

22 июля 2011

АПХ Мираторг (Fitch/B/)

Стабильность вместе с продовольствием

Рис. 1. Параметры выпуска Мираторг Финанс БО-1

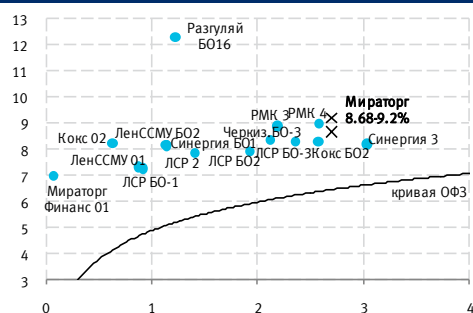
Эмитент	ООО Мираторг Финанс
Оферент	АПХ Мираторг
Объем	3 млрд. руб.
Срок до погашения	3 года
Дюрация	2,7 года
Предварительные ориентиры доходности	купон 8.5-9.0%
	доходность 8.68-9.2%
Справедливая доходность	8.6-8.7%

Рис. 2. Ключевые финансовые показатели, МСФО, млн. руб.

	2009	2010
Выручка	32 282	34 422
EBITDA	4 893	6 712
Чистая прибыль	2 070	3 107
Активы	45 980	55 655
Чистый долг	21 874	22 452
Капитал	14 778	17 693
Рентабельность по EBITDA	15.20%	19.50%
Чистый долг/EBITDA	4.47	3.34
EBITDA/Проценты	3.1	4.1

Источник: данные компании, оценка банка Открытие

Рис. 3. Карта рублевого рынка



Источник: ММВБ, оценка банка Открытие

В ближайшее время состоится размещение рублевых облигаций агропромышленного холдинга Мираторг. Компания планирует продать бумаги на сумму 3 млрд. руб. с погашением через 3 года. Привлеченные средства будут направлены на рефинансирование краткосрочного выпуска Мираторг Финанс 01 и фондирование инвестиционной программы. По нашим оценкам, справедливая доходность по новому выпуску находится в районе 8.6-8.7%, что соответствует нижней границе маркируемого диапазона. Таким образом, участие в размещении выглядит привлекательно.

- АПХ Мираторг – вертикально-интегрированная группа, специализирующаяся на производстве и дистрибуции мясной продукции.
- По данным Национального Союза свиноводов, Мираторг является крупнейшим российским производителем свинины (доля рынка 8.2% в 2010 г.), а также занимает лидирующие позиции среди дистрибьюторов мяса и мяса птицы (8.8% совокупного импорта в 2010г.).
- В прошлом году компания произвела 138 тыс. тонн свинины в живом весе, что на 19% превысило показатель за 2009г. Объем продукции, реализованной через собственную сеть продаж за аналогичный период, достиг 338 тыс. тонн, 64% из которых пришлось на товары собственного производства.

Ключевые факторы поддержки кредитного профиля:

- Высокая степень вертикальной интеграции бизнес-модели, позволяющая сглаживать негативное воздействие в случае колебания сырьевых рынков.
- Сильные конкурентные позиции в занимаемой отрасли.
- Развитая сбытовая сеть, налаженная система взаимоотношений с потребителями, узнаваемый портфель собственный брендов.
- Наличие государственной поддержки в виде налоговых льгот и субсидий как компании-участнику государственной программы «Развитие АПК».
- Хорошие отношения с крупнейшими российскими государственными банками, выступающими в качестве основных кредиторов Мираторга. Сотрудничество с IFC.
- Высокая степень информационной открытости (прозрачная структура владения, наличие ежеквартальной аудированной отчетности по МСФО и международного кредитного рейтинга).

Основные риски:

- Главная угроза кредитным метрикам Мираторга в ближайшее время – масштабная инвестиционная программа (свыше 62 млрд. руб. до 2013 г.), которая окажет значительное давление на показатели долговой нагрузки. Однако важно отметить, что крупные проекты (прежде всего КРС) будут учитываться за периметром консолидации группы, тем самым исключая право регресса на основной бизнес.
- Умеренно-высокий текущий уровень задолженности: соотношение Чистый Долг/EBITDA по итогам 2010 г. составило 3.3х.
- Облигации группы не удовлетворяют требованиям для попадания в Ломбардный список ЦБ РФ.

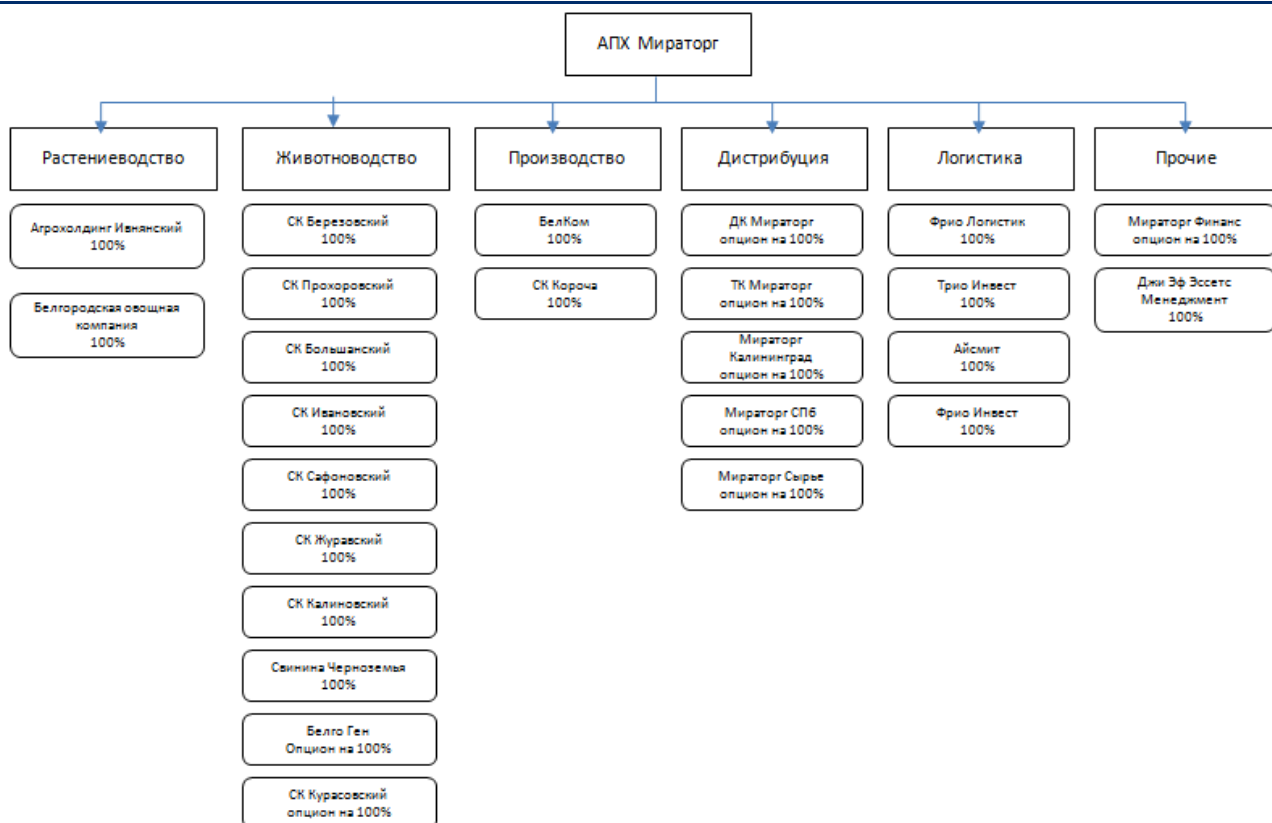
Краткое описание компании

Агропромышленный холдинг Мираторг – вертикально-интегрированная группа, специализирующаяся на производстве и дистрибуции мясной продукции. Операционный цикл компании охватывает все этапы: от производства зерна и комбикормов до реализации готовой продукции.

Изначально Мираторг начал свою деятельность в 1995 году как посредник на рынке продуктов питания. Постепенно, по мере развития договорных отношений с поставщиками, группа выросла в крупного дистрибьютора мясной продукции. Однако введение таможенных квот на импорт мяса в 2003 году (ввоз товара сверх установленной нормы стал облагаться повышенными пошлинами), подтолкнул Мираторг к смене бизнес-модели. Таким образом, был дан старт к развитию собственных производственных мощностей. В результате произведенных в последние годы инвестиций, которые оцениваются в более чем 40 млрд. руб., сегодня, помимо дистрибьюторского дивизиона, группа включает в себя две зерновые компании, комбикормовый завод, элеватор, 12 свинопунксов, а также высокотехнологичное автоматизированное предприятие по мясопереработке.

В 2008-2010 годах группа произвела реорганизацию, в результате которой была выстроена прозрачная вертикальная организационная структура, объединенная холдинговой компанией АПХ Мираторг. Конечными бенефициарами компании являются ее основатели братья В.В. Линник и А.В.Линник, которые контролируют 100% акций.

Рис. 1. Структура группы



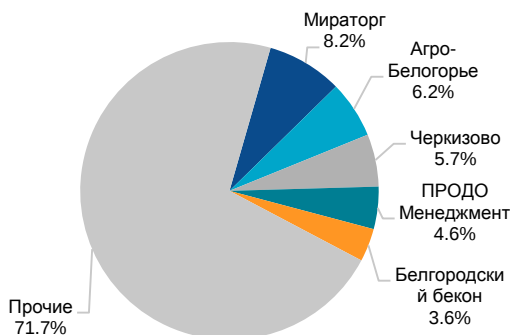
Источник: данные компании

По данным Национального Союза свиноводов, Мираторг является крупнейшим российским производителем свинины с долей рынка в 8.2% (индустриальное производство в 2010г.). В 2010 г. производство свинины в живом весе составило 138 тыс. тонн, что на 19% превышает показатель за 2009г. Более того, компания по-прежнему занимает лидирующие позиции среди дистрибьюторов мяса и мяса птицы, контролируя 8.8% совокупного

импорта. Объем продукции, реализованной через собственную сеть продаж в 2010 г. достиг 338 тыс. тонн, 64% из которых пришлось на товары собственного производства.

