

## Моссельпром: ПТИЦЕВОДСТВО С ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

- **Недооценка сохраняется.** Кредитный риск Моссельпрома (МСП) существенно выше риска Группы Черкизово, однако спред между их облигациями (750 против 250 б. п. к кривой Москвы) представляется неоправданно высоким. Мы считаем, что облигации МСП должны торговаться по доходности не выше 11.5% относительно текущего уровня в 13.5%.
- **Перспективный бизнес, передовая компания.** Мы позитивно оцениваем перспективы отрасли. Потребление мяса птицы на душу населения в России все еще в три раза меньше чем в советское время и вдвое ниже чем в Европе. МСП является одним из наиболее современных агропромышленных комплексов в стране, его отличает высокий уровень вертикальной интеграции (100%-ная обеспеченность комбикормами). Компания принимает участие в национальном проекте «Развитие АПК». Качество менеджмента МСП мы оцениваем как высокое.
- **Рыночная конъюнктура улучшается.** В начале текущего года сложилась сложная ситуация в секторе производства мяса птицы: во-первых, объем продаж традиционно ниже в первом квартале; во-вторых, резко снизились оптовые цены на куриное мясо из-за связанных с птичьим гриппом опасений и падения цен импортируемой продукции. В настоящий момент цены начали восстанавливаться, а объемы реализации растут. По итогам второго квартала мы ожидаем рост выручки МСП примерно на 30-40% и значительное улучшение рентабельности (поскольку продажи растут за счет сокращения запасов готовой продукции).
- **Риски птичьего гриппа застрахованы.** По распоряжению ветеринарной службы МСП застраховал риски птичьего гриппа и вынужденного убоя птицы в Росгосстрахе на сумму до 60 млн руб. Страховой полис распространяется на все стадо МСП и действует до сентября 2006 г.
- **Управляемая структура долга.** Примерно USD13 млн (20% всего долга) приходится на займы акционеров со средней ставкой 11.7%. Однако основная часть процентных расходов МСП компенсируется субсидиями: по займам Россельхозбанка из федерального бюджета возмещается 2/3 ставки рефинансирования ЦБ в течение одного-двух месяцев после соответствующих выплат. Следует отметить, что получаемые субсидии отражаются в отчетности компании по РСБУ не как снижение процентных расходов, а как внереализационные доходы. Заем от правительства Москвы обходится компании в 4%. Предполагается, что новый проект по строительству свиноводческого комплекса будет финансироваться за счет восьмилетнего кредита Россельхозбанка (фактическая ставка 4%, предусмотрен трехлетний льготный период).
- **Риски значительны, но доходность выше справедливой.** Производители мяса птицы защищены высокими таможенными пошлинами и ограниченными импортными квотами, без которых конкурентоспособность отрасли была бы намного ниже. Планы экспансии МСП агрессивны (особенно в Орловской области), и держатели облигаций компании фактически являются венчурными инвесторами. Однако мы полагаем, что текущие уровни доходности бумаг МСП в полной мере компенсируют инвесторам возможные риски.

### Основные показатели:

	2005 г.	Рост к 2004 г.
Выручка, USD млн	48.3	+88%
Валовая прибыль, USD млн	12.4	+185%
Прибыль от продаж, USD млн	9.1	+425%
Валовая рентабельность	25.6%	+9 п.п.
Рентабельность продаж	18.9%	+12 п.п.
Совокупный долг, USD млн	70.4	+14%
Долг без займов акционеров, USD млн	52.2	+66%
Процентные расходы (до субсидий), USD млн	3.0	-13%

  

	1 кв. 2006 г.	Рост к 1 кв. 2005
Выручка, USD млн	9.4	-18%
Валовая прибыль, USD млн	2.1	-18%
Прибыль от продаж, USD млн	0.7	-59%
Валовая рентабельность	21.9%	не изм.
Рентабельность продаж	7.9%	-8 п.п.
Совокупный долг, USD млн*	63.3	-10%
Долг без займов акционеров, USD млн*	50.1	-3%
Процентные расходы (до субсидий), USD млн	1.3	+23%

\*Изменение к 2005 г.

# 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 могут 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

Nzagvozdina@rencap.com

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoisseev@rencap.com

#### Аналитики

##### 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

##### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

Nzagvozdina@rencap.com

Алексей Языков

Иван Николаев

##### Количественный анализ

+ 7 (495) 258 7735

Сергей Кудрявцев

Skudryavtsev@rencap.com

##### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

Rnash@rencap.com

Тим Брэнтон

##### Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoisseev@rencap.com

Павел Мамай

Петр Гришин

Наргиз Садыкова

Валентина Крылова

Олеся Черданцева

##### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@rencap.com

Юрий Власов

##### Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@rencap.com

Елена Савчик

Роман Елагин

##### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин

Vpantyushin@rencap.com

##### Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас

Rwallace@rencap.com

Ирина Черная

Ольга Чулкова

##### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбег

Akazbegi@rencap.com

Анна Куприянова

##### Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@rencap.com

Файг Байрамов

Светлана Дрыгуш

Юлия Голеусова

##### Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

##### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Jpopova@rencap.com

##### Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян

Ooganisian@rencap.com

Александр Фомичев

Евгений Кудрин

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@rencap.com

Патриция Сомервилл

Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@rencap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун