем существенное увеличение данного показателя и по итогам 2007 г.
- Показатель EBITDA за 2006 г. составил 205 млн. руб., увеличившись в 4 раза по сравнению с 39 млн. руб. годом ранее.
- В 2007 г. чистая прибыль МКХ возросла на 22%, достигнув 25,9 млн. руб. против 21 млн. руб. в 2006 г. Напомним, что чистая прибыль Комбината в 2005 г. составляла лишь 73 тыс. руб.
- Фокусирование основной деятельности МКХ исключительно на производстве хлебобулочных изделий не ухудшило положение Комбината после реорганизации, напротив повысив его операционные показатели и рентабельность.
- Производимый монтаж нового современного оборудования позволит МКХ и в дальнейшем значительно увеличивать продажи.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ ПРОГНОЗЫ

- К 2010 году Зерновой Холдинг планирует увеличить долю высокомаржинальных сортов хлеба в общем объеме продаж до 50%. Исходя из этого, текущая маркетинговая стратегия дивизиона «Мука» уже основывается на продвижении 2 марок муки «Настюша» и «Сокольническая», а также на производстве ряда новых сортов хлеба и муки.
- В рамках 3-х летней стратегии Холдинга по увеличению количества хлебозаводов в собственности планируется приобрести несколько заводов в Московской области, около 5 - в Москве, не исключается возможность приобретений в Северо-Западном регионе и Черноземье, а также элеваторов в ряде регионов России.
- Совокупный объем вложений в модернизацию и увеличение производственных мощностей, а также приобретение дополнительных производств до 2010 года составит \$600 млн.
- К 2011 году Зерновой Холдинг «Настюша» будет иметь возможность реализовывать около 2,5 млн. т. зерна, 1 млн. т. из которых — внутри страны и 1,5 млн. т. — за рубеж.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1.

**Консолидированный управленческий баланс
Зернового Холдинга «НАСТЮША» на 01.01.2007 г.**

USD
Свод по
доходам/расходам

Показатели	
АКТИВЫ	
Долгосрочные Активы	1 265 053 722
Нематериальные активы	435 657
Основные средства	1 256 944 091
Незавершенное строительство	6 948 285
Отложенные налоговые активы	725 689
Текущие активы	333 531 479
Материалы	55 215 421
Товары	145 112 985
Незавершенное производство	1 771 327
Расходы будущих периодов	7 303 302
НДС по приобретенным ценностям	12 753 267
Дебиторская задолженность	99 354 267
Денежные средства	12 020 910
БАЛАНС	1 598 585 201
ПАССИВЫ	
Собственный Капитал	978 173 168
Уставный фонд	16 730 000
Резервный капитал	248 406
Прибыль прошлых периодов	117 119 671
Прибыль отчетного периода	11 449 379
Дополнительный неоплаченный капитал	832 625 713
Долгосрочные Обязательства	466 268 996
Банковские кредиты	352 080 655
Займы	113 933 713
Отсроченные налоги	254 628
Краткосрочные Обязательства	154 143 036
Кредиты банков	64 033 772
Займы	29 769 641
Кредиторская задолженность	60 339 623
БАЛАНС	1 598 585 201

**Консолидированный управленческий отчет о прибылях и убытках
Зернового Холдинга «НАСТЮША» на 01.01.2007 г.**

USD
Свод по
активам/пассивам

Показатели	
Доходы по обычным видам деятельности	
Выручка	379 005 000
Себестоимость	(278 141 524)
Валовый доход	100 863 476
Расходы периода:	(85 798 504)
административные расходы	(18 173 827)
расходы по реализации	(18 056 377)
расходы по процентам	(49 568 300)
Доход от основной деятельности	15 064 972
Доходы (расходы) от неосновной деятельности	
Доход до налогообложения	15 064 972
Подходный налог	(3 615 593)
Чистый доход	11 449 379

ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва,
ул. Смирновская, 10, стр. 22

**Круглосуточная
информационно-справочная служба банка:**

8 800 555-20-20 (звонок из регионов РФ бесплатный)
+7 (495) 787-33-34

Инвестиционный департамент

т.: +7 (495) 705-90-97
т.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00
ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37
E-mail: ib@psbank.ru

**Руководство****Зибарев Денис Александрович**

Zibarev@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-77

Тулинов Денис Валентинович

Tulinov@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-38

Субботина Мария Александровна

Subbotina@psbank.ru

Заместитель руководителя департамента

70-47-33

Аналитическое управление**Бобовников Андрей Игоревич**

Bobovnikov@psbank.ru

Начальник отдела

70-47-31

Монастыршин Дмитрий Владимирович

Monastyrshin@psbank.ru

Заместитель начальника отдела

70-20-10

Шагов Олег Борисович

Shagov@psbank.ru

Главный специалист

70-47-34

Крусткалн Ян Эдуардович

Krustkaln@psbank.ru

Главный специалист

70-47-32

Жариков Евгений Юрьевич

Zharikov@psbank.ru

Ведущий специалист

70-47-35

Захаров Антон Александрович

Zakharov@psbank.ru

Специалист

70-47-75

Управление торговли и продаж**Павленко Анатолий Юрьевич**

APavlenko@psbank.ru

Треjder

Прямой: +7(495)705-90-69

+7(495)777-10-20 доб. 70-47-23

Рыбакова Юлия Викторовна

Rybakova@psbank.ru

Треjder

Прямой: +7(495)705-90-68

+7(495)777-10-20 доб. 70-47-41

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой

право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: www.psbank.ru

Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20(доб. 704733), e-mail: ib@psbank.ru