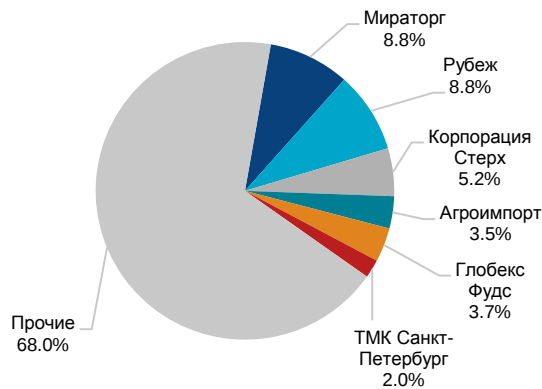
География продаж холдинга охватывает 15 регионов России, в том числе такие города как Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Самара, Воронеж, Новосибирск, Краснодар, Челябинск, Калининград и т.д. Основными клиентами выступают крупные розничные сети, ведущие мясоперерабатывающие предприятия, а также предприятия общественного питания

Рис. 5. Крупнейшие производители свинины в России, 2010 г.



Sources: Otkritie Capital Research

Рис. 6. Крупнейшие российские импортеры мяса и мяса птицы в 2010 г.



Sources: Otkritie Capital Research

Имея важное значение для продовольственной системы страны, Мираторг включен в список системообразующих предприятий Российской Федерации. Компании, попавшие в данную группу, имеют право на получение государственной помощи в случае возникновения объективной необходимости. Также холдинг является активным участником Государственной программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2008-2012 годы. Иными словами, развитие Мираторга осуществляется в рамках реализации государственной программы «Развитие АПК», что дает возможность предприятиям группы пользоваться льготным налогообложением, частично возмещать процентные расходы по кредитам, равно как и получать прямые субсидии из региональных бюджетов.

Недавно международное рейтинговое агентство Fitch присвоило группе Мираторг кредитный рейтинг на уровне «В» со стабильным прогнозом. В своем пресс-релизе Fitch отмечает, что такие факторы как сильные рыночные позиции, высокая степень вертикальной интеграции и развитая дистрибьюторская сеть оказывают поддержку кредитному рейтингу группы. В то же время, планируемые масштабные инвестиционные вложения и, как следствие, отрицательная величина свободного денежного потока и высокие показатели левереджа имеют сдерживающий эффект. Агентство также выделяет относительно невысокие стандарты корпоративного управления.

Стратегия Мираторга предусматривает дальнейшую диверсификацию в рамках собственного производства мясной продукции. Так, с 2010 года разрабатывается проект по производству говядины в Брянской области. Частично он был запущен уже в этом году, и, на текущий момент, полностью функционируют две фермы (завезено 5.7 тыс. голов скота). Всего первоначальный этап подразумевает строительство семи ферм для содержания 21 тыс. голов скота. Также с конца прошлого года «с нуля» реализуется проект по производству мяса птицы с запланированной мощностью 100 тыс. тонн в год. Ожидается, что данное направление будет введено в 2012 г.

Дополнительно в среднесрочной перспективе компания намерена расширить географию присутствия за пределы России. Недавно дочерняя компания Мираторга была включена Комиссией Европейских содружеств в список поставщиков, имеющих право на продажу своей продукции на территории ЕС.

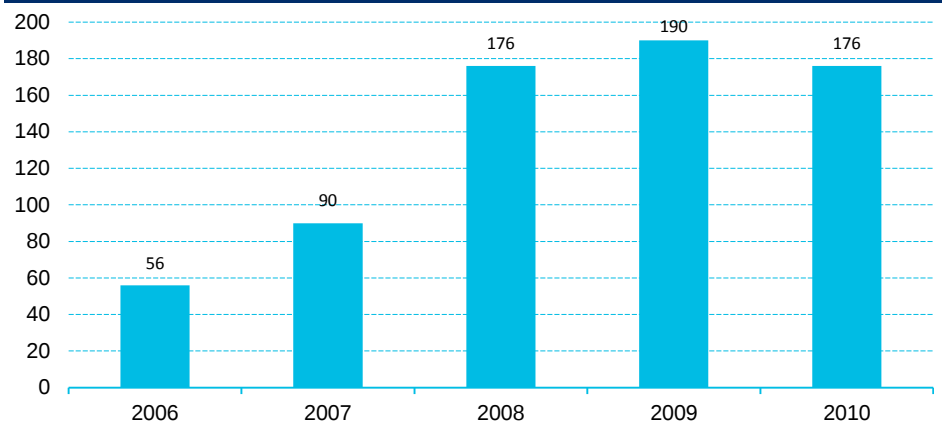
Операционный профиль

Структура Мираторга объединяет ряд дивизионов, вместе осуществляющих полный цикл производства. Так, основными направлениями деятельности предприятий группы являются: растениеводство, производство комбикормов, свиноводство, мясопереработка, а также весь комплекс мероприятий по хранению, транспортировке и продаже готовой продукции. С недавнего времени группа запустила новое направление – производство говядины. Вертикальная интеграция бизнеса повышает финансовую гибкость Мираторга. Так, к примеру, во время прошлогодней засухи наличие собственного урожая зерна помогло сгладить негативные последствия резкого роста себестоимости.

