



Обзор эмитентов облигаций мясоперерабатывающей отрасли

“Не хлебом единым...”

Декабрь 2008 года



Промсвязьбанк



4 0 4 4 4 1 3 1 3 0 4 8 3 0

Содержание

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ	3
Эмитенты облигаций сектора мясопереработки	3
Основные тенденции развития отрасли	3
ОБЗОР РЫНКА МЯСА И МЯСОПРОДУКТОВ	4
Мировой рынок мяса и мясопродуктов	4
Российский рынок мяса и мясопродуктов	7
Производство мяса и мясопродуктов	8
Импорт мяса	10
Потребление мяса и мясопродуктов	12
Динамика цен на мясо и мясопродукты	14
Инфраструктура	16
АНАЛИЗ КОНКУРЕНТНОЙ СРЕДЫ МЯСОПЕРЕРАБАТЫВАЮЩЕЙ ОТРАСЛИ	18
АНАЛИЗ ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ СЕКТОРА МЯСОПЕРЕРАБОТКИ	20
Мясоперерабатывающие холдинги	22
Группа Черкизово	22
Микояновский мясокомбинат	25
Дымовское колбасное производство	28
Парнас-М	31
Импортёры	33
Группа Рубеж	33
Мираторг	36
Митлэнд Фуд Групп	39
Диверсифицированные холдинги	42
Группа Агрика	42
Группа АГРОКОМ	44



ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Эмитенты облигаций сектора мясопереработки

Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Объем в рынке, млн. руб.	Дата погашения/оферты	Доходность, %	Чистый долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА/%	Уровень кредитного риска
Черкизово	2 000	2 000	05.06.2009	26.26%	4.48	4.65	умеренный
ММК	2 000	2 000	27.08.2009	49.75%	6.11	2.00	выше среднего
Дымов	800	0	30.10.2009	-	7.15	1.21	-
Парнас-М	1 000	1 000	19.11.2009	228.03%	44.26	0.23	дефолт
Рубеж	1 000	1 000	04.12.2008	-	4.34	1.96	-
Мираторг	2 500	1 497	07.08.2009	14.93%	4.55	3.16	умеренный
Митлэнд	1 000	694	20.02.2009	211.48%	4.16	2.44	выше среднего
Агрика	1 000	1 000	29.09.2009	221.25%	1.24	5.78	высокий
Агроком	1 500	573	26.12.2008	25.35%	-	-	выше среднего

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Основные тенденции развития отрасли

- Сектор мясопереработки характеризуется высокой конкуренцией и низкой консолидацией отрасли. В связи с кризисом мы ожидаем всплеск банкротств мясокомбинатов, ранее работающих на пределе рентабельности. Однако, лидеры отрасли, которые могли бы стать центрами консолидации, имеют достаточно высокую долговую нагрузку и не в состоянии в условиях кризиса приобретать предприятия, находящиеся в тяжелом финансовом положении.
- Наиболее сильные позиции имеют компании с высокой вертикальной интеграцией, производящие продукцию «от поля до прилавка», имеющие квоты на импорт мяса. При этом независимые мясокомбинаты, не обремененные высокой долговой нагрузкой и имеющие собственные животноводческие хозяйства, будут усиливать свои позиции на региональных рынках.
- Рост платежеспособного спроса населения в последние годы способствовал росту потребления мясной продукции в стране. При этом Россия все еще значительно отстает от развитых стран по потреблению мяса на душу населения. В условиях кризиса мы не ожидаем значительного падения спроса на мясную продукцию, однако спрос может сместиться в сторону более дешевого мяса птицы и мясопродуктов среднего и эконом класса. Другой тенденцией сектора является наращивание производства брендированных мясных полуфабрикатов, спрос на которые не должен упасть в связи с кризисом.
- Производство российского мясосырья значительно отстает от спроса. При этом при поддержке государства значительные инвестиции идут в отечественное птицеводство и свиноводство; производство мяса крупного рогатого скота (КРС) продолжает стагнировать из-за значительного срока окупаемости инвестиций.
- Доля импорта мяса в потреблении в течение последних 4 лет не снижалась ниже 35%. Для защиты российских производителей с 2003 г. действуют квоты на импорт мяса, что позволяет ограниченному числу компаний (держателей квот) ввозить мясо в страну.
- В 2008 г. наблюдался значительный рост цен на мясо и мясопродукты, что соответствовало общемировой тенденции. Также нестабильная ценовая ситуация складывалась из-за запрета импорта из ряда стран – традиционных экспортеров мяса.

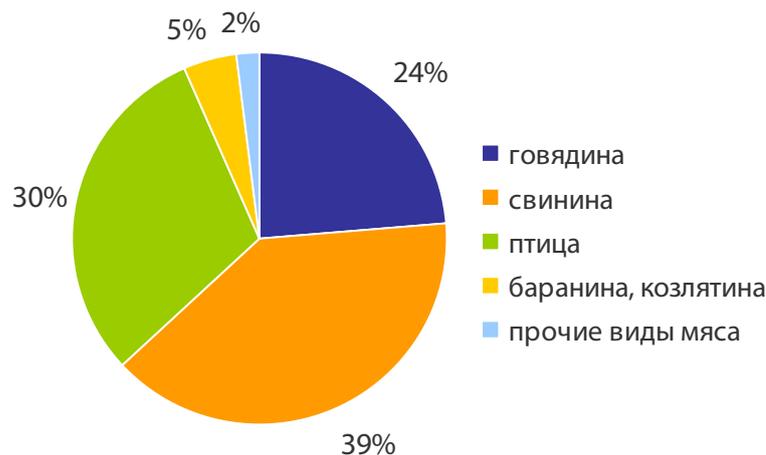
ОБЗОР РЫНКА МЯСА И МЯСОПРОДУКТОВ

Мясо - основной источник полноценных пищевых белков, которые содержат все незаменимые аминокислоты, сбалансированные в наиболее благоприятных соотношениях. Однако, в отличие от растительной пищи, мясо - более дорогой продукт и его потребление напрямую зависит от доходов населения. В свою очередь, рынок мяса подвержен колебаниям, связанным с различными эпидемиями (птичий грипп, ящур), изменениями цен на зерновые и комбикорма, а также государственным регулированием отрасли рядом стран. Таким образом, на всю отечественную мясоперерабатывающую отрасль, а также на операционную и финансовую деятельность компаний отрасли влияют сразу три фактора:

- конъюнктура рынка мяса и мясопродуктов в мире, в т.ч. в странах-экспортерах;
- конъюнктура рынка мяса и мясопродуктов в России;
- государственное регулирование импорта мяса и мясопродуктов.

Мировой рынок мяса и мясопродуктов

Структура потребления мяса на мировом рынке достаточно стабильна, даже несмотря на периодически возникающие эпидемии скота и птицы, лишь кратковременно и незначительно меняющих структуру потребления мясопродуктов.



Структура потребления мяса в мире, 2007 г.
Источник: ФАО

93% потребления мяса приходится на говядину, свинину и мясо птицы. В 2004-2005 гг. из-за эпидемий птичьего гриппа птицеводство понесло значительные потери – доля сектора снизилась до 24%. В 2006 г. эпидемия ящура отразилась на производителях говядины – потребление говядины в мире снизилось в пользу мяса птицы. В целом, благодаря принятым экстренным мерам по предотвращению эпидемий, доверие потребителей к мясу птицы и говядине практически восстановлено.

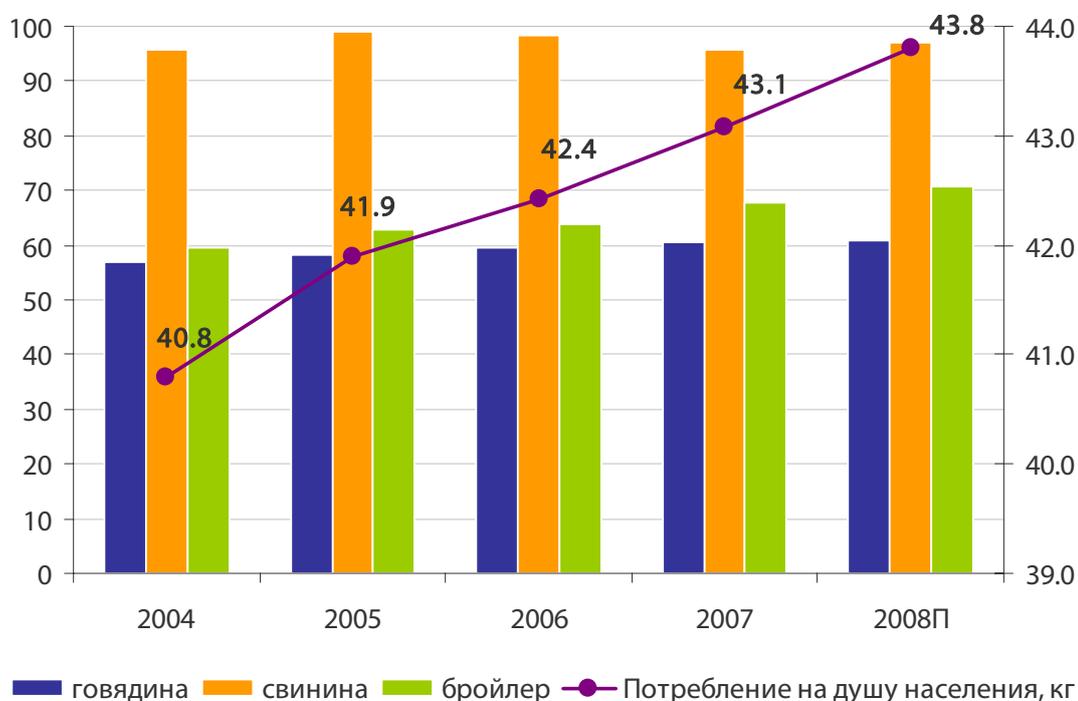
По оценкам экспертов ФАО (Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций), мировое производство мяса в 2007 г. возросло на 8 млн. т до 285 млн. т. Мировое производство и потребление мяса растет примерно на 1% - 3% ежегодно, что связано с повышением уровня жизни населения в развивающихся странах. Так, почти 70% роста в 2007 г. приходится на страны Южной Америки и Азии. В Азии рост в мясной отрасли будет сопровождаться общим подъемом экономики, а в Южной Америке многое объясняется новыми перспективами роста экспорта.



По данным Министерства сельского хозяйства США (МСХ США) объемы производства говядины на мировом рынке в 2007 г. увеличились на 1,7% и составили 60,4 млн. т. Потребление говядины в рассматриваемом периоде выросло на 2,2% или на 1,3 млн. т. В 2008 г. ожидается увеличение производства и потребления мяса говядины на мировом рынке по сравнению с 2007 г. – 0,8% и 0,9% соответственно или на 483 тыс. т. и 554 тыс. т. соответственно.

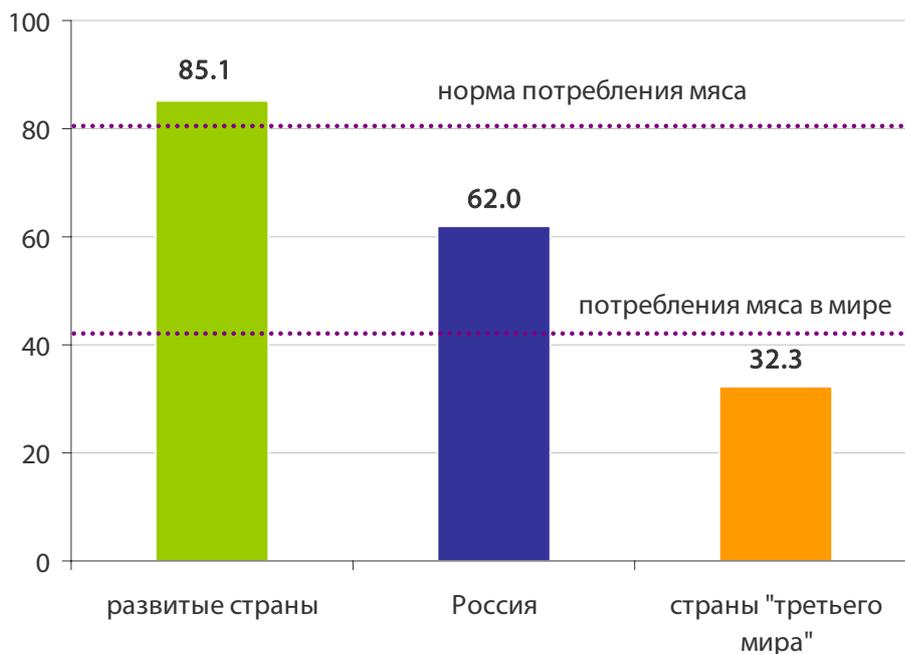
В свою очередь, объемы производства свинины в 2007 г. снизились по сравнению с 2006 годом на 2,8% и составили 95,7 млн. т. Наблюдается снижение потребление свинины на 2,7% или на 2,6 млн. т. Однако в 2008 г. ожидается увеличение производства и потребления свинины на мировом рынке по сравнению с 2007 г. на 1,5% или на 1,47 млн. т. и 1,41 млн. т. соответственно.

Тенденция роста производства и потребления птицы, отмеченная на мировом рынке продолжается с 2001 г. В 2007 г. мировое производство и потребление мяса бройлеров увеличилось по сравнению с 2006 г. – 6,2%. В 2008 г. ожидается увеличение этих показателей на 4,4% и 4,1% соответственно.



Производство/потребление мяса в мире, млн. тонн
Источник: FAO, МСХ США, ИАМ

Постепенно растет и потребление мяса в мире на душу населения - по оценкам FAO в 2007 г. на жителя Земли пришлось 43,1 кг мяса при научно обоснованной норме потребления более 80 кг мяса в год на человека. При росте мировой экономики потребление мяса будет увеличиваться. При этом, постепенно происходит некоторое выравнивание душевого потребления между бедными и богатыми странами. Уже сейчас население бедных стран потребляет 60% всего мирового производства мяса. Прирост показателя в 2007 г. на 80% обеспечен за счет развивающихся стран. Однако до развитых стран им еще далеко: в 2007 г. душевое потребление мяса в странах «третьего мира» составило 32,3 кг на человека, при потреблении в странах Запада - 85,1 кг. Так, например, в Китае потребление говядины на душу населения выросло с 2 кг в 1985 г. только до 5,7 кг в 2006 г. В Индии потребление также растет, но более медленно – в 2006 г. потребление мяса составило всего 1,5 кг на душу населения.



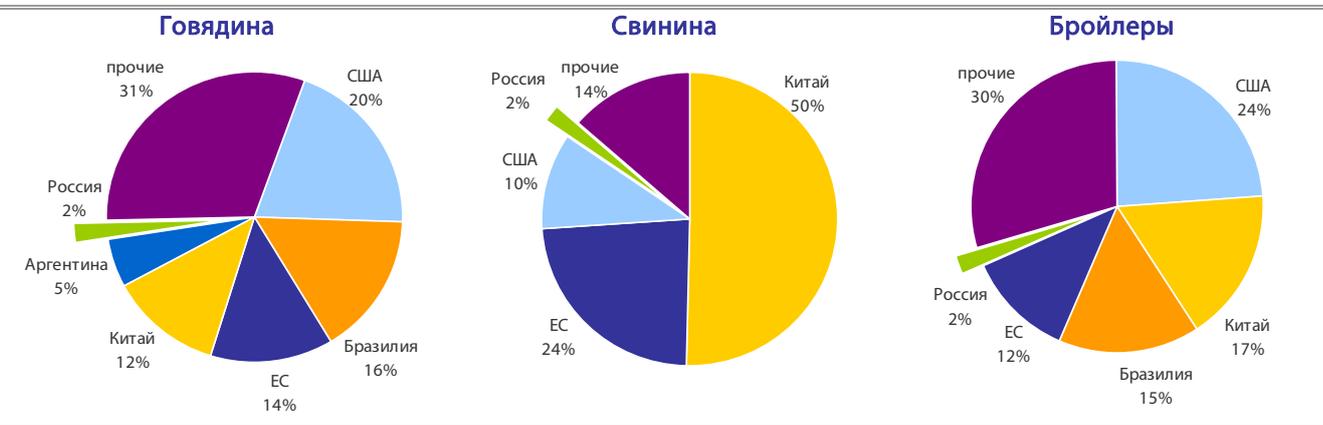
Потребление мяса на душу населения в 2007 г., млн. тонн

Источник: ФАО

По данным Минсельхоза США, в пятёрку лидеров по производству говядины в 2007 г. вошли США, ЕС, Бразилия, Китай и Аргентина, с объемами производства 12,1 млн. т., 8,18 млн. т., 9,47 млн. т., 7,48 млн. т. и 3,2 млн. т. соответственно. В рейтинге производства говядины Россия занимает 9 место, доля которой в мировом масштабе составляет 2,3%. Лидерами по экспорту говядины являются Бразилия и Австралия с результатами 2,2 млн. т. (28,8%) и 1,4 млн. т. (18,4%) соответственно.

Лидирующие позиции в мировом рейтинге производства свинины занимают Китай, ЕС и США, с объемами производства 48,2 млн. т., 22,6 млн. т. и 9,96 млн. т. соответственно. Россия занимает 5 место, с долей рынка 2%. Крупнейшими экспортерами продукции из свинины на мировом рынке являются США, ЕС и Канада (1,42 млн. т., 1,28 млн. т. и 1 млн. т. соответственно).

Крупнейшие производители мяса бройлера - США, Китай Бразилия и ЕС - произвели 16,2 млн. т., 11,5 млн. т., 10,5 млн. т. и 8,1 млн. т. мяса соответственно. Россия занимает только 7 место. Лидерами по экспорту являются Бразилия и США с результатами 2,92 млн. т. и 2,62 млн. т. соответственно. Доли экспорта этих стран в общем объеме составляет 40% и 36% соответственно.



Основные страны-производители мяса, 2007 г.

Источник: МСХ США, ИАМ



Во второй половине 2007 г. – начале 2008 г. мировой рынок мяса оказался под воздействием возросшей продуктовой инфляции - рост цен из сырьевых секторов перекинулся в сельскохозяйственный сектор. Резко возросшие в цене корма из-за сокращения мировых запасов пшеницы и значительный спрос со стороны крупных азиатских государств повлекли за собой рост цен на мясо и мясопродукты.

