

Внешний долг Украина

Ренессанс Капитал

Мироновский хлебопродукт Результаты за 9 месяцев 2007 г.

- **Расширение спрэдов не оправдано.** Облигации компании Мироновский хлебопродукт (МХП, B2/-B) в последнее время отставали от корпоративных долговых обязательств развивающихся рынков категории В; кроме того, расширились их спрэды относительно бумаг сопоставимых бразильских компаний Friboi и Marfrig. По нашему мнению, такое увеличение спрэдов не является обоснованным, принимая во внимание фундаментальные характеристики холдинга и улучшение его кредитного профиля. Мы считаем облигации МХП привлекательными с точки зрения относительной стоимости.
- **Сильные результаты за девять месяцев 2007 г.** Показатели неаудированной отчетности, представленные на прошлой неделе, отражают неплохой рост выручки и прибыли компании. Что более важно, данные за третий квартал демонстрируют существенное улучшение по сравнению с результатами первого полугодия. Выручка, валовая прибыль и EBITDA МХП за июль-сентябрь сопоставимы с показателями за первое полугодие. Помимо производства птицы, росту выручки способствовали сезонное увеличение объемов реализации зерна и поступления от продажи подсолнечного масла.
- **Мироновская бройлерная птицефабрика начала работу.** В июле МХП начал поставки продукции нового современного птицеводческого комплекса. Мироновская птицефабрика – крупнейший птицеводческий комплекс в Европе – вышла на проектную мощность в ноябре 2007 г. (мощность первой очереди составляет почти 110 тыс. тонн продукции в год), и в настоящее время объем производства мяса птицы на 70% выше, чем в первом полугодии 2007 г. (рис. 1).
- **Факторы роста рентабельности.** Повышение рентабельности в производстве мяса птицы (рис. 2) было обусловлено снижением издержек (благодаря улучшению эффективности после запуска Мироновской птицефабрики) и благоприятной ценовой конъюнктурой. По нашим оценкам, средняя отпускная цена мяса птицы МХП в третьем квартале 2007 г. была примерно на 15% выше, чем в первом полугодии (индекс цен на мясо птицы Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (FAO) в августе достиг рекордно высокого значения за последние десять лет). Мы ожидаем, что в четвертом квартале МХП покажет более значительную экономию затрат, поскольку Мироновская фабрика к этому отчетному периоду достигла полной загрузки мощностей.
- **Капиталовложения и долг.** Большая часть капиталовложений 2007 г. была осуществлена в первом полугодии. В третьем квартале объем капитальных затрат МХП снизился, и мы ожидаем, что показатель за четвертый квартал также будет умеренным. Однако в 2008 г. мы прогнозируем очередное повышение капитальных затрат на вторую очередь птицеводческого комплекса (ввод в эксплуатацию запланирован в середине 2009 г.). В прошлом году руководство холдинга приняло решение отложить IPO, и мы считаем, что менеджмент осознает существующие ограничения в финансировании и будет соответствующим образом корректировать процесс строительства второй очереди комплекса, чтобы долговая нагрузка МХП не превысила пороговое значение, предусмотренное ковенантами по выпуску еврооблигаций. В июле-сентябре абсолютный и относительный уровень долга МХП уменьшился, и мы ожидаем, что долговая нагрузка по итогам 2007 г. будет несколько ниже, чем за девять месяцев года. Эффективность управления оборотным капиталом в третьем квартале также улучшилась, что позволило более чем компенсировать отток денежных средств в первом полугодии.
- **Снижение рентабельности в сельскохозяйственном сегменте – иллюзия.** Анализ деятельности МХП по сегментам показывает, что рентабельность сельскохозяйственного бизнеса холдинга в третьем квартале значительно снизилась по сравнению с первым полугодием, несмотря на рост объемов реализации и повышение рыночных цен на продукцию. По нашему мнению, это может быть связано с используемой методикой учета (по стандарту 41 МСФО в первом полугодии компания уже учла в отчетности доход от роста цен на собранное, но еще не проданное зерно).
- **Угроза птичьего гриппа преувеличена.** На промышленных птицефабриках Украины и России в течение последних лет не зарегистрировано ни одного случая птичьего гриппа. Все сообщения прессы относятся к частным хозяйствам, выращивающим птицу. Стандарты санитарной и биологической безопасности МХП соответствуют международным нормам и стандартам качества. Международная финансовая корпорация, признанный эксперт в сельскохозяйственном бизнесе, уже несколько лет является акционером МХП, что наверняка способствовало внедрению строгих санитарных требований.

Кредитный анализ Обзор результатов 1 февраля 2008 г.

Петр Гришин, CFA
+ 7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

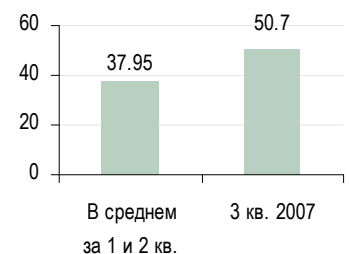
Анастасия Головач
+38 (044) 492 7382
AGolovach@rencap.com

Основные показатели по МСФО

USD млн, если не указано иное	9 мес. 2007	9 мес. 2006	9 мес. 2007 к 9 мес. 2006
Выручка	311.2	228.7	36%
Валовая прибыль	96.9	81.2	19%
EBITDA	118.8	101.0	18%
Валовая рентабельность	31.1%	35.5%	-4.4 п. п.
Рентабельность EBITDA	38.2%	44.2%	-6.0 п. п.
EBITDA/Проз. расходы	3.33	–	–
Капвложения	97.5	155.3	-37%
Капвложения/ EBITDA	82.1%	153.8%	–
Финансирование оборотн. капитала/EBITDA	5.8%	-30.9%	–
	9 мес. 2007	1 пол. 2007	9 мес. 2007 к 1 пол. 2007
Совокупный долг	435.3	464.0	-6%
Долг/EBITDA	2.75	3.64	–
Доля краткосрочн. долга	21%	18%	–

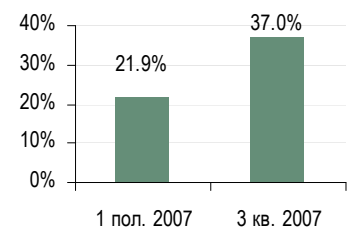
Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Квартальный объем выпуска
мяса птицы, тыс. тонн



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Операционная прибыль производства
мяса птицы



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efartitov@rencap.com
Ольга Агеева

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100