Растениеводство

Данный дивизион, по сути, является опорным в структуре холдинга, обеспечивая сырьем все остальные производственные направления. Компании дивизиона выращивают такие зерновые культуры как пшеница, ячмень, кукуруза, соя и т.д. Производственные мощности расположены в Белгородской, Брянской и Курской областях. На текущий момент Мираторг самостоятельно обеспечивает свои потребности в зерне на 80%. Стратегической целью является доведение этого показателя до уровня полного обеспечения.

Рис. 7. Динамика производства зерна 2006-2010 гг., тыс. тонн



Источник: данные компании

В 2010 г. общий объем производства зерна составил 176 тыс. тонн, снизившись на 7.4% год к году на фоне засушливого лета. С другой стороны увеличение цен на зерновые способствовало росту выручки дивизиона, которая достигла 887 млн. руб. (+10% к уровню 2009г.). Хотя по итогам прошлого года направление зафиксировало убыток от засухи в размере 143 млн. руб., его удалось частично компенсировать за счет полученных от государства субсидий (59 млн. руб.). По планам Мираторга в текущем году урожай должен составить около 296 тыс. тонн.

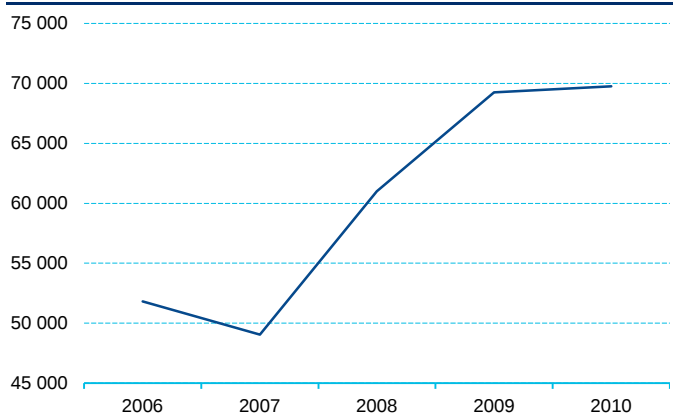
Производство комбикормов

Основным операционным активом данного дивизиона является завод БелКом, расположенный в Белгородской области. Производственные мощности предприятия оцениваются в 270 тыс. тонн, что составляет чуть более трети общих потребностей Мираторга в сырье. В целях повышения уровня вертикальной интеграции компания ведет строительство новых производственных площадок. В мае был введен в эксплуатацию второй комбикормовой завод мощностью порядка 360 тыс. тонн. Более того, в следующем году закончится строительство третьего завода с аналогичными характеристиками. Таким образом, можно ожидать, что в ближайшее время внутренние потребности компании в комбикорме будут полностью удовлетворены.

Свиноводство

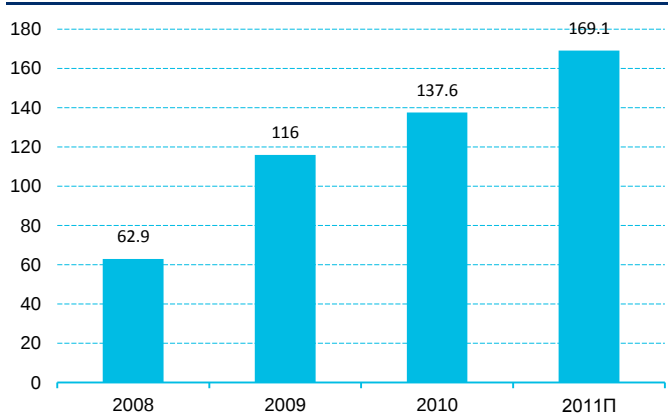
Направление свиноводство - ключевое в бизнес-модели Мираторга. На сегодняшний день вложения в развитие данного дивизиона уже превзошли 20 млрд. руб. Результатом стал ввод в эксплуатацию 12-ти свинокомплексов, расположенных в Белгородской области. По итогам 2010 г., общая численность племенного скота составляла около 60 тыс. голов. Все производственные объекты являются высокотехнологичными и соответствуют европейским стандартам. Так, при среднем для российского сельскохозяйственного комплекса выходе поросят на одну свиноматку на уровне 15 голов в год, свинокомплексы Мираторга добились показателя в размере 22 голов.

Рис. 8. Динамика средних цен производителей свинины в России, руб./тонна



Источник: данные компании

Рис. 9. Производства свинины в живом весе, тыс. тонн



Источник: данные компании

Всего в 2010 г. предприятиями группы было произведено 137.6 тыс. тонн свинины в живом весе, что превышает объем за предыдущий год на 19%. Рост выручки направления за аналогичный период достиг 23%. (8.5 млрд. руб.). Планы Мираторга на текущий год подразумевают рост производства на 22.5% (до 169 тыс. тонн) при фактическом выполнении за 1К11г. в объеме 34.1 тыс. тонн.