Так, летом 2007 г. был зафиксирован резкий рост цен на пшеницу – на Чикагской товарной бирже за месяц цена подскочила на 80%. Такой скачок обусловлен многими факторами, в т.ч. сокращением мировых запасов пшеницы до 30-летнего минимума, рост спроса на биотопливо, засухой и нехваткой воды в одних регионах и холодной погодой – в других. Подорожание кормов резко снизило рентабельность производителей мяса, что в свою очередь, отразилось на цене их продукции. На фоне стремительного удорожания всех сельскохозяйственных культур, фермеры начали сокращать поголовье скота, содержание которого стало обходиться очень дорого, что могло привести к дефициту говядины.

Однако глобальная коррекция мировых бирж во второй половине 2008 г. вследствие острой фазы мирового финансового кризиса может кардинально изменить ситуацию на рынке мяса. Замедление мировой экономики, ожидаемое в 2008 -2009 гг., скажется на росте доходов населения, а значит и на объемах потребления мяса и мясопродуктов. При этом, если потребление мяса в абсолютном выражении сильно не снизится, можно ожидать смещение спроса в сторону куриного мяса, как более дешевого. Также, благодаря хорошему урожаю, цены на пшеницу (LSE) с начала года упали в 2 раза – до 89 фунтов за тонну, что скажется на снижении цен на мясо и поддержит спрос на мясную продукцию. По сообщениям Международного совета по зерну (International Grain Council, IGC) производство пшеницы в мире в сезоне 2008-2009 гг. впервые за 4 года превысит спрос, а ее переходящие мировые складские запасы впервые за 4 года увеличатся.

В целом же дальнейшие тенденции на рынке мяса будут напрямую зависеть от глубины мирового финансового кризиса, его влияния на реальные сектора экономики и рост доходов населения. Особенно резко потребление мяса может сократиться в развивающихся странах, которые в последние годы выступали драйвером роста мирового рынка мяса.

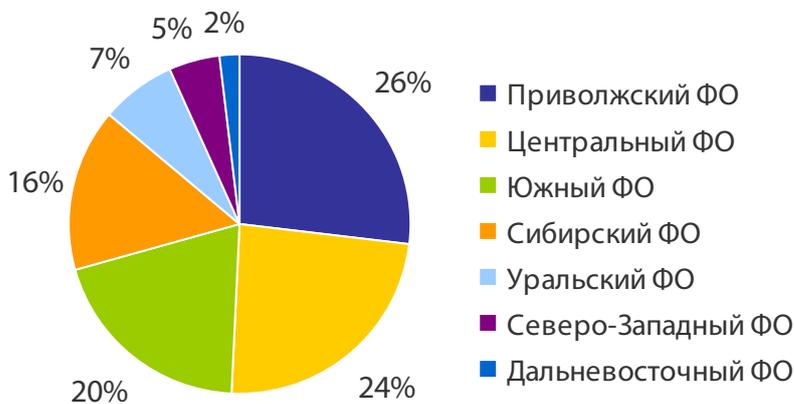
Российский рынок мяса и мясопродуктов

Россия - достаточно холодная страна, поэтому мясо и мясная продукция, как источник белка, занимает особое место в потребительской корзине россиян. Благодаря стремительному экономическому росту в стране потребление мяса стабильно растет. При этом государство предпринимает активные меры для стимулирования отечественных производителей, реализуя Программу развития сельского хозяйства, а также регулируя импорт мяса при помощи квот. Несмотря на эти меры, производство отечественного мяса и мясных продуктов все еще значительно отстает от спроса – доля импорта мяса в потреблении в 2007 г. составила 36% против 34% в 2003 г., когда была введена квота на ввоз мяса в Россию. Из-за значительных ценовых колебаний на мясосырье, а также зачастую несвоевременного регулирования импорта, предприятия отрасли стремятся создать полный цикл производства мясной продукции с налаженными каналами импорта и собственными животноводческими подразделениями.

Мировой финансовый кризис из-за общего замедления экономики России негативно скажется и на мясной отрасли – в соответствии с консенсус-прогнозом аналитиков, рост ВВП в 2009 г. может составить всего 5%, а рост реальных доходов населения – 6%. По данным Росстата в октябре темпы роста производства мяса в России замедлились до 9,2%, полуфабрикатов – до 9,0%, производство колбасных изделий снизилось на 1,8%.

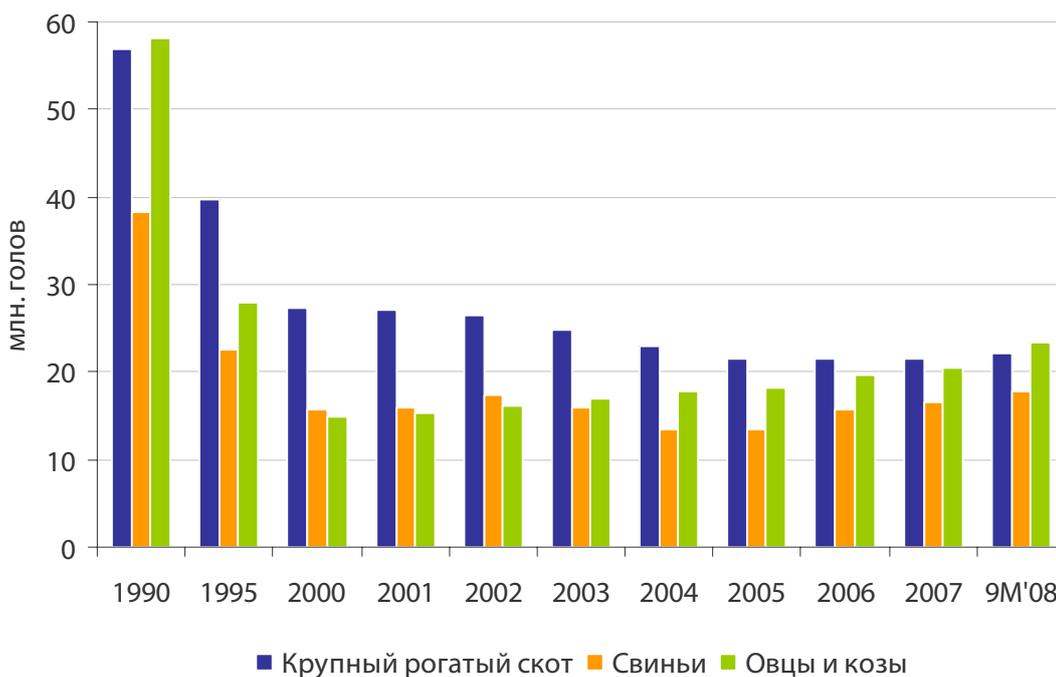
Производство мяса и мясопродуктов

За 2007 г. всеми категориями хозяйств произведено скота и птицы на убой 8619,4 тыс. т (в живом весе), что на 8,6 % больше, чем в 2006 г. Рост производства скота и птицы на убой отмечался во всех федеральных округах, кроме Северо-Западного. Наиболее существенный прирост производства обеспечил ЦФО, занимающий второе место по объемам производства мяса, Южный ФО, а также Приволжский ФО, который является лидером по производству (26% общероссийского производства скота и птицы).



Структура производства скота и птицы на убой в 2007 г.
Источник: Росстат

Значительный рост производства был показан в секторах мяса свиней и птицы, объемы производства которого по сравнению с 2006 г. выросли на 10% и 16,5% соответственно. Мяса крупного рогатого скота (КРС) получено на 3% больше, овец и коз – на 1,7%. По оценке Министерства сельского хозяйства (МСХ) России, в январе-октябре т.г. производство скота и птицы на убой в живом весе составило 6,8 млн. т, (+8% к соответствующему периоду 2007 г.), в том числе производство крупного рогатого скота на убой увеличилось на 0,4%, свиней - на 7,2%, овец и коз - на 3,5%, птицы - на 16%.



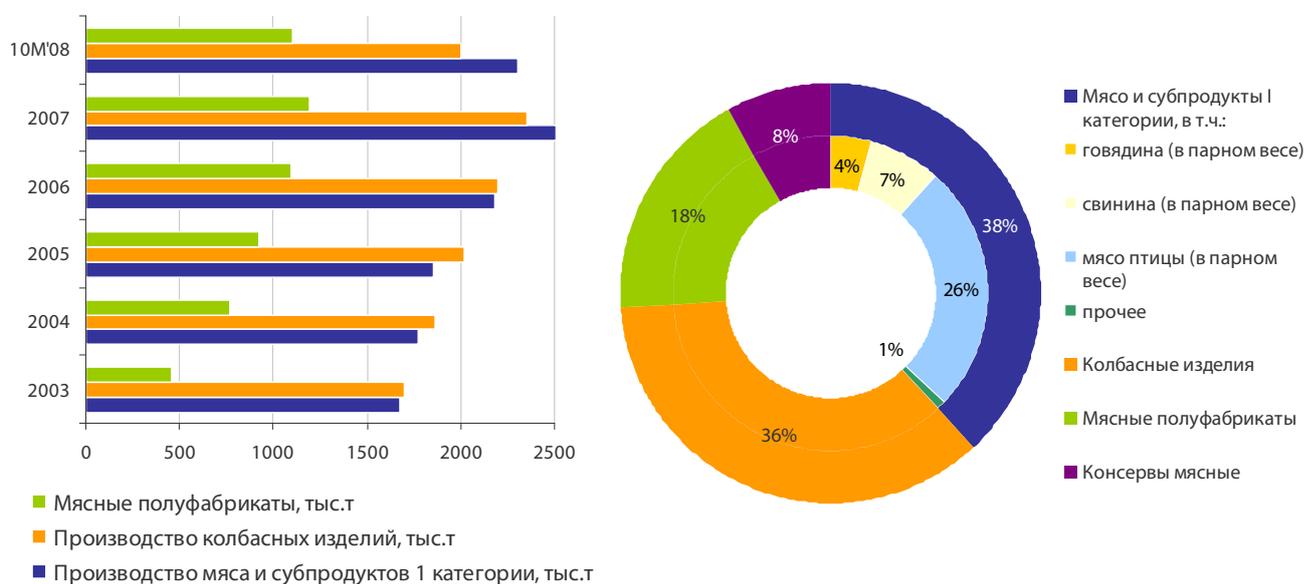
Поголовье скота в хозяйствах всех категорий, млн. голов
Источник: Росстат, МСХ



На конец сентября 2008 г. поголовье крупного рогатого скота в хозяйствах всех сельхозпроизводителей, по расчетам Росстата, составляло 22,2 млн. голов (-1,1% по сравнению с аналогичной датой предыдущего года), в т.ч. коров - 9,4 млн. (-0,9%). Поголовье свиней составило 17,7 млн. (-0,5%), овец и коз - 23,3 млн. голов (+4,8%).

Текущее поголовье скота примерно в 2 раза ниже уровня 1990 г. Наибольшими темпами восстанавливается поголовье птицы, овец и коз. Поголовье КРС стабилизировалось на минимальном уровне за последнее 100 лет. В основном поголовье КРС составляют дойные коровы. При этом количество мясных коров имеет тенденцию к сокращению в связи с отсутствием инвестиций – производственный цикл в данном секторе составляет до 7 лет и инвесторы не решаются братья за столь долгосрочные проекты.

Отечественное птицеводство и свиноводство сегодня развиваются быстрыми темпами: за 2006–2007 гг. в развитие производственной базы агропредприятий было инвестировано почти 200 млрд. руб., в отрасль привлекаются лучшие специалисты, закупается новейшее оборудование и технологии. На государственном уровне оказывается поддержка в рамках национального проекта «Развитие АПК» в виде субсидирования процентной ставки (2/3 ставки рефинансирования Банка России по кредитам на срок до 8 лет на строительство и модернизацию животноводческих комплексов). Также развитие отечественного АПК с 2003 г. стимулируется путем применения жестких мер таможенного регулирования импорта. Однако на текущий момент российские животноводческие хозяйства не в состоянии полностью обеспечить внутренний спрос и не всегда могут конкурировать по цене с импортным мясом. Хотя развитие российского АПК имеет тенденцию к наращиванию объемов производства свинины, мяса птицы и мясopодуkтов, производство отечественной говядины стабильно падает из-за отсутствия «длинных» денег у инвесторов. По мнению экспертов, значительная доля отечественной говядины – это коровы, переставшие давать молоко, и направленные на убой.



Производство основных видов мясной продукции
Источник: Росстат

Структура производства мясной продукции, 2007 г.
Источник: Росстат

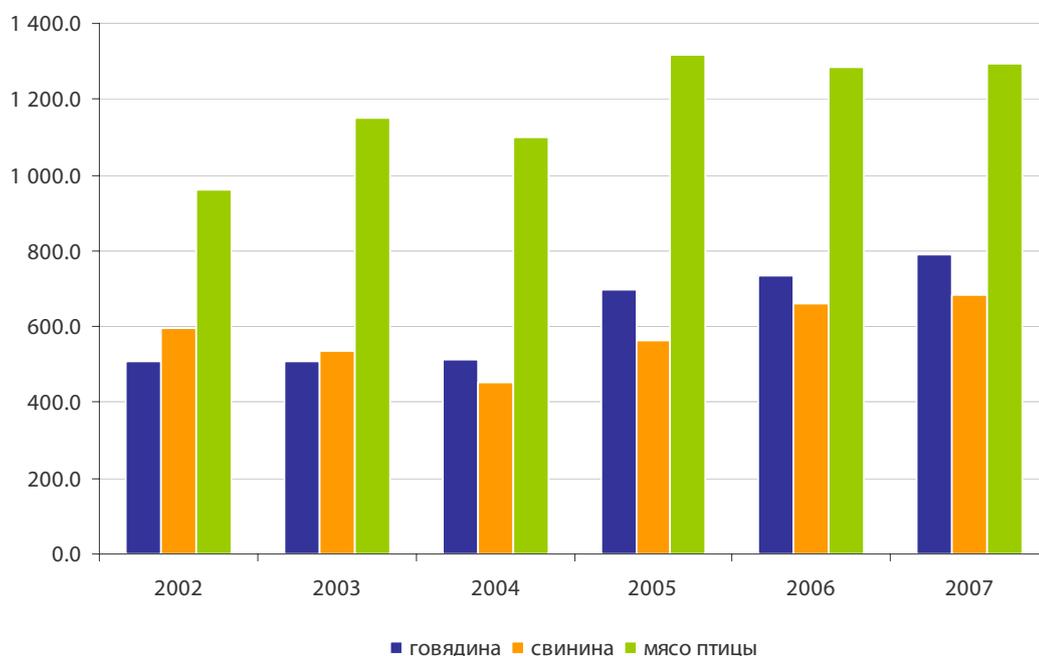
В результате увеличения производства мяса в сельхозорганизациях, являющихся основными поставщиками сырья для перерабатывающей промышленности, в 2007 г. выработка мясоперерабатывающими предприятиями основных видов мясной продукции превысила соответствующий уровень 2006 г. Произведено на 14,6% больше мяса и

субпродуктов I категории за счет продолжающегося роста производства мяса птицы и свинины. Объемы производства колбасных изделий и мясных полуфабрикатов продолжали стабильно расти (+9% и +7% к уровню 2006 г.). По мнению экспертов, в среднесрочной перспективе именно сектор производства полуфабрикатов будет расти опережающими темпами при замедлении роста производства колбасных изделий. Так, за 10 мес. 2008 г. произведено 2,3 млн. т мяса и субпродуктов I категории, что на 12,3% больше 10 мес. 2007 г., мясных полуфабрикатов произведено на 11,7% больше – 1,1 млн. т, колбасных изделий – 2,0 млн. т, что только на 2,8% больше аналогичного периода предыдущего года. Однако финансовый кризис сказался на замедлении темпов производства мясной продукции в октябре – рост производства мяса и субпродуктов I категории к октябрю 2007 г. составил 9,2%, полуфабрикатов – 9,0%, производство колбасных изделий снизилось на 1,8%.

Импорт мяса

Россия сегодня, несмотря на введение с 2003 г. квот для защиты отечественных производителей, по-прежнему остается одним из крупнейших импортеров мяса: по ввозу говядины Россия занимает первое место в мире, по ввозу свинины — второе (уступая Японии). И хотя доля импорта в потреблении мяса с 2000 г. стабилизировалась на уровне 35%, в 1990 г. импорт составлял менее 15%.

В соответствии с данными ФТС России и Росстата, в 2007 г. в Россию было поставлено 1 489,4 тыс. т. свежего и мороженого мяса (без учета мяса птицы), что на 5,5% больше, чем в 2006 г. (поставки говядины увеличились на 7,7%, свинины - на 3,7%). За 9 мес. 2008 г. рост импорта свинины и говядины продолжился – было ввезено 1185,5 тыс. т. свежего и мороженого мяса, что на 23,7% больше аналогичного периода предыдущего года. Благодаря росту внутреннего производства импорт мяса птицы с января по сентябрь 2008 г. составил 890,7 тыс. т., что на 2,5% меньше.



Импорт мяса (свежее и мороженое), тыс. тонн
Источник: ФТС, МСХ

Рост объемов импорта говядины и свинины за 2007 г. вызван, в основном, увеличением поставок из стран дальнего зарубежья, которые, как и в 2006 г., доминировали в российском импорте мяса. Импорт мяса из стран СНГ также увеличился, однако он составил только 7% от общего объема.



Основным поставщиком «красного мяса» на российский рынок была Бразилия. В 2007 г. из этой страны импортировано в 1,7 раза больше говядины и на 18% больше свинины (в основном за счет внеквотных поставок). В результате доля Бразилии в общих объемах импорта говядины увеличилась с 35% в 2006 г. до 57% в 2007 г., а свинины, соответственно с 35% до 41%. Импорт говядины из Аргентины, напротив, сократился, составив только 14% от общего объема против 20,6% в аналогичном периоде 2006 г. В странах ЕС, имеющих самую большую тарифную квоту на ввоз свежей и мороженой говядины, закуплено всего 5% от общего объема её импорта. Удельный вес поставок свинины из Евросоюза был значительно выше, чем говядины и составил 35%.



Основные страны-экспортеры мяса в Россию, 2007 г.
Источник: ФТС, МСХ

Импорт мяса птицы в 2007 г. составил 1 294,8 тыс. т, что на 1% больше, чем в 2006 г. Использование установленной постановлением Правительства Российской Федерации от 05.12.2005 г. № 732 квоты на ввоз мяса птицы в размере 1 171,2 тыс. т составило 92%. Практически все объемы импорта мяса птицы приходились на страны дальнего зарубежья, в основном на США (66,2%), а также ЕС (13,8%) и Бразилию (14%).

В соответствии с указанным Постановлением Правительства РФ в 2007 г. квота на ввоз свежей и мороженой говядины в Российскую Федерацию составила 468,3 тыс. т, свинины – 484,8 тыс. т. По сравнению с 2006 г. размер квоты на говядину увеличен на 1,2%, свинину – на 1,8%. По данным ФТС России, квота на ввоз говядины 2007 г. была использована на 71%, а свинины – на 97%. При этом квоты привязаны к конкретным странам-поставщикам. Самые большие по объему квоты у США, которая составляет 74% от всех квот на импорт птицы. Вторая по объему квота у стран ЕС. Квоты на страны устанавливались по историческому принципу – по объемам поставок за 1999-2003 гг. Однако на текущий момент география поставок изменилась - США и ЕС регулярно не выбирают объемы своих квот, а из Бразилии, наоборот, ввозят мясо сверх квот.

Введение квот в 2003 г. предполагало их постепенное увеличение, однако в рамках антикризисных мер по поддержке отечественных производителей Правительства РФ с 2009 г. сокращает размер квоты на ввоз мяса птицы в РФ на 300 тыс. т - до 952 тыс. т, импорт свинины (вне квоты) - на 200 тыс. т. По словам главы Минсельхоза России Алексея Гордеева, в 2008 г. рост производства мяса птицы в РФ ожидается на уровне 16%, поэтому сокращение квот выглядит уместным.

Также в 2009 г. будет сохранен исторический принцип распределения квот, дополнительный объем предполагается распределять между новыми импортерами мяса. Ранее против исторического принципа выступала ФАС, предлагая с 2010 г. перейти на распределение квот на торгах или ввести импортные пошлины. Текущие утвержденные квоты действуют до конца 2009 г. Представители Минэкономразвития заявили, что Россия может вступить в ВТО

с 1 января 2010 г. При этом в рамках таможенно-тарифного регулирования квоты на импорт мяса в случае необходимости могут действовать и после 2009 г. в тех параметрах, которые необходимы для России.

Квоты и таможенные ставки на импорт мяса

Год	Говядина			Свинина			Мясо птицы			Всего квота, тыс. т
	Квота, тыс. т	Ставка по квоте	Ставка сверх квоты	Квота, тыс. т	Ставка по квоте	Ставка сверх квоты	Квота, тыс. т	Ставка по квоте	Ставка сверх квоты,	
2007	440	15%	40%	485	15%	50%	1 171	15%	50%	2 097
2008	445	15%	30%	494	15%	60%	1 212	15%	60%	2 151
2009	450	-	-	502	-	-	952	-	-	1 904

Источник: Правительство РФ

Если же в 2010 г. ввозные квоты будут отменены, это еще более подорвет конкурентоспособность отечественных хозяйств, однако позволит покрыть дефицит мяса на рынке более дешевым импортным сырьем. В этой ситуации бизнес российских компаний, выстроенный на импорте мяса, будет подвержен значительным рискам - данный сектор без труда займут крупные иностранные поставщики мяса.

Потребление мяса и мясопродуктов

В соответствии с мировой тенденцией рост потребительского спроса на мясо и мясную продукцию в 2007 г. продолжился, что стимулировало наращивание объемов их производства. По данным Росстата, в январе-декабре 2007 г. индекс физического объема продаж мяса всех видов в розничной торговле составил к соответствующему периоду 2006 г. 113,2%, в том числе мяса птицы – 112,6%, колбасных изделий – 114,2% , мясных консервов – 115,6%.

Структура потребления мяса в России кардинально не отличается от мировой – доля потребления говядины и свинины примерно одинаковы (по 30%), чуть больше потребляют мясо птицы (около 40%). Данная структура потребления связана с ценами на мясную продукцию – мясо птицы более дешевое, а свинина стоит примерно в одной ценовой категории с говядиной.

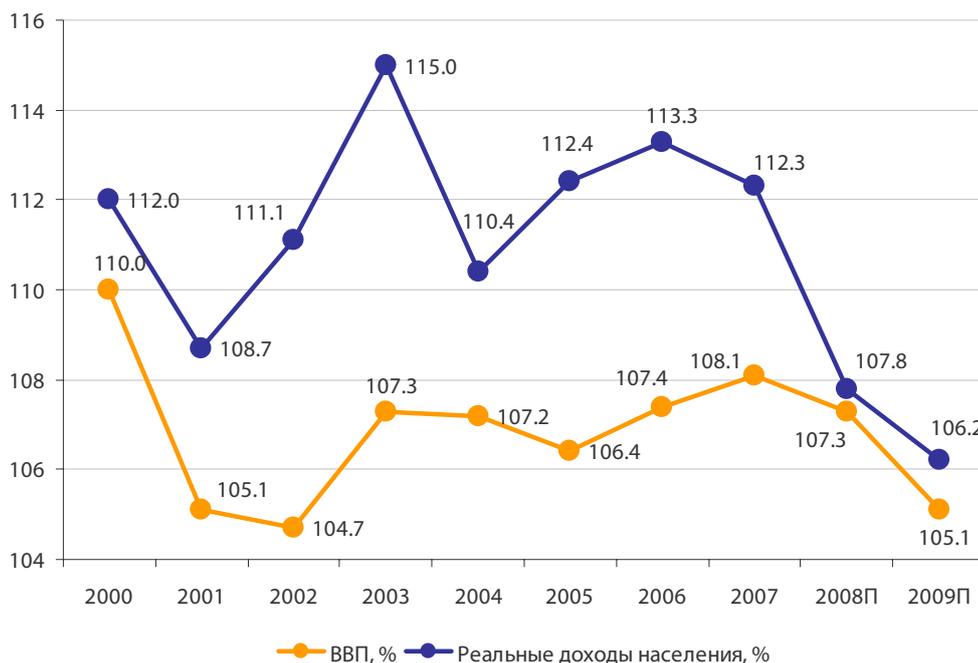
Повышение спроса на мясную продукцию вызвано продолжающимся ростом реальных доходов населения, которые в 2007 г. по сравнению с 2006 г. выросли на 10,4%. Потребление мяса тесно связано с уровнем благосостояния в стране, т.к. мясные продукты традиционно намного дороже продуктов из растительного сырья.

Если еще несколько лет назад среднестатистическое потребление мяса в России составляло, по разным оценкам, 50-52 кг в год, то уже в 2007 г., по мнению экспертов, на каждого россиянина в среднем приходится 60-62 кг. То есть, Россия постепенно приближается к рекомендованной норме потребления – около 80 кг мяса в год, которая наиболее характерна для развитых стран с высокими доходами населения. При этом с ростом уровня жизни населения спрос будет смещаться от более дешевого замороженного мяса в сторону охлажденного.

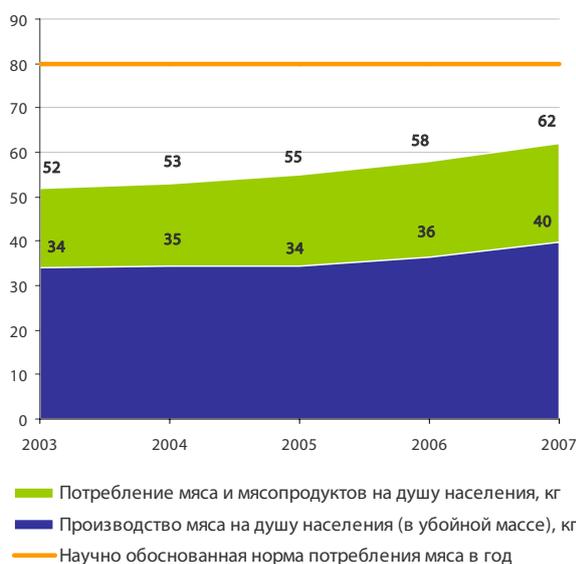
Однако производство мяса в России стабильно отстает от потребления – в 2007 г. было произведено всего 40 кг мясной продукции (в пересчете на мясо) на человека. При этом в последние годы темпы роста производства мяса и его потребления практически совпадали, что не позволяло сократить долю импорта. Бурное развитие отечественного птицеводства и



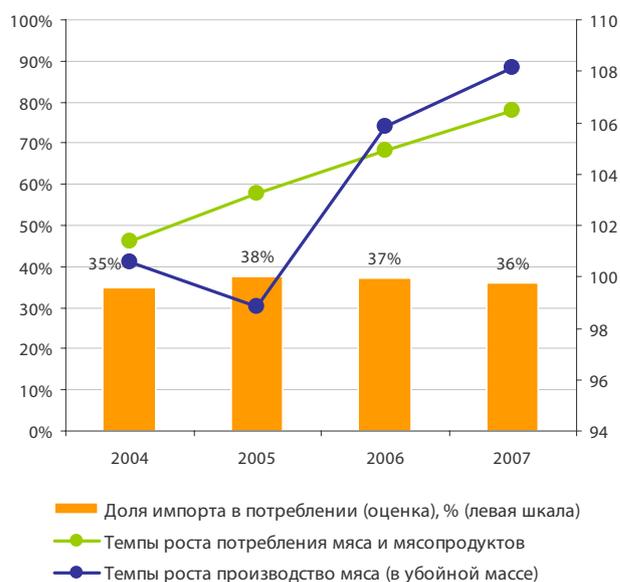
свиноводства несколько снизят зависимость от импорта, хотя, по нашим оценкам, в ближайшие 1 – 2 года доля импорта в потреблении не опустится ниже 30%.



Динамика ВВП и реальных доходов населения
Источник: Росстат, консенсус-прогноз аналитиков



Производство и потребление мяса на душу населения
Источник: Росстат, МСХ



Производство/потребление мяса в России
Источник: Росстат, МСХ

Финансовый кризис также внесет свои коррективы. Во II п/г 2008 г. стало очевидно, что мировой финансовый кризис не обойдет Россию стороной – из-за оттока капитала и кризиса ликвидности можно ожидать замедления темпов роста экономики – по данным консенсус-прогноза аналитиков, опубликованного в Ведомостях, рост ВВП в 2009 г. может составить всего 5%, а рост реальных доходов населения – 6%, что незамедлительно скажется на отечественной мясной отрасли. Мы ожидаем, что заметного снижения спроса на мясную продукцию не последует, однако значительно изменится структура потребления – больше

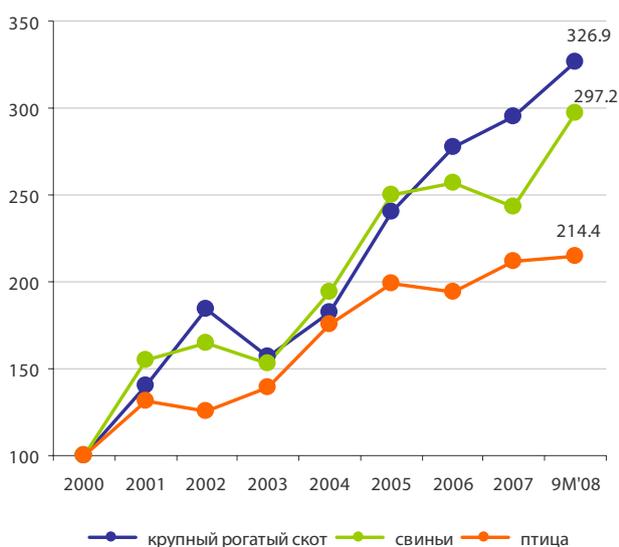
станут потреблять относительно дешевое куриное мясо и мясопродукты «эконом» и «среднего» класса. У производителей могут возникнуть трудности со сбытом колбас и деликатесов «премиум» класса. При возобновлении высоких темпов роста реальных доходов населения драйвером роста могут стать высококачественные полуфабрикаты из охлажденного мяса без ГМО и искусственных добавок.

В ноябре т.г. исследовательская компания «Комкон» провела мониторинг реакции россиян на экономический кризис. В опрос были включены 28 продовольственных и непродовольственных категорий. Две трети респондентов (66%) заявили, что стали экономить хотя бы на одной из них. В частности, 56% опрошенных стали меньше покупать мясных деликатесов, 49% - рыбных деликатесов, 47% - колбасы, 41% - мяса, 39% - сыра, 35% - кондитерских изделий. Комментируя результаты данного опроса, представители компании «Дымов» заявили, что в последнее время происходит сокращение спроса по деликатесной группе мясных продуктов, но по остальной линейке изменений не ощущается.

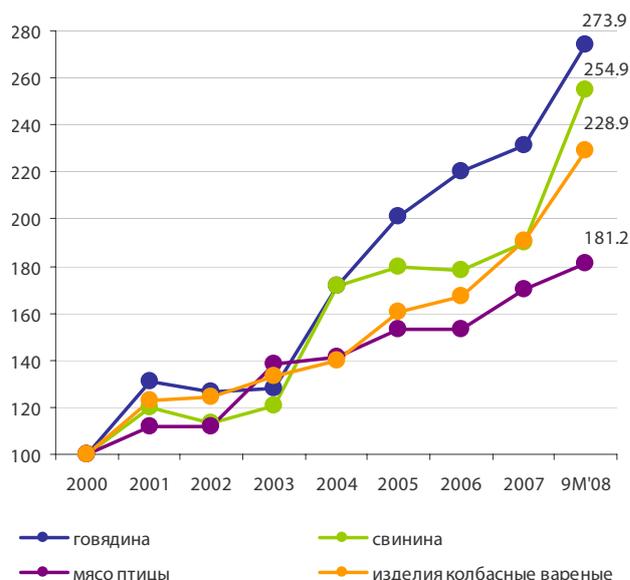
Динамика цен на мясо и мясопродукты

За 9 мес. 2008 г. на фоне общемировой продуктовой инфляции в I п/г 2008 г., а также нарастающей потребительской инфляции в России в последние месяцы в связи с ослаблением курса рубля, цены на мясо и мясопродукты росли ускоренными темпами на всех этапах производства и реализации продукции. Некоторое замедление роста цен наблюдалось только на курятину в связи с растущим предложением на рынке отечественных производителей.

Цены реализации сельхозтоваропроизводителей на КРС за 9 мес. 2008 г. выросли на 10,7% - до 46,2 тыс. руб./т (+6,4% за весь 2007 г.). Снижение цен на свиней в 2007 г. на 5,3% было вызвано значительным увеличением предложения мяса на рынке из-за одновременной реализации большого числа инвестиционных проектов в свиноводческом секторе. Однако уже с августа 2007 г. цены стали расти и за январь – сентябрь рост цен составил рекордные 22,1% - до 59,9 тыс. руб./т, чему способствовал резкий рост цен на комбикорма. Цены реализации на птицу за отчетный период выросли всего 1,3% - до 43,9 тыс. руб./т.



Индексы цен производителей с/х продукции
Источник: Росстат



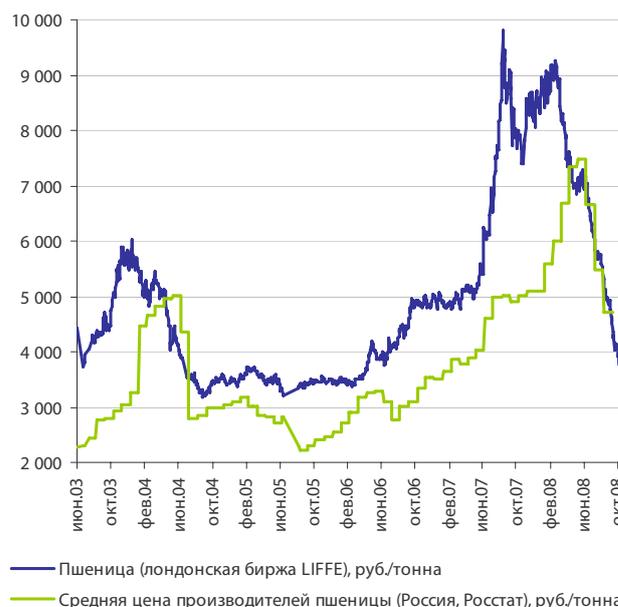
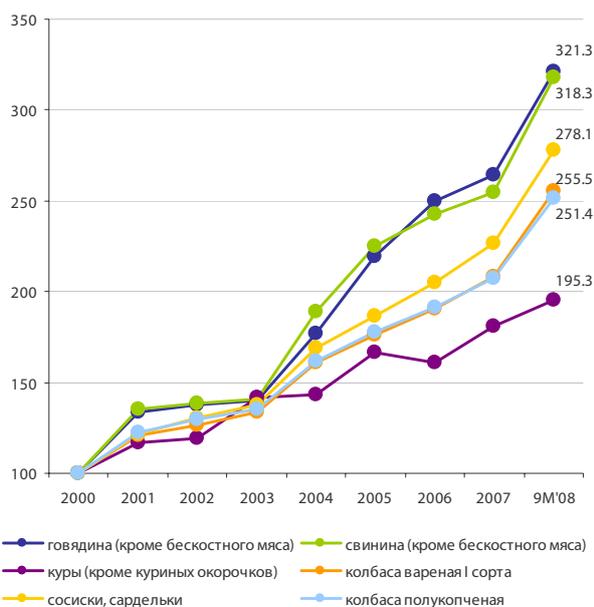
Индексы цен перерабатывающей промышленности с/х продукции
Источник: Росстат



Следует заметить, что цены на комбикорма в декабре 2007 г. были выше относительно декабря предыдущего года на 44,3% вследствие резкого роста цен на пшеницу на ведущих мировых торговых площадках. Удорожание кормов привело, по оценкам экспертов, только за 2007 г. к росту себестоимости производства мяса в России на 50–60%. В то же время отпускные цены товаропроизводителей не получили сопоставимого роста. В этой ситуации производители мяса стремятся снизить зависимость от колебаний цен на комбикорма, обеспечивая себя собственной кормовой базой.

В сентябре 2008 г. в рамках поддержки АПК Правительство утвердило размер субсидий сельскохозяйственным производителям на компенсацию высоких цен на комбикорма, использованных в птицеводстве и свиноводстве, в первой половине 2008 г. Таким образом, сельскохозяйственным предприятиям были предоставлены субсидии в размере 5 и 10 рублей на каждый килограмм живого веса мяса птицы и свинины, произведенных на убой, соответственно. Данные выплаты позволят частично компенсировать убытки животноводческих и птицеводческих хозяйств.

В 2008 г. также росли цены перерабатывающей промышленности с/х продукции и потребительские цены на мясную продукцию – при опережающем росте цен на свинину и говядину, а также продукты мясопереработки, более плавный рост показывали цены на куриное мясо.



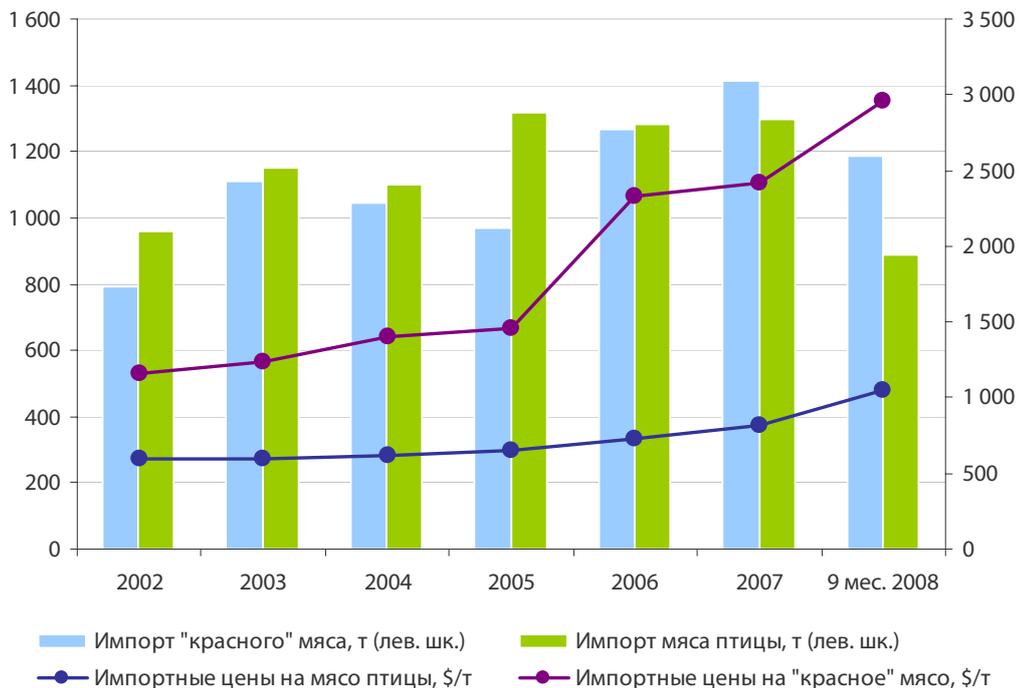
Индексы потребительских цен
Источник: Росстат

Цены на пшеницу, руб./т.
Источник: Росстат, RBC

По данным ФТС России, средняя контрактная цена на говядину в 2007 г. составила 2 393 долл./т, что практически соответствует уровню 2006 г. В то же время цены на свинину выросли на 9%, составив 2 436 долл./т. Мясо птицы закупалось по 814 долл./т или на 12% дороже. Значительный рост цен на мясо КРС и свинину был зафиксирован в 2006 (+60%), что связано с конъюнктурой на мировых товарных рынках сельскохозяйственной продукции. Цены на мясо птицы более стабильны – год к году наблюдался плавный рост на 5% - 12%. За 9 мес. 2008 г. в соответствии с мировыми тенденциями рост цен ускорился - на «красное» мясо рост составил 22,4% (до 2 959 долл./т.), на птицу – 29,2% (до 1 052 долл./т.).

Рост цен на импортное мясосырье был обусловлен как общемировой тенденцией, так и введением Правительством РФ запретов на ввоз мяса из ряда стран - традиционных

экспортеров, таких как Бразилия, Аргентина, Парагвай, Канада, Дания и некоторых других европейских стран. Данные запреты привели к дефициту сырья и скачкообразному росту цен. В ноябре 2008 г. поставки мясной продукции с предприятий Аргентины и Парагвая были разрешены при одновременном запрете ее ввоза мяса с пяти предприятий Австралии.



Импорт мяса (свежее и мороженое)

Источник: Росстат, ФТС

Мировая инфляция (опережающий рост цен на сельскохозяйственные и продовольственные товары) в 2007 - начале 2008 гг. отразилась на опережающем росте цен на мясную продукцию и в России. Однако глобальная коррекция на мировых биржах также должна сказаться на снижении цен в России. Так, цены на пшеницу на Лондонской бирже с пика в сентябре 2007 г. на текущий момент упали в 2,5 раза – до 3,9 тыс. руб./т. По данным Росстата, цены на пшеницу с июля 2008 г., когда они были максимальными, снизились в сентябре на 37% - до 4,7 тыс. руб./т.

Таким образом, учитывая временной лаг, внутренние цены на мясо также должны снизиться к весне-лету 2009 г. Однако в условиях начавшегося экономического кризиса не все так очевидно. С одной стороны, подешевевшее в мире продовольствие снизит импорт инфляции. С другой — прогнозируемое дальнейшее ослабление рубля, приведет к повышению темпов инфляции. Получается, что все будет зависеть от глубины кризиса и его продолжительности. На текущий момент мы больше склоняемся ко второму сценарию, поэтому, скорее всего, рост цен на мясопродукты продолжится. При снижении покупательной способности граждан, это, безусловно, негативная тенденция, которая ведет к снижению объемов производства (замедление производства мясопродуктов в октябре уже стало существенным).

Инфраструктура

В конце 2007 г. компанией BusinessVision было проведено исследование сегмента холодильных складов Москвы. Если учесть бурное развитие торговли, темпы роста площадей складской недвижимости по-прежнему остаются недостаточными: дефицит наблюдается на склады категории А и В, а холодильный сегмент складской недвижимости испытывает еще больший недостаток качественных площадей.



Холодильные и морозильные склады — необходимое звено в цепи поставок значительной части категорий продуктов питания, а также некоторых других товаров. Динамичный спрос на склады-холодильники в Москве и Московской области связан с ростом рынка замороженных и охлажденных продуктов и полуфабрикатов, а также с постепенной реорганизацией региона в основной транспортный узел европейской части РФ.

Основной объем предложения рынка холодильных складов на сегодняшний день формируют: овощехранилища, адаптированные под склады-холодильники; хладокомбинаты, существующие с советских времен; холодильные склады производственных компаний - мясокомбинатов и молокозаводов, сдающих в аренду свободные площади; холодильные склады логистических операторов, выделяющих часть площадей для организации холодно-морозильных складов.

Большинство низкотемпературных складов было построено еще в советский период. Такие объекты не в состоянии удовлетворить современные потребности по низкотемпературной обработке и хранению продукции. Оборудование давно устарело, сами здания нуждаются в перепланировке и капитальном ремонте и постепенно выводятся из эксплуатации. При этом строительство холодильного терминала для собственных нужд требует большого объема инвестиций в холодильное оборудование и значительно превышает стоимость возведения обычных складских комплексов, поэтому доступно только крупным компаниям. Девелоперы не спешат браться за капиталоемкие проекты, пока не удовлетворен спрос на площади в менее затратных логистических комплексах, в связи с чем объемы нового строительства низки.

По подсчетам экспертов «Миэль», для нужд арендаторов требуются площади для хранения 437 000 т замороженной и охлажденной продукции, а по прогнозам, к 2010 г., когда будут реализованы заявленные на текущий момент проекты, некуда будет складировать 258 500 т.

Таким образом, современное состояние рынка складов в Московском регионе, в том числе и в сегменте холодно-морозильных складов, характеризуется повышенным спросом при отсутствии адекватного предложения.

Похожая ситуация складывается в секторе первичной переработки мяса – несмотря на принятую Правительством программу развития АПК на 2008-2012 гг., в соответствии с которой инвесторам возмещают процентную ставку по кредитам на строительство сельскохозяйственной инфраструктуры, отрасль испытывает острую нехватку современных боен. Технологический уровень уоя и разделки скота на имеющихся предприятиях не соответствует мировым стандартам - глубина переработки низкая, побочные продукты практически не используются, что приводит к дополнительным расходам на утилизацию, низкой рентабельности и загрязнению окружающей среды. Без грамотного развития этого направления увеличение поголовья приведет только к кризису сбыта. Подавляющее число предприятий и цехов по убою скота были построены еще в советский период и на 70-80% выработали свой ресурс.

Наряду с предприятиями первичной переработки, отрасль испытывает дефицит предприятий, способных создавать более высокую добавленную стоимость продукции с помощью глубокой переработки. Большинство региональных мясоперерабатывающих комбинатов также устарели и работают на грани самоокупаемости.

В условиях кризиса, компании постараются завершить проекты с высокой степенью готовности, а находящиеся на начальном этапе ввиду недостатка финансирования будут заморожены.

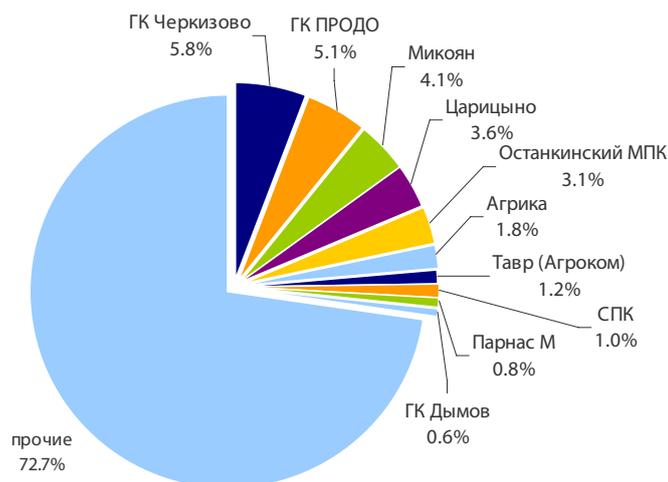
АНАЛИЗ КОНКУРЕНТНОЙ СРЕДЫ МЯСОПЕРЕРАБАТЫВАЮЩЕЙ ОТРАСЛИ

По данным Росстата, в 2007 г. было произведено 3,54 млн. т. колбасных изделий и мясных полуфабрикатов, что на 7,6% больше, чем в 2006 г. На текущий момент в отрасли работает более 3 тыс. компаний, специализирующихся на производстве и заготовке мяса, а также мясопереработке, производстве колбасных изделий, полуфабрикатов и консервов. При этом мясоперерабатывающие заводы разбросаны по всей России – исторически сложилось, что в каждом крупном городе строился свой мясокомбинат, который обеспечивал продукцией свой регион.

На текущий момент все крупные игроки мясного рынка, так или иначе, ведут развитие по одной стратегии – выстраивание вертикальной интеграции производства от собственного животноводства и растениеводства до выпуска готовой мясной продукции высокой степени переработки. Подобное построение бизнеса позволяет значительно повысить рентабельность производства, а также нивелировать риски резкого изменения цен на сырье.

Мясоперерабатывающая отрасль – это сектор высокой конкуренции. Особенно высока концентрация игроков на привлекательном московском рынке. Наиболее емким и привлекательным для производителей мясной продукции является московский рынок. При этом конкурентная борьба обостряется тем, что на рынке действуют не только московские производители, но и поставщики из области и других регионов России. Также на московском рынке производители мясной продукции «обкатывают» новые технологии маркетинга, которые затем перемещаются в регионы.

На региональных рынках, как правило, доминируют местные производители. При этом из-за высокой конкуренции качество продукции федеральных и местных производителей выровнялось (зачастую локальные производители даже превосходят по качеству лидеров отрасли). В этом случае задача дифференцирования действительно качественного товара становится все сложнее, поэтому возрастает роль торговых марок, которые служат экономически эффективными инструментами маркетинга.



Рынок колбасных изделий и полуфабрикатов, 2007 г.
Источник: данные компаний, анализ Промсвязьбанка

Таким образом, одной из основных тенденций развития рынка мясопродуктов является создание и развитие брендов. До недавнего времени в российской мясной промышленности под торговыми марками продвигались в основном колбасные изделия. Однако на текущий момент повышается спрос на высококачественную продукцию быстрого приготовления, где доля упакованной брендированной продукции незначительна – в



основном замороженные и охлажденные полуфабрикаты продаются на вес. Сейчас продвигают на рынок новые бренды мясных полуфабрикатов ГК Рубеж, Митлэнд, Мираторг, Черкизово и пр.

Другой особенностью российской мясной отрасли является крайне низкая консолидация – лидеры отрасли по мясопереработке - Группа «Черкизово» занимает всего 5,8%, Группа «ПРОДО» - 5,1%. Для сравнения, в отрасли производства соков самый крупный игрок занимает долю в 34%. При этом первая десятка лидеров, например, в производстве пива занимает 90% рынка, соков – 85%, а в отрасли мясопереработки – только 36%.

Таким образом, структура российской мясоперерабатывающей отрасли такова, что в ближайшее время можно было бы ожидать рост M&A активности. Значительное число независимых мясокомбинатов, работающих на своих локальных рынках, из-за отсутствия вертикальной интеграции и низкой рентабельности будут испытывать финансовые трудности. Покупка таких мясокомбинатов крупными игроками позволит им выйти на региональные рынки. Однако, лидеры отрасли, которые могли бы быть центрами консолидации, имеют достаточно высокую долговую нагрузку и не в состоянии в условиях кризиса приобретать предприятия, находящиеся в тяжелом финансовом положении. В этом случае наиболее вероятным событием может стать продажа по частям или банкротство таких комбинатов (например, что сейчас происходит с ОАО «Парнас-М»). При этом независимые мясокомбинаты, не обремененные высокой долговой нагрузкой и имеющие собственные животноводческие хозяйства, будут усиливать свои позиции на региональных рынках.

Лидеры отрасли:

Группа «Черкизово» - крупнейшая в мясной отрасли России вертикально интегрированная агропромышленная компания, объединяющая активы АПК «Черкизовский» и АПК «Михайловский» (объединяет предприятия по производству птицы и свинины). В августе 2007 г. Группа «Черкизово» приобрела 100% холдинговой компании ОАО «Куриное царство», четвертого по величине производителя охлажденного мяса птицы в России. Группа занимает лидирующие позиции в мясопереработке, производстве курятины и свинины, ведущим производителем колбасных изделий и мясных полуфабрикатов. За 2007 г. активы Группы по US GAAP составили 28,5 млрд. руб., выручка – 20 млрд. руб.

Группа «Продо» - была создана акционерами «Сибнефти» для работы на продовольственном рынке, которая управляется компанией Романа Абрамовича Millhouse Capital. В Группу входят 14 предприятий, в том числе Клинский, Уфимский, Пермский и Тольяттинский мясокомбинаты, комбинат «Омский бекон», шесть птицефабрик и компания «Дарья» (Санкт-Петербург). Годовой оборот Группы превышает \$400 млн. Ассортимент продукции Группы составляет свыше 1,5 тысяч наименований колбасных изделий, продуктов из мяса птицы, охлажденных и замороженных полуфабрикатов и мясных деликатесов. География Группы насчитывает 30 регионов, в том числе Москва и Московская область, С-Петербург, Республика Башкортостан, Ростовская, Пермская, Омская и Тюменская области.

Микояновский мясокомбинат – также является одним из крупнейших производителей мясопродуктов и мясных полуфабрикатов в России. Предприятие выпускает более 400 наименований колбас и деликатесов, 60 наименований мясных и мясорастительных консервов, 20 видов мясных полуфабрикатов и пельменей. Основной бизнес комбината сконцентрирован на рынке Москвы и области, где его доля оценивается в 20% по объему продаж. Комбинат принадлежит вертикально интегрированной компании АВК «Эксима», также владеющей мясоперерабатывающими заводами в Волгоградской, Воронежской областях, Ставропольском крае, свиноводческим комплексом, комбинатом хлебопродуктов и собственными агропромышленными активами.

АНАЛИЗ ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ СЕКТОРА МЯСОПЕРЕРАБОТКИ

Всех крупнейших игроков мясоперерабатывающей отрасли условно можно разделить на 3 группы по видам специализации:

- I. **мясоперерабатывающие холдинги** - компании, созданные на базе советских мясоперерабатывающих заводов (Черкизово, ПРОДО, Микоян, Царицино и пр.);
- II. **импортеры** - компании держатели квот, специализирующиеся на импорте мяса, диверсифицировавшие свой бизнес собственными перерабатывающими комплексами (Рубеж, Мираторг, Митлэнд и пр.);
- III. **диверсифицированные холдинги**, созданные на базе различных предприятий, включающие блок мясопереработки (Агроком, Агрика и пр.).

Также ввиду значительных инвестиций в птицеводство и свиноводство на рынке широко представлены производители свинины и особенно куриного мяса. Мы не рассматриваем данные компании в рамках этого обзора, который ориентирован на эмитентов, занимающихся более глубокой переработкой мяса – выпуск колбасных изделий и брендированных полуфабрикатов.

	I группа				II группа			III группа	
	Черкизово	ММК	Парнас-М	Дымов	Рубеж	Мираторг	Митлэнд	Агроком	Агрика
Собственные магазины									
Транспортная и складская инфраструктура									
Мясопереработка									
Убой									
Квоты на импорт мяса									
Животноводство, птицеводство									
Агропроизводство									

- мощностями владеет ЗАО АВК «Эксима» - основной акционер Микояновского МК

- основное направление бизнеса эмитента

Источник: данные компаний, анализ Промсвязьбанка

Текущие рыночные условия, выраженные в значительных колебаниях цен на корма и продукцию животноводства из-за рыночных факторов и государственного регулирования отрасли, заставляют крупнейших игроков мясного рынка развиваться по пути создания полного цикла производства мясной продукции. Наибольшую добавленную стоимость имеет именно конечный продукт – колбасные изделия, деликатесы, упакованные брендированные мясные полуфабрикаты. При этом средняя рентабельность мясоперерабатывающих предприятий по России составляет всего 1% - 2% и резкие скачки цен на сырье, характерные для российской отрасли, за несколько месяцев выводят



предприятие на убытки. В связи с этим компании инвестируют в развитие собственного животноводства (в основном в свиноводство) и птицеводство; развивают инфраструктуру по первичной обработке мяса (убойные и разделочные комплексы), а также инвестируют в развитие собственных кормовых баз.

Таким образом, глубина вертикальной интеграции мясоперерабатывающего холдинга, а также доля собственного сырья в производстве, в значительной степени влияют на конкурентоспособность предприятия и его финансовую устойчивость, что в условиях кризиса особенно актуально. В большинстве случаев полностью обеспечить производство собственным сырьем компании не в состоянии, поэтому также важно наличие квот на импорт мяса, позволяющих без российских посредников закупать мясо за рубежом.

Нормальная работа и развитие любого мясоперерабатывающего предприятия практически невозможна без собственного парка специализированных автомобилей. Работа со скоропортящейся мясной продукцией обязывает предприятие контролировать логистику самостоятельно. С учетом дефицита специализированных автомобилей-холодильников пользоваться услугами транспортных компаний экономически невыгодно. Наличие автомобильного парка особенно важно для федеральных производителей мясной продукции, а также занимающихся импортом мяса.

Наличие собственной розничной сети магазинов, скорее, хорошее дополнение к мясному бизнесу, нежели обязательное звено. Собственная розничная сеть позволяет диверсифицировать бизнес в целом, а также оперативно отслеживать спрос на различные виды/марки своей продукции. Стоит отметить, что, в основном, производители стремятся реализовывать свою продукцию через торговые сети в связи с высокой конкуренцией в мясоперерабатывающей отрасли, при этом рынок розничной торговли – ограничен. Для того, чтобы иметь возможность реализации продукции через розничные сети, необходимо нести ежегодно увеличивающиеся расходы на продажу и маркетинг (премиальные и маркетинговые выплаты сетевым ритейлерам, т.н. «плата за вход»). Только в текущем году Правительство РФ обратило внимание на необоснованную плату розничным операторам за право продавать в сетях готовую продукцию, и, возможно, будут законодательно введены ограничения на подобные расходы.

Что касается эмитентов, бизнес которых выстроен на импорте мяса, то их финансовая устойчивость подвержена значительным рискам. С одной стороны, исторический принцип распределения квот и значительный дефицит мяса позволил компаниям-импортерам фактически «сесть на золотую жилу». С другой стороны – для стимулирования отечественного производства мяса Правительство взяло курс на сокращение квот – в 2009 г. квота на мясо птицы будет сокращена на 300 тыс. т. (-25%), импорт свинины вне квоты - на 200 тыс. т. Также против «исторического» принципа квотирования выступает ФАС, предлагая с 2010 г. перейти на распределение квот на торгах или ввести импортные пошлины. Если же дело дойдет до вступления России в ВТО, то квоты могут быть наоборот вообще отменены, и данную нишу без труда займут крупные иностранные производители мяса. Еще одной проблемой для компаний отрасли стал финансовый кризис – рефинансировать текущие долги стало затруднительно, и компаниям стало нечем расплачиваться за поставки мяса и делать предоплату новых.

Таким образом, в условиях финансового кризиса наиболее стабильными будут мясоперерабатывающие компании со значительным уровнем вертикальной интеграции и невысокой долговой нагрузкой.

Мясоперерабатывающие холдинги

Группа Черкизово

Кредитный риск: умеренный



Облигация	Группа Черкизово, 1
Поручитель	ООО «АПК «Черкизовский»
Объем выпуска	2 000 млн. руб.
Дата размещения	06.06.2006
Срок обращения	5 лет
Оферта	05.06.09, цена: 100
Котировки bid/offer	- / 92,5
Доходность	26,26%
Купон	8,85%
Организатор	Газпромбанк

Группа «Черкизово» - одна из крупнейших российских вертикально-интегрированных компаний в секторе производства и переработки мяса, включающая 3 основных производственных блока - «мясопереработка» (48% выручки), «свиноводство» (9%) и «птицеводство» (43%). В состав Группы входят 7 мясоперерабатывающих предприятий, 4 птицеводческих комплекса, 5 свинокомплексов, 3 птицеперерабатывающих завода, 2 комбикормовых завода, 3 торговых дома с филиалами, охватывающими всю европейскую часть территории РФ. GDR Группы торгуются на Лондонской фондовой бирже, акции - на МФБ и РТС.

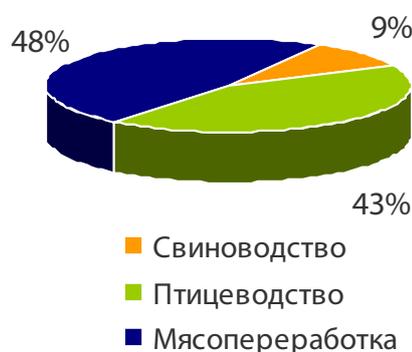
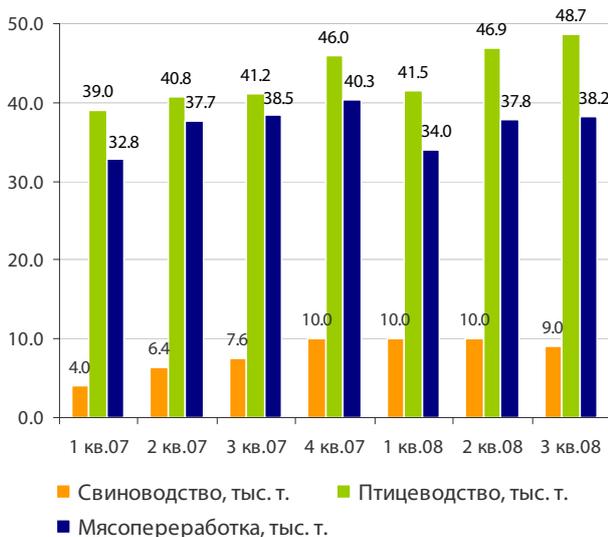
В соответствии с данными консолидированной отчетности за I п/г 2008 г. выручка Группы увеличилась на 48% и составила 13,1 млрд. руб. по сравнению с 8,0 млрд. руб. в I п/г 2007 г. (считаем более корректно анализировать финансовые результаты Группы в рублях, являющихся основной валютой расчетов Черкизово). Показатель EBITDA увеличился на 48% - до 1,7 млрд. руб., чистая прибыль Группы выросла до 850 млн. руб. (+51%). Финансовый результат Группы отражен с учетом дополнительных государственных субсидий в размере 734,2 млн. руб., на которые уменьшен размер себестоимости. Однако, несмотря на господдержку, из-за резкого удорожания кормов Группа все же показала снижение рентабельности - рентабельность EBITDA снизилась на 0.7 п.п. - до 13,0%, чистой прибыли - на 0.8 п.п. - до 6,5%.

В целом, высокие темпы роста показывают птицеводческое подразделение Группы благодаря приобретению летом 2007 г. ОАО «Куриное Царство» и свиноводческое на фоне опережающего роста цен на свинину и активных инвестиций в отрасль Группы (с начала 2008 г. введены в эксплуатацию новые мощности свиноводческих комплексов в Липецкой и Тамбовской областях). За 9 мес. 2008 г. общий объем продаж мяса птицы Группы «Черкизово» вырос на 13% и составил 137 тыс. т по сравнению с 121 тыс. т за аналогичный период 2007 г. Объем производства в сегменте свиноводства за данный период вырос на 61% - до 29 тыс. т (18 тыс. т за 9 мес. 2007 г.). Вместе с тем сегмент мясопереработки продолжает стагнировать - объемы продаж за 9 мес. 2008 г. выросли всего на 1% по сравнению с аналогичным периодом 2007 г., составив 110 тыс. т по сравнению с 109 тыс. т годом ранее. При этом за III кв. 2008 г. было реализовано на 1% меньше (38,2 тыс. т) мясопродукции, чем годом ранее (38.5 тыс. т). В денежном выражении выручка сегмента мясопереработки в I п/г 2008 г. выросла на 12% - до 6,4 млрд. руб. при получении операционных убытков по сегменту в размере 75 млн. руб. вследствие опережающего роста цен на мясосырье. В перспективе на фоне снижения цен на мясо сегмент мясопереработки сможет снова выйти на прибыльность, однако из-за экономического кризиса также возможно снижение объемов реализации мясопродукции «премиум» класса («Черкизово» с



2006 г. реализует стратегию по увеличению линейки продуктов с высокой добавленной стоимостью).

Несмотря на высокий рост финансовых и операционных показателей долговая нагрузка Группы «Черкизово» остается на достаточно высоком уровне – на 01.07.2008 г. чистый долг Группы составлял 15,2 млрд. руб. при показателе чистый долг/ЕБИТДА – 4,5х и ЕБИТДА/% - 4,7х. «Черкизово» не планирует в ближайшее время наращивать уровень долга, однако в структуре кредитного портфеля велика доля краткосрочного долга (43%, 6,9 млрд. руб.), из которого 2,0 млрд. руб. – облигационный займ, по которому 05 июня Группе предстоит пройти оферту. Основную долю краткосрочного долга составляют кредиты госбанков (Сбербанка и Газпромбанка), в связи с этим велика вероятность пролонгации кредитов, учитывая приоритеты Правительства по поддержке АПК. Таким образом, кредитный риск Группы «Черкизово» можно характеризовать как умеренный.



Объем реализации продукции, тыс. т.
Источник: данные компании

Структура консолидированной выручки на 01.07.08 г.
Источник: данные компании

Сильные стороны

- Группа является одним из крупнейших агропромышленных холдингов России, лидер в области птицеводства и мясопереработки;
- высокий уровень вертикальной интеграции Группы;
- высокий уровень информационной прозрачности;
- активное участие в нацпроекте «Развитие АПК» (субсидирования процентной ставки, дотации на птицеводство и свиноводство);
- возможность получение кредитной поддержки со стороны Государства.

Основные риски

- достаточно высокая долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА – 4,5х) при размере краткосрочного долга 6,9 млрд. руб.;
- стагнация сектора мясопереработки; увеличение доли продукции «премиум» класса на фоне ожидаемого сдвига спроса в сторону более дешевых мясных продуктов.

US GAAP	2006	6М'07	2007	6М'08	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.					к 2007 г.
Основные средства	9 263	10 973	17 467	18 997	8,8%
Внеоборотные активы	10 712	12 471	20 003	21 272	6,3%
Запасы	2 283	2 463	3 835	3 767	-1,8%
Дебиторская задолженность	1 691	1 528	2 168	2 353	8,5%
Оборотные активы	8 474	8 380	9 135	10 283	12,6%
Всего активов	19 185	20 851	29 137	31 555	8,3%
Собственные средства	6 548	7 058	8 089	10 870	34,4%
Долгосрочные займы	6 916	8 061	10 438	8 921	-14,5%
Краткосрочные займы	2 739	2 555	5 679	6 908	21,6%
Кредиторская задолженность	1 016	1 121	1 855	1 914	3,2%
Всего пассивов	19 185	20 851	29 137	31 555	8,3%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.					к 6М'07
Выручка	16 632	8 856	20 639	13 118	48,1%
Валовая прибыль	3 892	2 440	5 493	3 290	34,8%
ЕБИТДА	1 952	1 151	2 828	1 699	47,6%
Прибыль до налогов	980	662	1 751	875	32,1%
Чистая прибыль	775	564	1 512	850	50,7%
Основные финансовые коэффициенты					к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	6 838	8 036	15 701	15 212	-3,1%
Чистый долг/активы	0,36	0,39	0,54	0,48	-10,5%
Капитал/займы	0,68	0,66	0,50	0,69	36,8%
Чистый долг/выручка	0,41	0,45	0,76	0,58	-23,8%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,50	3,49	5,55	4,48	-19,4%
ЕБИТДА/%	4,24	6,17	6,19	4,65	-24,9%
Рентабельность активов	4,0%	5,4%	5,2%	5,4%	0,2 п.п.
Рентабельность капитала	11,8%	16,0%	18,7%	15,6%	-3,1 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	11,7%	13,0%	13,7%	13,0%	-0,7 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	4,7%	6,4%	7,3%	6,5%	-0,8 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка



Микояновский мясокомбинат

Кредитный риск: выше среднего



Облигация	Микояновский мясокомбинат, 2
Поручитель	ЗАО "РИСТОКА"
Объем выпуска	2 000 млн. руб.
Дата размещения	14.02.2008
Срок обращения	5 лет
Оферта	27.08.09, цена: 100
Котировки bid/offer	89,95/ -
Доходность	49,75%
Купон	11,90%
Организатор	Банк Москвы

ЗАО «Микояновский мясокомбинат» – является одним из крупнейших производителей мясных продуктов в России с общей мощностью до 190 тыс. т продукции в год. Предприятие выпускает более 400 наименований колбас и деликатесов, 60 наименований мясных и мясорастительных консервов, 20 видов мясных полуфабрикатов и пельменей. Более 65% реализации продукции приходится на Москву, Московскую область и Санкт-Петербург. Помимо региональных представительств в структуру предприятия входят Филоновский, Светлоградский и Бутурлиновский мясоперерабатывающие заводы. 89,5% акций комбината владеет АВК «Эксима», 10% принадлежат Банку Москвы через 100-процентную дочку ЗАО «Финансовый ассистент». Также АВК «Эксима» владеет мясоперерабатывающими заводами в Волгоградской, Воронежской областях, Ставропольском крае, свиноводческим комплексом во Владимирской обл., комбинатом хлебопродуктов и собственными агропромышленными активами.

За 9 мес. 2008 г. выручка ЗАО «Микояновский мясокомбинат» по РСБУ увеличилась на 5,2% - до 7,77 млрд. руб. с 7,39 млрд. руб. годом ранее, валовая прибыль снизилась на 2,1% - до 1,49 млрд. руб. Показатель EBITDA за отчетный период составил 471 млн. руб., снизившись на 30% по сравнению с 9 мес. 2007 г. Чистая прибыль мясокомбината в январе-сентябре 2008 г. сократилась в 7,7 раза - до 20 млн. руб. Рентабельность EBITDA упала на 2,5 п.п. – до 6,1%, чистой прибыли – на 1,7 п.п. – до 0,3%. Снижение рентабельности мясоперерабатывающего производства в 2008 г. характерно для всего сектора в целом, которое было вызвано резким ростом цен на мясосырье в этом периоде.

По данным информационного меморандума около 20% поставок сырья приходится на мясоперерабатывающие заводы Микояновского мясокомбината и свинокомплекс «Владимирское», принадлежащий Группе «Эксима». Также помимо собственного импорта Микояновским МК значительными квотами на поставку мясосырья обладает материнская компания АВК «Эксима». К 2010 г. планируется довести долю собственного сырья в производстве до 80% за счет проектов «Эксимы» по созданию селекционно-гибридного центра в Орловской обл. и реализации Программы по производству собственной говядины, модернизации действующего свинокомплекса во Владимирской обл., строительству товарного свинокомплекса в Ивановской области (все проекты включены в программу «Развитие АПК»).

Одним из ключевых проектов Группы «Эксима» является создание первого в стране селекционно-гибридного центра по свиноводству, мощностью более 380 тыс. голов ежегодно. В октябре т.г. был сдан первый (из 4) репродукторов Центра по производству 108 тыс. свиней в год. Также во II кв. 2009 г. должно быть завершено строительство предприятия по убою, хранению и переработке мяса в Орловской обл. Мощность убойного цеха - 1 тыс. голов в смену. На предприятии будет производиться заморозка и охлаждение туш, изготовление колбас (20 т в день) и мясных полуфабрикатов (10 т в день), утилизация биоотходов (изготовление мясокостной муки).

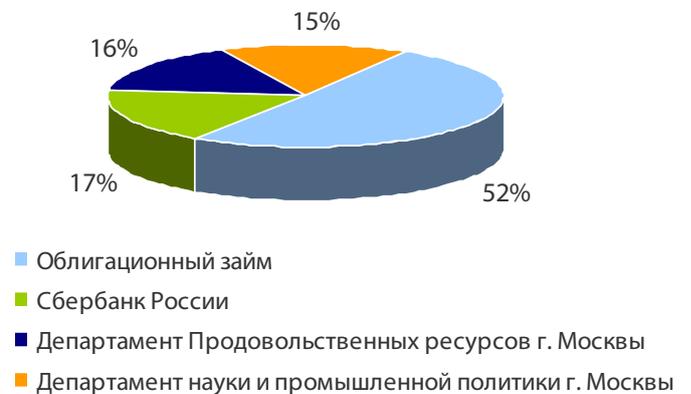
В целом, грандиозная инвестиционная программа «Эксимы» может негативно сказаться на кредитном качестве Микояновского МК, который выступает поручителем по ряду займов компаний Группы. Также в связи с начавшимся экономическим кризисом мы не ожидаем роста реализации мясной продукции с высокой добавленной стоимостью - смещение спроса будет наблюдаться в сторону эконом-сегмента, поэтому окупаемость данных проектов может вырасти.

Чистый долг Микояновского МК с начала года вырос на 32% - до 3,8 млрд. руб. В основном рост долга произошел за счет облигационного займа (2 млрд. руб.), размещенного в феврале 2008 г. Облигационный заем позволил погасить займы, выданные материнской АВК «Эксима» с явно завышенными ставками 19,8% - 28,6% (данные по кредитному портфелю на 01.10.2007 г.). Стоит отметить, что «Эксима» не раскрывает консолидированных показателей, что накладывает определенные кредитные риски на эмитента.

В августе 2009 г. Микояновский МК должен пройти оферту по облигационному займу. С учетом текущей ситуацией на рынке целесообразно относить данный заем к краткосрочному долгу эмитента. Таким образом, объем краткосрочных обязательств Микояновского МК на 30.09.2008 г. составляет 3,3 млрд. руб. (85% кредитного портфеля). При этом из-за снижения рентабельности по итогам 9 мес. 2008 г. показатель чистый долг/ЕБИТДА составил 6,1х и ЕБИТДА/% - 2,0х.

Учитывая высокую долговую нагрузку Микояновского МК, а также значительную потребность в инвестиционных ресурсах материнской АВК «Эксима» при отсутствии консолидированных показателей Группы, мы оцениваем кредитный риск эмитента выше среднего уровня.