Дальнейшее развитие данного направления предусматривает ввод в эксплуатацию еще 13 свинокомплексов, которые на текущий момент находятся в стадии строительства. В результате мощности по производству свинины возрастут до 300 тыс. тонн в год.

Мясопереработка

Высокотехнологичный свиноплекс Короча – операционный актив Мираторга в области мясопереработки. Завод был введен в эксплуатацию в начале 2009 года и располагается в Белгородской области. Его производственные мощности оцениваются в 2 млн. голов в год или 165 тыс. тонн в убойном весе. В 2010 году выпуск готовой продукции достиг 152 тыс. тонн, а за первые три месяца 2011г. – 32.3 тыс. тонн. (+10% год к году).

Дальнейшее развитие холдинга предусматривает проведение модернизации в 2011 г., которая позволит повысить мощности данного направления на 50%, т.е. до 3 млн. голов в год (свыше 10% от общего объема убоя в России).

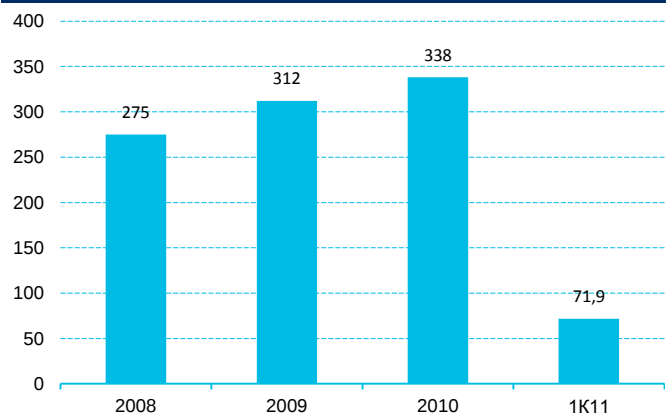
Продажи

Дистрибуция является заключительным звеном в производственной цепочке группы. Данное направление помимо продаж собственной продукции также включает реализацию импортируемых продуктов питания. В тоже время, в последние годы наметилась тенденция к постепенному вытеснению импорта и замещению его более высоко маржинальными товарами собственного производства. Всего в прошлом году было продано свыше 338 тыс. тонн продовольствия (мяса, мясных полуфабрикатов, замороженных овощей). Объем реализации в 1К11г. составил 72 тыс. тонн (+11% год к году).

Собственная продуктовая линейка Мираторга представлена такими брэндами как: Витамин (замороженные овощи и ягоды), Willma (мясные полуфабрикаты), GurMama (мясные полуфабрикаты), Мираторг (охлажденные мясные полуфабрикаты).

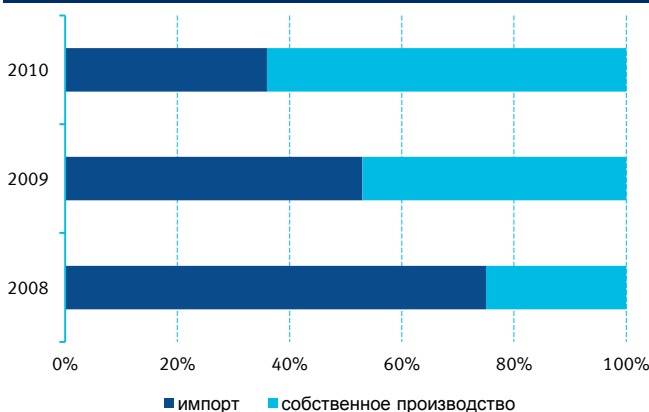
Сеть продаж холдинга охватывает 15 регионов России и доставляет продукцию свыше 16 тыс. клиентам. Транспортировка осуществляется посредством собственного автопарка, насчитывающего в 2010г. 637 единиц техники (+25% год к году). Общий грузооборот за прошлый год составил 871 тыс. тонн.

Рис. 10. Объем совокупных продаж холдинга в натуральном выражении, тыс. тонн



Sources: Otkritie Capital Research

Рис. 11. Доля продукции собственного производства в суммарной выручке, %



Sources: Otkritie Capital Research

Финансовый профиль

Оценку финансового состояния группы мы провели на основании аудированной консолидированной отчетности по МСФО. Отметим, что Мираторг публикует результаты на ежеквартальной основе. Ниже приведены основные показатели Баланса и Отчета о прибылях и убытках компании в сравнении с главными российскими конкурентами, имеющими публичные обязательства на долговом рынке.

Рис. 12. Финансовые показатели АПХ Мираторг и ближайших конкурентов, МСФО, млн. руб.

	Мираторг 2008	Мираторг 2009	Мираторг 1П10	Мираторг 2010	Черкизово 2010	Разгуляй 2010
Выручка	28 026	32 282	15 114	34 422	36 074	25 900
EBITDA*	2 900	4 893	2 803	6 712	6 640	4 415
Чистая прибыль	1 056	2 070	1 504	3 107	4 385	90
Активы	40 715	45 980	49 665	55 655	44 850	46 679
Денежные средства	4 767**	3 348**	5 841**	8 801**	2 078	421
Финансовый долг	21 901	25 222	27 874	31 253	19 762	24 860
долгосрочный	17 053	17 635	18 583	21 331	14 200	19 732
краткосрочный	4 848	7 587	9 291	9 922	5 562	5 128
Чистый долг	17 134	21 874	22 033	22 452	17 684	24 439
Капитал	9 810	14 778	16 282	17 693	20 426	14 243
Рентабельность по EBITDA	10.40%	15.20%	18.60%	19.50%	18.40%	17.10%
Рентабельность по чистой прибыли	3.80%	6.50%	10.00%	9.10%	12.20%	0.40%
Финансовый долг/Активы	54%	55%	56%	56%	44%	53%
Финансовый долг/EBITDA	7.55	5.15	4.97	4.66	2.98	5.63
Чистый долг/EBITDA	5.9	4.47	3.93	3.34	2.66	5.54
EBITDA/проценты	3	3.1	3.1	4.1	13.7	1.7
Капитал/Активы	24%	32%	33:00:00	32%	45%	31%

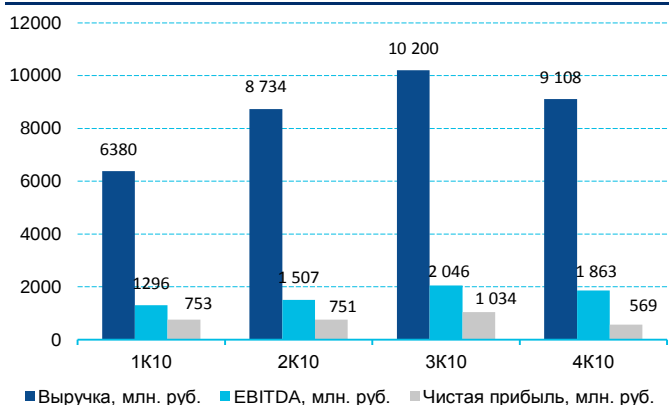
*- EBIT+амортизация; **- с учетом фин. вложений
Источник: данные компании, оценка банка Открытие

Выручка, EBITDA и рентабельность

На фоне роста цен на мясную продукцию и увеличения объемов продаж выручка Мираторга по итогам 2010г. достигла 34.4 млрд. руб., что почти на 7% превышает показатель за 2009 г. Заметим, что большая часть доходов группы перераспределяется на сегмент дистрибуции. По сравнению с 2009г. наилучшую динамику продаж (+90% год к году) продемонстрировало мясоперерабатывающее направление, что объясняется выходом на проектную мощность предприятия по первичной обработке мяса (Свинокомплекс Короча). Также в течение прошлого года заметно изменилась структура выручки. Если в 2009 г. поступления от продаж продукции собственного производства не превышали 28%, то в 2010г. их доля увеличилась до 48% (в денежном выражении).

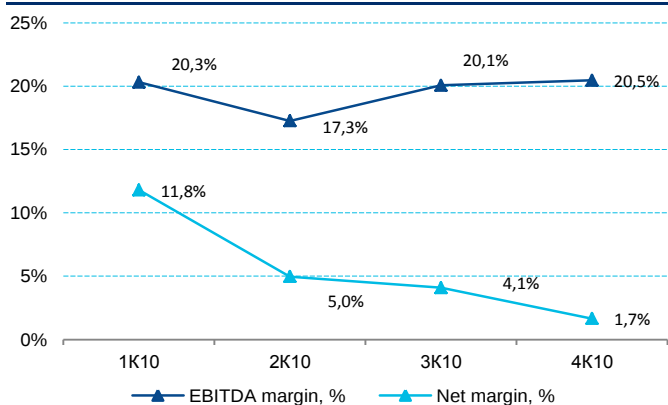
Благодаря эффективному контролю над расходами (в 2010 г. себестоимость осталась практически неизменной) и постепенному выходу на производственные мощности компании удалось существенно нарастить показатель EBITDA. Его рост за прошлый год составил впечатляющие 37%. Важную роль в этом также сыграл факт наличия в структуре группы собственных мощностей по производству сырья, который помог сгладить негативный эффект от подорожания зерна вызванный неблагоприятными погодными условиями. В результате рентабельность по EBITDA по итогам прошлого года составила 19.5% (15.2% годом ранее), а за 4К10 г. оказалась даже еще выше - 20.5%. Отметим, что компании, которые мы выбрали для сравнения (Черкизово, Разгуляй), по данному показателю уступают Мираторгу.

Рис. 13. Изменение выручки, EBITDA и чистой прибыли в течение 2010 г.



Источник: данные компании, оценка банка Открытие

Рис. 14. Динамика показателей эффективности в течение 2010 г.