	Объем, млн. руб.	Дата погашения
Департамент науки и промышленной политики Москвы	600,0	IV кв. 2011 г.
Всего долгосрочные займы:	600,0	
Облигационный заем	2 000,0	Оферта - 27.08.2009 г.
Сбербанк России	680,0	20.05.2009 г.
Департамент Продовольственных ресурсов Москвы	632,0	14.02.2009 г.
Всего краткосрочные займы:	3 312,0	
Итого:	3 912,0	



Структура кредитного портфеля на 30.09.2008 г.
Источник: данные компании

Сильные стороны

- является одним из лидеров мясной продукции Московского региона и Санкт-Петербурга;
- высокий уровень вертикальной интеграции Группы, в т.ч. за счет мощностей АВК «Эксима»;
- возможность получение кредитной поддержки со стороны Правительства Москвы или Банка Москвы (возможно как увеличение доли в капитале эмитента, так и «непредъявление» облигаций к оферте);



Основные риски

- высокая чувствительность финансовых показателей предприятия к изменению цен на мясосырье;
- высокая конкуренция на ключевых рынках сбыта, не позволяющая полностью «переключать» рост цен на сырье на потребителей и увеличивать рентабельность продаж;
- высокая долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА 6,1х, ЕБИТДА/% - 2,0х) при размере краткосрочного долга 3,3 млрд. руб. (85% кредитного портфеля);
- низкая информационная прозрачность Группы, в т.ч. отсутствие консолидированной отчетности материнской АВК «Эксима» при значительном объеме инвестиционной программы Группы.

РСБУ	2006	9М'07	2007	9М'08	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.					к 2007 г.
Основные средства	1 961	2 087	2 105	2 149	2,1%
Внеоборотные активы	2 258	2 506	2 525	2 474	-2,0%
Запасы	1 341	720	982	1 214	23,7%
Дебиторская задолженность	1 100	1 382	1 497	1 874	25,2%
Оборотные активы	3 563	2 718	3 264	4 145	27,0%
Всего активов	5 821	5 224	5 790	6 619	14,3%
Собственные средства	1 409	1 566	1 614	1 634	1,3%
Долгосрочные займы	582	1 482	1 647	2 631	59,8%
Краткосрочные займы	2 709	1 398	1 596	1 285	-19,5%
Кредиторская задолженность	1 099	747	904	1 028	13,7%
Всего пассивов	5 821	5 224	5 790	6 619	14,3%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.					к 9М'07
Выручка	9 631	7 388	10 203	7 772	5,2%
Валовая прибыль	1 790	1 523	2 159	1 491	-2,1%
ЕБИТДА	712	665	874	471	-29,2%
Прибыль до налогов	157	266	350	97	-63,7%
Чистая прибыль	45	156	204	20	-87,0%
Основные финансовые коэффициенты					к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	2 904	2 698	2 910	3 838	31,9%
Чистый долг/активы	0,50	0,52	0,50	0,58	15,4%
Капитал/займы	0,43	0,54	0,50	0,42	-16,2%
Чистый долг/выручка	0,30	0,27	0,29	0,37	29,9%
Чистый долг/ЕБИТДА	4,08	3,04	3,33	6,11	83,4%
ЕБИТДА/%	2,24	2,98	3,08	2,00	-35,0%
Рентабельность активов	0,8%	4,0%	3,5%	0,4%	-3,1 п.п.
Рентабельность капитала	3,2%	13,3%	12,7%	1,7%	-11,0 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	7,4%	9,0%	8,6%	6,1%	-2,5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	0,5%	2,1%	2,0%	0,3%	-1,7 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Дымовское колбасное производство

Заем выкуплен по оферте 10.11.08



Облигация	Дымовское колбасное производство, 1
Поручитель	ООО "Тэрра Конт XXI"
Объем выпуска	800 млн. руб.
Объем в рынке	выкуплен по оферте 10.11.08
Дата размещения	03.11.2006
Погашение	30.10.2009
Купон	0,1%
Организатор	Банк Зенит

Группа компаний «Дымов» - один из ведущих производителей премиальных мясных продуктов, занимает 1,3% российского рынка. Группа включает собственные производственные площадки - ООО «Дымовское колбасное производство» (ул. Крылатская и ул. Зорге), ОАО «Дмитровский мясокомбинат», (г. Дмитров), 51% ООО «Дымов.Юг» (свиноводческий комплекс мощностью 30 тыс. голов). Также производство продукции ведется по лицензии во Владивостоке, Красноярском крае и Новосибирске. В 2007 г. была приобретена производственная площадка завода «КампоМос» на ул. Зорге, и завершена сделка по приобретению ОАО «Дмитровский мясокомбинат». В результате приобретений производственная мощность Группы увеличилась до 140 т. в сутки. Объем производства в 2007 г. составил 22,6 тыс. т. мясной продукции. Основным акционером ООО «Дымовское колбасное производство» является Вадим Дымов(76%).

Из-за роста цен на мясо в I п/г 2008 г., вызванного мировым ростом цен на продукты и таможенным регулированием импорта, результаты «ДКП» за полугодие оказались неоднозначными – несмотря на рост выручки на 57% - до 2,56 млрд. руб. по сравнению с I п/г 2007 г. (в т.ч. за счет консолидации выручки «Дмитровского МК»), показатель EBITDA снизился в 3 раза – до 40 млн. руб., убыток составил 50 млн. руб. Из-за резкого снижения рентабельности показатель чистый долг/EBITDA составил критические 19x, EBITDA/% - снизился до 0,48x (см. наш комментарий в ежедневном обзоре по облигациям от 27.10.08).

За 9 мес. 2008 г. ООО «Дымовское колбасное производство» показало некоторое улучшение финансового состояния – компания смогла закончить отчетный период с прибылью (8 млн. руб.). Рост выручки за отчетный период составил 57% (3,98 млрд. руб.), показатель EBITDA составил 160 млн. руб. (-19%). На 30.09.2008 г. долговая нагрузка все еще была достаточно высокой - чистый долг/EBITDA составил 7,2x, EBITDA/% - 1,2x. Однако компания смогла успешно пройти оферту по облигационному займу 3 ноября, выкупив все облигации, находящиеся в рынке объемом 746 млн. руб. Поддержку, вероятно, оказал ЮниКредит Банк, в рамках открытой кредитной линии на 1,1 млрд. руб.

	Объем, руб.
Облигации	786 119 306
Сбербанк России	398 567 468
ЮниКредит Банк	358 108 674
Итого:	1 542 795 448



Структура кредитного портфеля на 30.09.2008 г.
Источник: данные компании



Позитивен тот факт, что менеджмент Группы «Дымов» оперативно принял антикризисный план действий. В отчете за III кв. 2008 г. компания обозначила следующие меры:

- активная работа по сокращению производства низко- и средне-маржинального ассортимента продукции под торговой маркой Дмитровского комбината;
- повышение отпускных цен на готовую продукцию с 01.07.08 г. по 01.08.2008 г. - совокупное увеличение составило приблизительно 22%;
- работа над снижением сырьевой себестоимости;
- оптимизация управленческих и коммерческих расходов;
- снижение расходов на оплату труда (ранее компания объявляла о сокращении штата на 220 человек);
- сокращение и оптимизация постоянных расходов;
- замораживание инвестиционной программы компании на 2008-2009 гг.

Также в соответствии с рыночными тенденциями «Дымов» в 2008 г. начал выпуск мясных полуфабрикатов – линейку «продуктов из натурального мяса», пельмени и вареники. К концу 2008 г. компания планирует увеличить производство полуфабрикатов до 1 т. в сутки.

РСБУ	2006	9М'07	2007	9М'08	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.					к 2007 г.
Основные средства	185	391	438	914	108,7%
Внеоборотные активы	429	835	1 127	1 551	37,6%
Запасы	368	374	478	574	20,0%
Дебиторская задолженность	385	476	768	918	19,6%
Оборотные активы	1 246	1 250	1 306	1 572	20,4%
Всего активов	1 674	2 085	2 433	3 123	28,4%
Собственные средства	257	305	324	755	133,1%
Долгосрочные займы	864	886	864	1 144	32,4%
Краткосрочные займы	220	512	670	419	-37,5%
Кредиторская задолженность	329	377	512	801	56,4%
Всего пассивов	1 674	2 085	2 433	3 123	28,4%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.					к 9М'07
Выручка	2 891	2 554	3 724	3 977	55,7%
Валовая прибыль	737	874	1 277	1 602	83,2%
ЕБИТДА	165	198	276	160	-19,4%
Прибыль до налогов	104	109	145	22	-80,2%
Чистая прибыль	58	74	104	8	-89,6%
Основные финансовые коэффициенты					к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	738	1 382	1 517	1 523	0,4%
Чистый долг/активы	0,44	0,66	0,62	0,49	-21,8%
Капитал/займы	0,24	0,22	0,21	0,48	128,8%
Чистый долг/выручка	0,26	0,41	0,41	0,29	-29,5%
Чистый долг/ЕБИТДА	4,46	5,23	5,49	7,15	30,4%
ЕБИТДА/%	4,50	2,29	2,37	1,21	-49,1%
Рентабельность активов	3,5%	4,7%	4,3%	0,3%	-4,0 п.п.
Рентабельность капитала	22,8%	32,2%	32,3%	1,4%	-30,9 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	5,7%	7,8%	7,4%	4,0%	-3,4 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	2,0%	2,9%	2,8%	0,2%	-2,6 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Сильные стороны

- лидирующие позиции на рынке Московского региона;
- сильный бренд «премиум-класса»;

Основные риски

- высокая долговая нагрузка (чистый долг/ЕВITDA - 7,2х, ЕВITDA/% - 1,2х);
- незначительная доля собственного сырья в производстве;
- специализация на мясной продукции высокой ценовой категории при ожидаемом сокращении спроса в данном сегменте.



Парнас-М

Дефолт по купону 20.11.08



Облигация	Парнас-М, 2
Поручитель	ООО "Торговый дом «Парнас»
Объем выпуска	1 000 млн. руб.
Дата размещения	23.11.2006
Срок обращения	5 лет
Оферта	19.11.09, цена: 100
Котировки bid/offer	- /31,95
Доходность	228,03%
Купон	10,80%
Организатор	Газпромбанк

ОАО «Парнас-М» - крупнейшая мясоперерабатывающая компания, занимающая ведущие позиции на рынке мясопереработки Северо-Западного региона. В состав компании входят 10 предприятий, специализирующихся на производстве, переработке и реализации мяса и мясопродуктов, а также Торговый Дом «Парнас», занимающийся импортом и оптовой торговлей мясосырьем. Основными акционерами компании являются ее менеджмент (56,28%) и ЕБРР (29,28%). ОАО «Парнас-М» является ключевым активом, находящимся под управлением Холдинговой Компании «Парнас». Также ХК «Парнас» управляет двумя заводами по производству белкозиновой (белковой) оболочки, занимающими монопольное положение в России и на Украине, птицефабрикой, комбикормовым заводом, а также владеет грузовыми транспортными компаниями и двумя собственными магазинами фирменной торговли. Общая мощность заводов «Парнас-М» - 50 тыс. т колбасных изделий и деликатесов и 12,4 тыс. т охлажденных полуфабрикатов и мяса собственного производства в год. В 2007 г. общий объем производства Парнас-М составил 30 тыс. т колбасных изделий, полуфабрикатов и консервов (+ 45% к 2006 г.).

На мясокомбинате «Парнас-М», основном активе ХК «Парнас», началась процедура банкротства - 24 ноября Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области ввел наблюдение в отношении предприятия в связи с признаками банкротства; заседание, на котором должен быть утвержден арбитражный управляющий, назначено на 15 декабря. За 9 мес. 2008 г. чистый долг компании вырос на 35% - до 2,88 млрд. руб. при падении выручки на 36% (2,2 млрд. руб.) по сравнению с 9 мес. 2007 г. (3,45 млрд. руб.). Показатель EBITDA упал на 71% - до 49 млн. руб., убыток предприятия за отчетный период составил 135 млн. руб. В результате коэффициент чистый долг/EBITDA взлетел до 44,3х, EBITDA/%, напротив, снизился до 0,2х.

Текущее финансовое состояние «Парнас-М» не позволяет обслуживать свои долги – 20 ноября эмитент не исполнил обязательства по выплате купонного дохода в размере 26,9 млн. руб. Также с начала июля к «Парнасу» подано 24 иска от поставщиков по оплате за поставленное сырье (общая сумма кредиторской задолженности перед поставщиками на 30.09.2008 г. составляла 1,2 млрд. руб.).

По данным RBC daily, проблемы у «Парнаса» начались еще в августе 2007 г., когда был арестован предприниматель Владимир Барсуков (Кумарин), который, по некоторым данным, является одним из владельцев «Парнаса-М». После этого в офисе холдинга были проведены обыски, и предприятие стало искать покупателя. В сентябре 2008 г. акционер «Леноблптицепрома» Никита Мельников договорился с президентом «Парнаса» Сергеем Удачным о покупке 65% акций, однако уже в ноябре отказался от сделки, сославшись на высокую долговую нагрузку компании.

По сообщениям СМИ, Мельников ведет переговоры о приобретении отдельных активов «Парнаса» - «Лужского МК» (бойня), «Волховского МК» (производство консервов), совхоза

«Рассвет» (откорм быков) и «Невской птицефабрики». Также помимо самого комбината «Парнас» в Холдинг входит «Тверской МК» (производство сырокопченых колбас), «МПК «Первомайский» (производство вареных колбас), «МК «Готнянский», «Ипатовский МПК», «Ново-Стерлитамакский МК» (производство полуфабрикатов) и два завода по производству белковой оболочки в России и Украине. Таким образом, скорее всего, предприятия ХК «Парнас» будут распродаваться по отдельности, однако в текущих кризисных условиях покупателя найти будет не просто.

Пока не ясна позиция акционера «Парнаса-М» - ЕБРР (29,28% акций). По сообщению газеты «Ведомости» представители фонда Quadriga Capital, управляющего пакетом акций ЕБРР, от комментариев по банкротству мясоперерабатывающего предприятия отказались. Вполне вероятно, что доля в МК «Парнас-М» для ЕБРР является портфельной инвестицией, и банк не намерен давать поддержку компании.

Держателям облигаций остается надеяться, что покупатель на «Парнас-М» найдется или ЕБРР все же решит рефинансировать долг компании. В противном случае инвесторов ждет долгая процедура банкротства, в результате которой они могут так ничего и не получить.

РСБУ	2006	9М'07	2007	9М'08	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.					к 2007 г.
Основные средства	268,7	271,5	268,9	252,3	-6,2%
Внеоборотные активы	524,2	531,2	537,2	522,5	-2,8%
Запасы	257,0	400,0	233,7	114,1	-51,2%
Дебиторская задолженность	1 192,4	2 503,1	2 207,9	2 827,3	28,1%
Оборотные активы	2 266,8	3 331,5	2 843,0	3 899,2	37,2%
Всего активов	2 791,0	3 862,7	3 380,2	4 421,7	30,8%
Собственные средства	322,7	327,6	323,4	186,8	-42,3%
Долгосрочные займы	1 200,0	1 333,3	1 393,3	1 991,3	42,9%
Краткосрочные займы	548,1	605,9	752,9	896,1	19,0%
Кредиторская задолженность	718,8	1 591,1	908,6	1 345,0	48,0%
Всего пассивов	2 791,0	3 862,7	3 380,2	4 421,7	30,8%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.					к 9М'07
Выручка	3 540,5	3 453,3	5 296,2	2 216,5	-35,8%
Валовая прибыль	574,5	683,6	1 022,8	642,7	-6,0%
ЕБИТДА	183,3	167,6	221,6	48,8	-70,9%
Прибыль до налогов	7,8	11,9	12,1	-164,7	-1489,4%
Чистая прибыль	2,0	3,5	0,3	-135,2	-3964,0%
Основные финансовые коэффициенты					к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	1 619,7	1 933,9	2 140,2	2 880,8	34,6%
Чистый долг/активы	0,58	0,50	0,63	0,65	2,9%
Капитал/займы	0,18	0,17	0,15	0,06	-57,1%
Чистый долг/выручка	0,46	0,42	0,40	0,97	141,2%
Чистый долг/ЕБИТДА	8,84	8,65	9,66	44,26	358,2%
ЕБИТДА/%	0,97	1,02	1,01	0,23	-77,1%
Рентабельность активов	0,1%	0,1%	0,0%	-4,1%	-4,1 п.п.
Рентабельность капитала	0,6%	1,4%	0,1%	-96,5%	-96,4 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	5,2%	4,9%	4,2%	2,2%	-2,0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	0,1%	0,1%	0,0%	-6,1%	-6,1 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка



Импортёры

Группа Рубеж

Заем выкуплен по оферте 04.12.08



Облигация	Рубеж-Плюс Регион, 1
Поручитель	ООО «Заря», ООО «ПродИмпорт»
Объем выпуска	1 000 млн. руб.
Дата размещения	05.06.2007
Дата погашения	01.06.2010
Купон	20,00%
Организатор	Банк Санкт-Петербург, Связь-Банк

Группа компаний «Рубеж» - лидер по импорту мяса говядины, свинины и птицы. В 2007 г. Рубеж импортировал 258,9 тыс. т мяса (9,6% от всего российского импорта). Также «Рубеж» активно развивает птицеводческий комплекс, созданный на базе 5 птицефабрик в Новгородской и Псковской областях. Сейчас на фабриках заканчивается реконструкция и к концу 2009 г. планируется производить до 36 тыс. т мяса бройлеров в год. В 2006 г. начал работу мясоперерабатывающий завод «Мясные деликатесы» мощностью 20 т продукции в сутки. До конца года запланировано открытие холодильного дистрибьюционного центра в Петербурге емкостью 40 тыс. т. Такой же центр стоимостью 50 млн. евро Группа планирует построить в Москве.

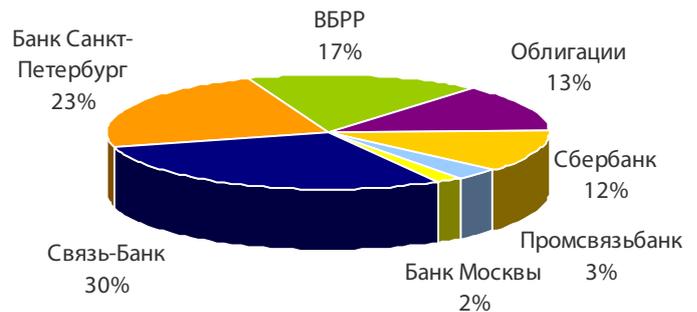
Несмотря на значительные инвестиции в птицеводство и мясопереработку, импорт мяса является основным бизнесом Группы «Рубеж», который составил 95% выручки за 2007 г. Из-за дефицита отечественного сырья импортёры мяса смогли значительно повысить свои обороты за последние годы, даже, несмотря на действие квот. Наличие квот для такой модели бизнеса является ключевым моментом - «Рубеж» в управленческой отчетности отражает квоты в виде нематериальных активов. Так, выручка Группы в соответствии с управленческой консолидированной отчетностью за 2007 г. составила 21,1 млрд. руб. (+14% к 2006 г.), показатель EBITDA – 1,3 млрд. руб. (+14%), чистая прибыль – 474 млн. руб. (-11%). За I п/г выручка Группы «Рубеж» составила 13,8 млрд. руб., EBITDA – 884 млн. руб., чистая прибыль – 312 млн. руб. Рентабельность Группы стабильно держится на одних уровнях за последние отчетные периоды - по итогам полугодия рентабельность EBITDA составила 6,4%, чистой прибыли – 2,3%.

Однако, стоит отметить, что в целом по сектору импорта мясосырья ситуация складывалась нестабильная – в течение 2008 г. Правительство РФ запретило ввоз мяса из ряда стран – традиционных экспортеров (Бразилия, Аргентина, Канада, Дания и др. европейские страны), что могло привести к срыву контрактов на поставку мяса. Еще одной проблемой для компаний отрасли стал финансовый кризис – по данным СМИ, проблемы у компаний возникли с рефинансированием текущих долгов, и компаниям стало нечем расплачиваться за поставки мяса и делать предоплату новых.

Кредитный портфель Группы «Рубеж» на 01.07.08 г. составлял 7,7 млрд. руб. (+ 43% к началу года) при показателе чистый долг/EBITDA 4,34х и EBITDA/% - 1,96х (данные меморандума к 3-му облигационному займу). Рост долга связан с вложениями в новые проекты Группы. Скорее всего, в текущих условиях Группе придется пересмотреть программу инвестиций в сторону уменьшения.

Однако 04.12.08 г. ГК «Рубеж» успешно прошла оферту по 1-му займу объемом 1 млрд. руб. Несмотря на то, что ставка купона после оферты была повышена до 20%, к выкупу было предъявлено 100% облигаций.

	Объем, руб.
Связь-Банк	2 259 316
Банк Санкт-Петербург	1 802 699
ВБРР	1 340 000
Облигации	1 000 000
Сбербанк	938 321
Промсвязьбанк	234 068
Банк Москвы	158 107
Итого:	7 732 511



Структура кредитного портфеля на 01.07.08 г.
Источник: данные компании

МСФО (управленческая)	2005	2006	2007	6М'08	%
Основные показатели баланса, млн. руб.					к 2007 г.
Основные средства	550	1 135	1 915	3 086	61,2%
Немат. активы (квоты)	1 876	1 997	1 832	1 960	7,0%
Внеоборотные активы	2 510	3 362	3 963	5 248	32,4%
Запасы	3 363	4 940	4 518	5 417	19,9%
Дебиторская задолженность	1 191	2 035	3 292	2 334	-29,1%
Оборотные активы	4 592	7 033	7 941	7 867	-0,9%
Всего активов	7 102	10 395	11 904	13 116	10,2%
Собственные средства	3 110	4 378	4 725	4 632	-2,0%
Финансовый долг	2 421	4 271	5 468	7 742	41,6%
Кредиторская задолженность	1 571	1 747	1 710	741	-56,7%
Всего пассивов	7 102	10 395	11 904	13 116	10,2%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.					
Выручка	14 615	18 604	21 133	13 774	-
Валовая прибыль	1 790	2 301	2 769	1 687	-
ЕБИТДА	776	1 131	1 289	884	-
Проценты к уплате	347	462	648	451	-
Чистая прибыль	368	535	474	312	-
Основные финансовые коэффициенты					к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	2 404	4 225	5 343	7 679	43,7%
Чистый долг/активы	0,34	0,41	0,45	0,59	30,4%
Капитал/займы	1,28	1,03	0,86	0,60	-30,8%
Чистый долг/выручка	0,16	0,23	0,25	0,28	10,2%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,10	3,74	4,14	4,34	4,8%
ЕБИТДА/%	2,24	2,45	1,99	1,96	-1,5%
Рентабельность капитала	11,8%	12,2%	10,0%	13,5%	3,5 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	5,3%	6,1%	6,1%	6,4%	0,3 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	2,5%	2,9%	2,2%	2,3%	0,1 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Сильные стороны

- крупнейший импортер мяса в России;
- развитие перспективных направлений бизнеса – птицеводство, выпуск полуфабрикатов, строительство холодильного терминала;

Основные риски

- достаточно высокая долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА 4,34x и ЕБИТДА/% - 1,96x);

Обзор эмитентов облигаций мясоперерабатывающей отрасли



- нестабильное состояние отрасли по импорту мяса ввиду государственного регулирования;
- возможное изменение режима квот, риск потери доли рынка.

Мираторг
Кредитный риск: умеренный


Облигация	Мираторг Финанс, 1
Поручитель	ООО «ДК «Мираторг», ООО «Белго Ген», ООО «Агромир», ООО «Тройен»
Объем выпуска	2 500 млн. руб.
Объем в рынке	1 497 млн. руб.
Дата размещения	09.08.2007
Срок обращения	5 лет
Оферта	07.08.09, цена: 100
Котировки bid/offer	80 / 100
Доходность	14,93%
Купон	14,50%
Организатор	ВТБ, ИГ КапиталЪ, Банк Петрокоммерц

«Мираторг» - один из крупнейших дистрибьюторов и производителей мяса. Его доля на российском рынке свинины составляет 14,1%, на рынке говядины - 10,5%, мяса птицы - 5,7%. В состав холдинга входят: зерновая компания (площадь обрабатываемых земель – 77 тыс. га), комбикормовый завод мощностью 240 тыс. т корма в год, семь свинокомплексов общей мощностью 800 тыс. товарных свиней в год, бойня мощностью 2 млн. голов скота в год, транспортная компания (348 единиц транспорта), два низкотемпературных дистрибьюторских центров в Москве и Санкт-Петербурге (объем единовременного хранения 32 тыс.т.), завод полуфабрикатов мощностью 53 тыс. т в год, дистрибьюторские компании в Москве, Санкт-Петербурге, Калининграде, Екатеринбурге и Ростове-на-Дону. Бенефициарами Группы являются Виктор и Александр Линник.

Основной бизнес компании – импорт и дистрибуция мяса и мясопродуктов, а также собственное агропроизводство и производство свиней. При этом «Мираторг» активно реализует проекты по убою и первичной переработке мяса, а также производству полуфабрикатов. В конце 2008 г. в Белгородской области будет запущен убойный комплекс мощностью 420 голов скота в час (2 млн. свиней в год) - около 165 тыс. т свинины в год в убойном весе. Продукция бойни - охлажденное и замороженное мясо, которое будет поставляться на мясоперерабатывающие предприятия и конечным потребителям в виде охлажденных мясных полуфабрикатов в потребительской упаковке (бренд «Мясная столица»).

Также в 2008 г. в Калининградской области введен в эксплуатацию совместный проект «Мираторга» и бразильской компании Sadia SA - завод «Конкордия» по производству мясных полуфабрикатов, мощностью 53 тыс. т продукции в год. Объем инвестиций в строительство и оборудование нового предприятия составил 2,5 млрд. руб. Около 20% продукции нового предприятия будет поставляться компании McDonald's, а остальные 80% - ориентированы на российский рынок и рынки стран СНГ и Европы (торговые марки Sadia, Мясная гильдия).

Инвестировать в более глубокую переработку мяса (производство колбас, деликатесов) ввиду высокой конкуренции в отрасли «Мираторг» не планирует. При этом текущая структура Группы - это вертикально-интегрированный холдинг, позволяющий производить продукцию «от поля – до прилавка». Стоит отметить, что зерновое и комбикормовое подразделения полностью обеспечивают потребности свиноферм Группы. В планах компании наращивать объемы собственного производства продукции, однако, в связи с кризисом, по заявлениям менеджмента, планы, скорее всего, будут пересмотрены. - в 2009 г. планировалось увеличить площадь возделываемых земель до 100 - 150 тыс. га.; открыть еще один комбикормовый завод мощностью 360 тыс. т кормов в год, три свинокомплекса в Белгородской области. Также в планах было строительство второй и третьей очереди завода



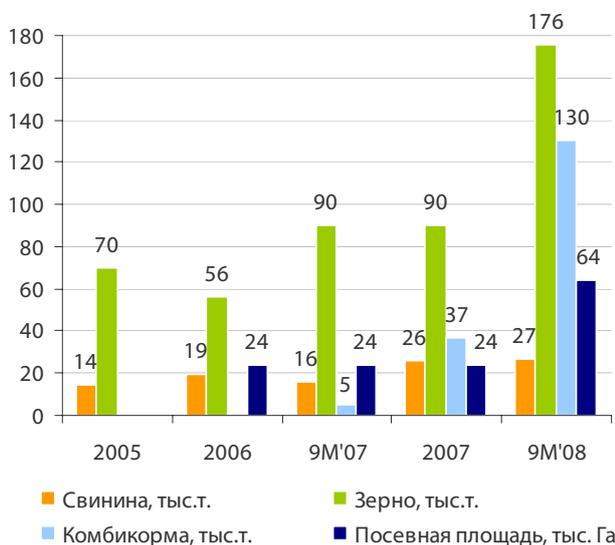
«Конкордия» с объемом производства 120 тыс. т мясных деликатесов и полуфабрикатов в год, и строительство несколько дистрибьюторских центров в городах-миллионниках.

Несмотря на вероятный пересмотр инвестпрограммы «Мираторга», ключевые и капиталоемкие проекты уже завершены или находятся на последней стадии завершения. Поэтому можно ожидать некоторого снижения долговой нагрузки Группы при выходе новых объектов на полную производственную мощность.

За 9 мес. 2008 г. Группа показала хороший рост как финансовых, так и операционных показателей. Выручка Группы за отчетный период выросла на 46% - 21,8 млрд. руб., EBITDA – на 95% - до 2,3 млрд. руб., чистая прибыль составила 1,6 млрд. руб. (считаем более корректно анализировать финансовые результаты Группы в рублях, являющихся основной валютой расчетов «Мираторга»). Рост показателей был обеспечен ростом производства свинины на 70% (27 тыс. т), производства зерна до 176 тыс. т и комбикорма до 130 тыс. т, а также за счет роста дистрибуции продуктов питания 28% - до 18 млрд. руб. (85% выручки Группы).

Позитивно, что рост чистого долга «Мираторга» составил всего 2% - до 11,1 млрд. руб. Структура долга также осталась сбалансированной – около 40% (с учетом облигационного займа с офертой 07.08.09 г.) приходится на краткосрочный долг, что составляет 4,6 млрд. руб. Причем 6,5 млрд. руб. – долгосрочные кредиты и займы с погашением в 2011 – 2020 гг. (56% долга). При расчете долговой нагрузки при скорректированном показателе EBITDA без учета переоценки инвестиционной стоимости, также налицо позитивная динамика. Показатель Чистый долг/EBITDA снизился с 9,83x в 2007 г. – до 4,55x по итогам 9 мес. 2008 г., EBITDA/% составил 3,16x.

Учитывая сбалансированную структуру кредитного портфеля, а также ожидаемый рост денежного потока в связи с выходом запущенных в 2008 г. производств на полную мощность, мы оцениваем кредитный риск Группы «Мираторг» как умеренный.



Объем производства
Источник: данные компании



Структура кредитного портфеля на 01.07.08 г.
Источник: данные компании

Сильные стороны

- высокая информационная прозрачность Группы;
- крупнейший дистрибьютор мяса и мясопродуктов в России;
- сильный зарубежный партнер - Sadia SA;

- замкнутый цикл производства мяса и мясных полуфабрикатов;
- ключевые и капиталоемкие проекты Группы уже завершены (бойня, завод полуфабрикатов);
- активное участие в нацпроекте «Развитие АПК».

Основные риски

- незначительная доля собственного производства в выручке на текущий момент;
- нестабильное состояние отрасли по импорту мяса ввиду государственного регулирования;
- возможное изменение режима квот, риск потери доли рынка.

МСФО	2006	2007	9М'08	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.				к 2007 г.
Основные средства	3 540	10 300	10 512	2,1%
Внеоборотные активы	4 400	13 936	14 615	4,9%
Запасы	3 225	2 920	4 195	43,7%
Дебиторская задолженность	2 253	2 734	1 665	-39,1%
Оборотные активы	6 899	8 686	10 570	21,7%
Всего активов	11 299	22 621	25 185	11,3%
Собственные средства	1 183	7 280	8 908	22,4%
Долгосрочные займы	2 619	8 923	8 160	-8,6%
Краткосрочные займы	1 859	2 429	3 130	28,8%
Кредиторская задолженность	5 422	2 779	3 765	35,5%
Всего пассивов	11 299	22 621	25 185	11,3%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.				к 9М'07
Выручка	14 755	23 577	21 773	46,2%
Валовая прибыль	1 714	2 428	2 562	н/д
ЕБИТДА	966	3 311	2 274	95,2%
Прибыль до налогов	540	2 668	1 676	н/д
Чистая прибыль	475	2 181	1 595	н/д
Основные финансовые коэффициенты				к 2007 г.
Чистый долг, млн. руб.	4 290	10 885	11 110	2,1%
Чистый долг/активы	0,38	0,48	0,44	-8,3%
Капитал/займы	0,26	0,64	0,79	23,1%
Чистый долг/выручка	0,29	0,46	0,38	-17,1%
Чистый долг/ЕБИТДА	4,44	3,29	3,66	11,5%
ЕБИТДА/%	3,99	6,32	3,93	-37,9%
Рентабельность активов	4,2%	9,6%	8,4%	-1,2 п.п.
Рентабельность капитала	40,1%	30,0%	23,9%	-6,1 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	6,5%	14,0%	10,4%	-3,6 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	3,2%	9,2%	7,3%	-1,9 п.п.
Корректировки показателя ЕБИТДА без учета переоценки инвестиционной стоимости				
ЕБИТДА*	-	1 108	1 831	-
Чистый долг/ЕБИТДА*	-	9,83	4,55	-53,7%
ЕБИТДА*/%	-	2,11	3,16	49,6%

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка



Митлэнд Фуд Групп

Кредитный риск: выше среднего



Облигация	Митлэнд Фуд Групп, 1
Поручитель	ЗАО «Митлэнд Лоджистикс энд Дистрибьюшн», ООО «Мясной терминал»
Объем выпуска	1 000 млн. руб.
Объем в рынке	694 млн. руб.
Дата размещения	20.02.2007
Срок обращения	3 года
Оферта	20.02.09, цена: 100
Котировки bid/offer	- /80
Доходность	211,48%
Купон	15,00%
Организатор	ВТБ Северо-Запад

Митлэнд Фуд Групп (Meatland Food Group) – крупный оператор российского рынка мяса, контролирующий около 25% рынка Санкт-Петербурга и Ленинградской области и 4% Москвы. Группа «Митлэнд» закупает мясное сырье у отечественных производителей и за рубежом, обеспечивает его разделку, обработку, хранение и транспортировку, снабжает подготовленным сырьем отечественных производителей мясопродуктов, а также сама ведет производство мясных полуфабрикатов. Основные активы Группы - производственный комплекс «Митлэнд-Агро» во Всеволожске мощностью 36,5 тыс. т (разделка и упаковка мяса, производство полуфабрикатов под собственным брендом «Филея»), специализированный мясной распределительный центр емкостью 9 тыс. т продукции и офисный центр класса А в Санкт-Петербурге, специализированный рефрижераторный автопарк из 120 машин.

Согласно консолидированной управленческой отчетности по РСБУ за 2007 г., выручка Группы «Митлэнд» составила 6,2 млрд. руб. (+2,5% к 2006 г.), показатель EBITDA вырос на 18% - до 484 млн. руб., чистая прибыль снизилась на 20% - до 244 млн. руб. В феврале 2007 г. Группа разместила облигационный заем объемом 1 млрд. руб., поэтому по итогам 2007 г. чистый долг увеличился почти в 2 раза – до 2,0 млрд. руб. Долговая нагрузка Митлэнда соответствует показателям эмитентов третьего эшелона - чистый долг/EBITDA составил 4,2х, EBITDA/% - 2,2х.

В феврале 2008 г. к оферте по облигациям Группы было предъявлено около 300 млн. руб., в феврале 2009 г. Митлэнду предстоит пройти очередную оферту (объем бумаг в рынке – 694 млн. руб.). Учитывая трудности с рефинансированием, единовременная выплата около 700 млн. руб. (при размере EBITDA за 2007 г. менее 500 млн. руб.) может поставить под угрозу устойчивость бизнеса Группы. Также для более актуального анализа отсутствует свежая консолидированная отчетность, что накладывает дополнительные кредитные риски. Также Митлэнд имеет достаточно обширную инвестиционную программу – строительство нового распределительного центра мощностью 16 тыс. т в Москве (ввод планировался в апреле 2009 г.), строительство боен в Ленинградской и Курской областях (объем инвестиций 8,5 млрд. руб., ввод – октябрь 2010 г.).

Выстраивать дальше цепочку вертикальной интеграции бизнеса Митлэнд не намерен – заниматься собственным животноводством Группа не планирует. Вместе с тем Группа делает ставку на импорт качественной говядины из Белоруссии, дефицит которой ощущается в России – Митлэнд Фуд Групп (49%) и Витебский мясокомбинат (51%) подписали договор о создании СП — ООО «Витмит», который будет забивать белорусский скот на мощностях Витебского МК, упаковывать охлажденные полуфабрикаты по технологии Митлэнда, а затем реализовывать на российском рынке. Учитывая единое экономическое пространство России

и Белоруссии (мясо ввозится вне квот), дефицитная охлажденная говядина, произведенная СП, должна оказаться ниже по цене, чем импортируемые аналоги из дальнего зарубежья.

Судя по всему, экономический кризис поставил Митлэнд, как и большинство компаний отрасли, в непростое положение – в конце октября т.г. Митлэнд разослал в администрацию Ленинградской области, Санкт-Петербурга и Москвы обращения с просьбой предоставить компании льготные условия кредитования (со ставкой до 12% годовых) для увеличения оборотного капитала. Чуть ранее Национальная мясная ассоциация РФ, куда также входит Митлэнд, направила письма Виктору Зубкову и Алексею Гордееву с предложением выкупить облигации аграриев ВЭБом на сумму до 100 млрд. руб. Однако на текущий момент об ответах на данные запросы и предложения ничего не известно.