Источник: данные компании, оценка банка Открытие

Финансовый долг и долговая нагрузка

В 2010 г. финансовый долг компании (с учетом обязательств по финансовой аренде) увеличился на 12.2% до 31.2 млрд. руб. Наблюдающийся в динамике рост заемных средств объясняется, в первую очередь, необходимостью финансирования строительства новых производственных мощностей. При этом общая доля долга в пассивах в последние годы остается стабильной и не превышает 56%.

Крупнейшими кредиторами Мираторга выступают ведущие российские государственные банки. По итогам 2010г., на долю кредитов Сбербанка приходится около половины задолженности группы. Большая часть займов обеспечена залогом (доля бланковых кредитов в 2010г. не более 20%).

Поскольку Мираторг осуществляет свою деятельность в рамках реализации государственной программы «Развитие АПК», компания имеет преимущество в виде частичной компенсации процентных расходов. В 2010 г. размер таких субсидий составил свыше 1.5 млрд. руб., что снизило общий объем процентных выплат почти в 2 раза.

Долговая нагрузка, как отношение Чистый Долг/EBITDA по итогам 2010г. опустилась до 3.3х по сравнению с 4.5х годом ранее. Главной причиной такой динамики послужил рост операционной прибыли. Отметим, что при расчете показателя чистого долга мы также учитываем финансовые вложения, которые, по сути, отражают внутренние казначейские операции группы. Среди сравниваемых нами компаний по уровню долговой нагрузки Мираторг занимает промежуточные позиции, уступая группе Черкизово (Чистый долг/EBITDA 2.7х в 2010г.).

Рис. 15. Долговой профиль Мираторга в 2008-2010 гг.



Источник: данные компании, оценка банка Открытие

Структура финансового долга компании в динамике остается стабильной. Доля краткосрочных заимствований, по итогам 2010 г., составила 32% от общего объема портфеля. На наш взгляд, риски рефинансирования Мираторга являются невысокими, что обеспечивается за счет поддержки со стороны государственных банков.

Инвестиционная программа

Группа имеет масштабные планы по расширению производства в ближайшие годы. Как было указано выше, в текущем году будет окончательно запущен первый этап проекта по производству говядины. Общий объем инвестиций в данном направлении составляет около 24 млрд. руб. Выход дивизиона на полную мощность запланирован в 2013 году. Также Мираторг разрабатывает проект по выращиванию и убою цыплят, стоимостью 15.5 млрд. руб. Отметим, что такие «дорогие» проекты как производство говядины и птицы будут учитываться за периметром консолидации группы, что исключит право регресса на основной бизнес в случае реализации стресс-сценария.

Прочие затраты включают в себя строительство логистических центров в крупных городах России, ввод в эксплуатацию 11-ти новых свинокомплексов, увеличение мощностей по производству комбикорма и мясопереработке и т.д.

Всего, по данным компании, до 2013 г. запланировано 62 млрд. руб. капитальных затрат. Большая часть финансирования будет осуществляться за счет заемных средств. На наш взгляд, столь масштабная инвестиционная программа создает основные риски для кредитного профиля группы в ближайшее время.

Оценка справедливой доходности

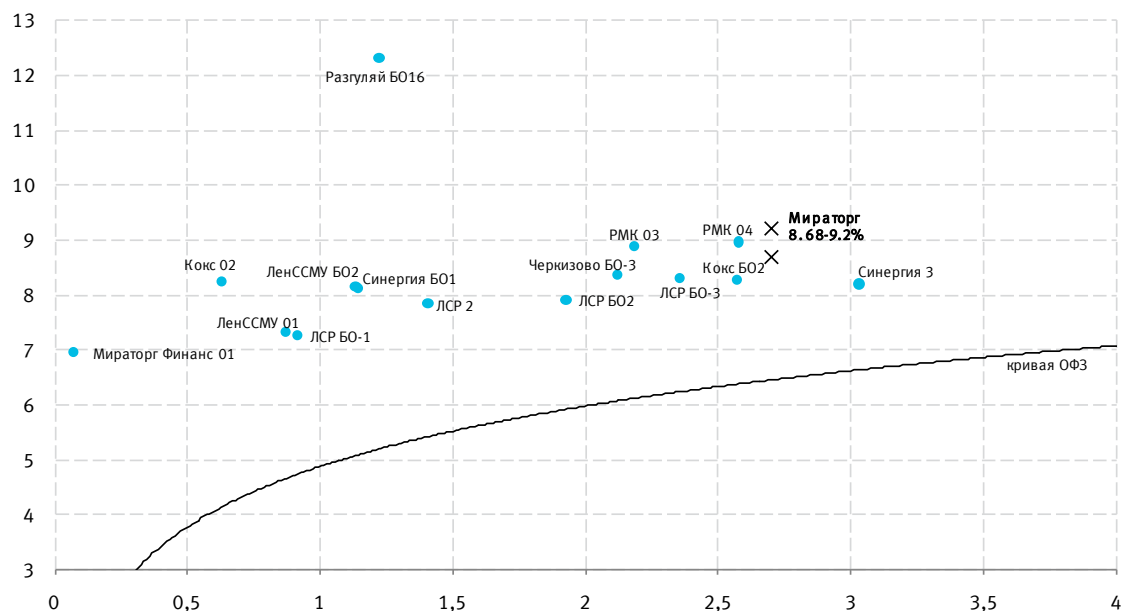
На текущий момент на рынке обращается только один выпуск эмитента - Мираторг Финанс О1 (УТР6.97%). Однако в силу очень короткой дюрации бумаг их едва ли можно рассматривать в качестве ориентира при определении справедливой доходности по новому выпуску. Более того, судя по той ставке купона, которую Мираторг предложил после грядущей оферты (6% на 9-й и 10-й купонные периоды), компания не намерена оставлять облигации в рынке.