Мы оцениваем кредитный риск по облигациям Митлэнд Фуд Групп выше среднего в связи с отсутствием более свежей консолидированной отчетности и достаточно высокой долговой нагрузкой по итогам 2007 г.

РСБУ консолидированная	2005	2006	2007	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.				к 2006 г.
Основные средства	403	557	519	-6,8%
Внеоборотные активы	417	656	1 088	65,7%
Запасы	444	454	523	15,3%
Дебиторская задолженность	453	649	1 017	56,6%
Оборотные активы	1 039	1 209	1 807	49,5%
Всего активов	1 456	1 865	2 895	55,2%
Собственные средства	229	455	700	53,7%
Долгосрочные займы	709	368	1 014	175,6%
Краткосрочные займы	334	770	1 016	31,9%
Кредиторская задолженность	184	269	162	-39,6%
Всего пассивов	1 456	1 865	2 895	55,2%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.				
Выручка	5 120	6 035	6 186	2,5%
Валовая прибыль	1 041	1 264	1 318	4,2%
ЕБИТДА	244	411	484	17,8%
Прибыль до налогов	166	265	213	-19,8%
Чистая прибыль	161	305	244	-20,0%
Основные финансовые коэффициенты				
Чистый долг, млн. руб.	998	1 055	2 012	90,7%
Чистый долг/активы	0,69	0,57	0,70	22,9%
Капитал/займы	0,22	0,40	0,34	-13,8%
Чистый долг/выручка	0,19	0,17	0,33	86,1%
Чистый долг/ЕБИТДА	4,09	2,57	4,16	61,9%
ЕБИТДА/%	16,24	5,45	2,24	-58,9%
Рентабельность активов	11,1%	16,3%	8,4%	-7,9 п.п.
Рентабельность капитала	70,2%	66,9%	34,8%	-32,1 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	4,8%	6,8%	7,8%	1,0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	3,1%	5,0%	3,9%	-1,1 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Сильные стороны

- ведущие позиции на мясном рынке Санкт-Петербурга и Ленинградской области;
- диверсификация бизнеса – оказание логистических и складских услуг сторонним компаниям.



Основные риски

- невысокая информационная прозрачность Группы;
- незначительная доля собственного производства в выручке – 12% по итогам 2007 г.;
- неполная цепочка вертикальной интеграции производства мясопродуктов;
- нестабильное состояние отрасли по импорту мяса ввиду государственного регулирования;
- возможное изменение режима квот, риск потери доли рынка.

Диверсифицированные холдинги

Группа Агрика

Кредитный риск: высокий



Облигация	Агрика Продукты Питания, 1
Поручитель	ООО "АГРОИМПОРТ", ООО "Агрика-Продукт"
Объем выпуска	1 000 млн. руб.
Дата размещения	03.10.2006
Срок обращения	3 года
Котировки bid/offer	- /42,4
Доходность	221,25%
Купон	13,50%
Организатор	Промсвязьбанк

Группа предприятий «Агрика» специализируется на глубокой переработке мяса и мяса птицы (колбасные изделия и мясные полуфабрикаты), производстве мяса птицы и быстрозамороженных продуктов питания, а также комбикормов и белково-витаминных смесей. В состав Группы входят 5 мясокомбинатов (Новоуфимский МК «НУМИК», МК «Затонский», «ЧМК – Колбасы и Деликатесы» (бывший Чебоксарский МК), Мясоперерабатывающий завод «Амрос», МК «Ржевский»), птицефабрика «Чебоксарский бройлер», завод по производству комбикормов «Чебоксарский комбинат хлебопродуктов» и быстрозамороженных продуктов - «Росток-Шупашкар». Под управлением Группы работают закупочные и сбытовые подразделения «Агроимпорт» и «Агрика продукт». Группа «Агрика» входит в состав инвестиционно-консалтинговой Группы компаний «РОЭЛ». Активы «Агрики» внесены в закрытый паевой инвестиционный фонд венчурных инвестиций «Агрика Продукты Питания» под управлением ЗАО «УК «РОЭЛ Капитал».

В 2006 г. Группа «РОЭЛ» объединила все ранее приобретенные активы в секторе мясопереработки и производства комбикормов, создав вертикально-интегрированную ГК «Агрика». Стоит отметить, что в конце 90-х – начале 2000-х имя «РОЭЛ» не раз фигурировало в различных рейдерских скандалах. Проект по созданию Группы «Агрика» стал наиболее успешным для ГК «РОЭЛ». Так, в соответствии с консолидированной отчетностью по МСФО за 2007 г., выручка Группы за год выросла на 61% - до 12 млрд. руб., показатель EBITDA – на 65% - до 1,4 млрд. руб., чистая прибыль увеличилась до 910 млн. руб. (+69% к 2006 г.). Также Группа показала достаточно высокую рентабельность для мясоперерабатывающей отрасли (по EBITDA – 11,9%, по чистой прибыли – 7,6%) при крайне низкой долговой нагрузке – показатель чистый долг/EBITDA по итогам 2007 г. составил 1,24x, EBITDA/% - 5,8x.

Однако уже в 2008 г. у «Агрики» начались проблемы с налоговой инспекцией. По сообщениям региональных СМИ Республики Чувашия, где располагаются основные производственные мощности «Агрики», в октябре на заседании комиссии по вопросам исполнения налогового законодательства острой критике президента Чувашии Николая Федорова подверглась деятельность холдинга «Агрика». По данным СМИ, еще в 2007 г. на 9 предприятиях «Агрики» проводились налоговые проверки, нарушения были выявлены у всех организаций и им доначислены налоги. После проверок Чебоксарский мясокомбинат прекратил свою деятельность и объявил о банкротстве. Остальные компании Группы становятся на налоговый учет в Москве. При этом на производственных мощностях Чебоксарского мясокомбината после его банкротства стала работать новая организация - ЗАО «ЧМК - Колбасы и Деликатесы», зарегистрированная в г. Химки, МО. На том же заседании комиссии заместитель министра внутренних дел республики Юрий Шаповалов сообщил о том, что в отношении руководства ряда предприятий «Агрики» возбуждены уголовные дела.



После этого в конце октября Генеральный директор ОАО «Агрика Продукты Питания» Дмитрий Колокатов ушел в отставку «по собственному желанию» (данные пресс-релиза). Временно исполняющим обязанности гендиректора «Агрики» совет директоров назначил Алексея Ильина, ранее исполнявшего обязанности заместителя, и поручил ему создать комиссию по проведению инвентаризации активов, дебиторской и кредиторской задолженности Группы. На текущий момент размер налоговых претензий к «Агрике» не известен, представители Группы также никак не комментируют последние события. Однако совпадение заявления заместителя МВД Чувашии с уходом с поста Генерального директора может говорить о наличии проблем у ГК «Агрика».

29.09.2009 г. «Агрика» должна погасить облигации на 1 млрд. руб., а 31.03.2009 г. выплатить купон по ставке 13,5% годовых. Мы продолжим следить за новостями по Группе, при этом, на текущий момент оцениваем кредитный риск по облигациям эмитента на высоком уровне.

МСФО	2006	2007	%%
Основные показатели баланса, млн. руб.			к 2006 г.
Основные средства	2 556	2 235	-12,6%
Внеоборотные активы	4 100	4 638	13,1%
Запасы	410	424	3,4%
Дебиторская задолженность	625	715	14,4%
Оборотные активы	3 042	1 650	-45,8%
Всего активов	7 141	6 288	-12,0%
Собственные средства	4 748	3 706	-22,0%
Долгосрочные займы	1 484	2 228	50,1%
Краткосрочные займы	308	13	-95,8%
Кредиторская задолженность	473	293	-38,1%
Всего пассивов	7 141	6 288	-12,0%
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.			
Выручка	7 415	11 966	61,4%
Валовая прибыль	1 035	1 657	60,1%
ЕБИТДА	860	1 419	65,0%
Прибыль до налогов	519	916	76,7%
Чистая прибыль	537	910	69,3%
Основные финансовые коэффициенты			
Чистый долг, млн. руб.	619	1 753	183,3%
Чистый долг/активы	0,09	0,28	221,8%
Капитал/займы	2,65	1,65	-37,6%
Чистый долг/выручка	0,08	0,15	75,6%
Чистый долг/ЕБИТДА	0,72	1,24	71,7%
ЕБИТДА/%	7,71	5,78	-25,1%
Рентабельность активов	7,5%	14,5%	7,0 п.п.
Рентабельность капитала	11,3%	24,6%	13,3 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	11,6%	11,9%	0,3 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	7,2%	7,6%	0,4 п.п.

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

Группа АГРОКОМ
Кредитный риск: выше среднего


Облигация	Группа АГРОКОМ, 1
Поручитель	ОАО "Донской Табак" ООО "Праймери"
Объем выпуска	1 500 млн. руб.
Объем в рынке	573 млн. руб.
Дата размещения	28.06.2006
Срок обращения	5 лет
Оферта	26.12.08, цена: 100
Котировки bid/offer	- /99
Доходность	25,35%
Купон	10,00%
Организатор	Банк Москвы

Многоотраслевой холдинг — «ГРУППА АГРОКОМ» был образован в августе 2004 г. В настоящее время он объединяет следующие бизнес-комплексы (БК):

- **мясоперерабатывающий БК:** свиноводческое хозяйство мощностью до 56 тыс. голов в год (ЗАО «Батайское»), мясокомбинаты - МК Ростовский, Ростовский колбасный завод «ТАВР», Морозовский МК, Новороссийский МК, дистрибьюторская компания - Торговый дом «ТАВР» (объем продаж за 2007 г. - 43,8 тыс. т. колбасных изделий, 21% рынка ЮФО);
- **табачный БК:** «Донской Табак», «Объединенная табачная компания», «Праймери Дон» (объем производства в 2007 г. - 18 млрд. сигарет, 3,8% российского рынка);
- **агропромышленный БК:** «Донские агрокультуры» - выращивание сельскохозяйственных культур, посевная площадь 25 тыс. га; ЗАО «Казачка» - рыболовное предприятие с замкнутым циклом производства общей площадью 1,16 Га, мощностью - более 1 тыс. т. рыбы в год;
- **БК Недвижимость:** ООО «Парк» (парк аттракционов), ООО «Форвард+» (сдача в аренду недвижимости Группы под складские и офисные помещения);
- **прочие БК:** ООО «Аква-Дон» - производство соков, плодоовощная консервация.

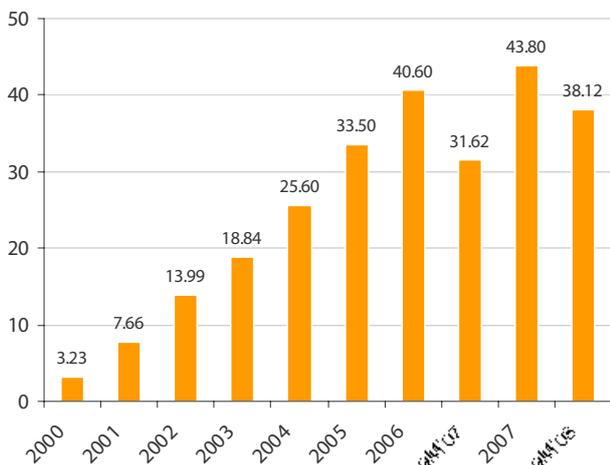
Несмотря большое число бизнес-комплексов Группы АГРОКОМ, основными направлениями является мясопереработка (53% выручки за 2007 г.) и производство табачной продукции (44% выручки). Доля остальных направлений деятельности Группы за 2007 г. составила всего около 4%.

В соответствии с пресс-релизом Группы «Тавр» (объединяет мясной бизнес Группы АГРОКОМ) за 9 мес. 2008 г. объем производства колбасных изделий и полуфабрикатов увеличился на 20,5% по сравнению с 9 мес. 2007 г. - с 31,6 тыс. т до 38,1 тыс. т. Выручка от продаж ГК «ТАВР» за отчетный период составила 4,13 млрд. руб. (+37,9% к 9 мес. 2007 г.) В октябре 2008 г. завершилась реализация проекта по строительству цеха по утилизации производственных стоков свинокомплекса «Батайское», рассчитанный на 100 тыс. голов. Также в марте 2008 г. Группа начала строительство на внутренней территории «Ростовского колбасного завода — «ТАВР» склада готовой продукции общей площадью 1700 м² и емкостью более 350 т колбасных изделий единовременного хранения. Ранее в 2007 г. началось строительство «Ростовского мясокомбината» - предприятия полного производственного цикла от убоя до производства мясных изделий. Объем инвестиций первой очереди составит порядка 2,5 млрд. руб.

Объем производства табачного бизнеса Группы АГРОКОМ (ОАО «Донской табак») за 9 мес. 2008 г. составил 13,4 млрд. сигарет (+10% к 9 мес. 2007 г.). Объем продаж в стоимостном



выражении вырос более чем на 40% по сравнению с прошлым годом - до 6,3 млрд. руб. (в том числе 0,7 млрд. руб. – за счет экспорта, что на 60% больше, чем в 2007 г.). Согласно данным компании «Бизнес аналитика», по итогам 9 мес. 2008 г. доля ОАО «Донской табак» по России составляет 4,1% против 3,9% в 2007 г. Нарастиванию доли рынка способствовала активная экспансия на территориях Москвы и области, Уральского, Волжского и Северо-Западного регионов, в III кв. 2008 г. были открыты представительства в Сибири и на Дальнем Востоке. Важным этапом развития бизнеса стало подписание в июле 2008 г. прямых контрактов с производителями в Южной Америке на поставку табака.



■ Объем продаж продукции ГК "Тавр", тыс. т.

Объем продаж продукции ГК «Тавр», тыс. т.
Источник: данные компании



Структура выручки Группы Агроком, 2007 г.
Источник: данные компании

С учетом данных пресс-релизов, выручка Группы АГРОКОМ за 9 мес. 2008 г. составила порядка 10,5 – 11,0 млрд. руб., таким образом, за весь 2008 г. Группа может получить выручку в размере 14,5 – 15,0 млрд. руб. (+80% к 2007 г.). Однако АГРОКОМ не публикует полноценную консолидированную отчетность, поэтому оценить уровень текущего долга не представляется возможным. В сообщении Группы «Донской табак» подчеркивается, что в условиях финансового кризиса, компания «чувствует себя достаточно спокойно» при проводимой консервативной инвестиционной политике.

В целом бизнес-структура Группы АГРОКОМ достаточно сильная – мясной бизнес вертикально интегрирован, при этом ценовые скачки в мясоперерабатывающей отрасли могут нивелироваться за счет более рентабельного табачного бизнеса (рентабельность EBITDA за 2007 г. – 9,8% и 15,5% соответственно). Также табачная и мясная продукция ориентирована в большей степени на средний и эконом сегменты потребления, что в условиях кризиса даже может повысить спрос на ряд продуктовых линеек.

26.12.08 г. Группе предстоит пройти оферту по облигационному займу объемом 1,5 млрд. руб. После прошлогодней оферты, по нашим оценкам, в рынке осталось около 570 млн. руб. Учитывая объем бизнеса Группы АГРОКОМ, прохождение оферты не должно вызвать проблем с единовременным погашением 570 млн. руб. При этом, в связи с отсутствием отчетности, определенные риски сохраняются.

Сильные стороны

- диверсификация бизнеса (табачный и мясной);
- высокая вертикальная интеграция мясного бизнеса;
- ведущие позиции на целевых рынках ЮФО;

Основные риски

- невысокая информационная прозрачность Группы;

РСБУ консолидированная	2004	2005	2006	2007
Основные показатели баланса, млн. руб.				
Основные средства	1 975	1 881	2 449	-
Внеоборотные активы	2 983	3 176	3 452	-
Запасы	1 375	1 212	1 504	-
Дебиторская задолженность	604	888	1 213	-
Оборотные активы	2 792	2 789	4 252	-
Всего активов	5 775	5 965	7 703	-
Собственные средства	3 648	3 818	4 058	-
Долгосрочные займы	915	316	1 535	-
Краткосрочные займы	572	749	1 063	-
Всего пассивов	5 775	5 965	7 703	-
Основные показатели прибылей и убытков, млн. руб.				
Выручка	5 176	5 784	7 030	7 986
Валовая прибыль	868	741	1 378	-
ЕБИТДА	631	508	765	1 081
Прибыль до налогов	354	262	382	-
Чистая прибыль	259	175	235	-
Основные финансовые коэффициенты				
Чистый долг, млн. руб.	1 180	998	2 282	-
Чистый долг/активы	0,20	0,17	0,30	-
Капитал/займы	2,45	3,59	1,56	-
Чистый долг/выручка	0,23	0,17	0,32	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,87	1,97	2,98	-
ЕБИТДА/%	2,79	4,52	4,27	-
Рентабельность активов	4,5%	2,9%	3,0%	-
Рентабельность капитала	7,1%	4,6%	5,8%	-
Рентабельность ЕБИТДА	12,2%	8,8%	10,9%	13,5%
Рентабельность чистой прибыли	5,0%	3,0%	3,3%	-

Источник: данные компании, анализ Промсвязьбанка

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) 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	Заместитель начальника отдела	70-47-34
Крусткалн Ян Эдуардович Krustkaln@psbank.ru	Главный аналитик	70-47-32
Грицкевич Дмитрий Александрович Gritskevich@psbank.ru	Главный аналитик	70-20-14
Жариков Евгений Юрьевич Zharikov@psbank.ru	Ведущий аналитик	70-47-35
Захаров Антон Александрович Zakharov@psbank.ru	Аналитик	70-47-75

Управление торговли и продаж

Панфилов Александр Сергеевич Panfilov@psbank.ru	Синдикация и продажи	Прямой: +7(495)705-90-97 icq 150-506-020 +7(495)777-10-20 доб. 70-20-13
Павленко Анатолий Юрьевич APavlenko@psbank.ru	Треjder	Прямой: +7(495)705-90-69 или icq 329-060-072 +7(495)777-10-20 доб. 70-47-23
Рыбакова Юлия Викторовна Rybakova@psbank.ru	Треjder	Прямой: +7(495)705-90-68 или icq 119-770-099 +7(495)777-10-20 доб. 70-47-41
Пинаев Руслан Валерьевич pinaev@psbank.ru	Треjder	Прямой: +7(495)705-97-57 или +7(495)777-10-20 доб. 70-20-23

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 её содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

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