К сожалению, в целом бумаги российского сельскохозяйственного сектора с трудом можно назвать ликвидными. Так, группа Разгуляй (агропромышленный холдинг, специализирующийся на производстве сахара и зерна) во время недавнего мирового финансового кризиса оказалась в затруднительном финансовом положении и была вынуждена прибегнуть к реструктуризации своих долговых заимствований. Из всех находящихся сейчас в обращении выпусков наиболее репрезентативным является недавно размещенный Разгуляй БО 16 (УТР12.32). В тоже время и его ликвидность сложно назвать высокой. Облигации другого значимого представителя сектора - группы Черкизово (В2), которая, на наш взгляд, наиболее близка к Мираторгу по уровню кредитного качества (компания фокусируется на производстве свинины и мяса птицы), также не отличаются высокой ликвидностью.

Таким образом, при определении справедливой стоимости риска Мираторга мы отталкивались от текущих уровней доходностей компаний, имеющих сопоставимые кредитные рейтинги. К таким эмитентам можно отнести группу Кокс (В2/В), а также строительные холдинги ЛенСпецСМУ (В) и ЛСР (В2/В). Безусловно, вышеобозначенные компании являются представителями различных отраслей, которым присущи свои специфические виды рисков. Однако в целом, на наш взгляд, их недостатки вполне уравновешивают друг друга, что также подтверждено мнением рейтинговых агентств. В этой связи, справедливый уровень доходности по выпуску Мираторг Финанс БО-1, по нашим оценкам, находится в районе 8.6-8.7% (спрэд к ОФЗ 215-225 бп), что соответствует

нижней границе маркетируемого диапазона. Данный прайсинг также совпадает с нижней границей ориентира доходности размещаемых в данный момент облигаций группы ЛСР (серии БО-5). Девелопер планирует продать бумаги со схожими параметрами и ожидаемой ставкой купона в размере 8.5-8.75%.

Рис. 16. Карта рублевого рынка облигаций



Источник: ММВБ, оценка банка Открытие

Приложение #1

Пресс-релиз агентства Fitch, посвященный присвоению кредитного рейтинга.

Fitch Ratings присвоило Агропромышленному Холдингу Мираторг ("АПХ "Мираторг") долгосрочные рейтинги дефолта эмитента ("РДЭ") в иностранной и национальной валюте на уровне "В". Прогноз по долгосрочным РДЭ – "Стабильный".

Долгосрочные РДЭ АПХ "Мираторг" отражают средние бизнес-риски компании и концентрацию на одной основной линейке продуктов (свинине). В то же время группа получает преимущества за счет лидирующих рыночных позиций как импортер и производитель свинины в Российской Федерации ("BBB+"/прогноз "Позитивный"), а также, во все большей степени, как производитель других видов мяса при поддержке со стороны российского правительства. В то же время РДЭ отражают риск реализации планов при осуществлении новых проектов в сегменте мяса птицы, говядины и, в меньшей степени, полуфабрикатов в рамках проекта Конкордия.

Отрасль характеризуется замещением импортного мяса свининой/мясом российского производства, так как страна стремится к самообеспеченности продуктами питания и снижает свою зависимость от импорта. Правительство оказывает помощь в достижении цели повышения российского производства мяса, предоставляя поддержку компаниям в форме субсидий и кредитов под низкие проценты или беспроцентных кредитов. Такая политика согласуется с планами развития сектора, сформулированными Президентом РФ Дмитрием Медведевым на 2013-2017 гг.

АПХ "Мираторг" – вертикально интегрированная компания по всей цепочке производства свинины, от агропроизводства и производства корма до полного контроля дистрибуции, включая сильную складскую и транспортную логистику. Помимо этого компания располагает обширной дистрибьюторской сетью, в которую входят свыше 16 тыс. клиентов в различных российских городах. Это является конкурентным преимуществом АПХ "Мираторг" перед менее крупными компаниями и на международном рынке, в сравнении с такими американскими или бразильскими производителями, как Tyson, Inc ("BBB"/прогноз "Стабильный") и JBS ("BB"/прогноз "Стабильный"), деятельность которых сфокусирована на животноводстве и мясопереработке. Вертикальная интеграция обеспечивает более высокую маржу прибыли (маржа EBIT у компании выражена высоким числом второго десятка, в то время как у бразильских и американских предприятий этот показатель выражен средним или высоким однозначным числом) и защищает АПХ "Мираторг" от резких изменений цен на зерно. В то же время высокая маржа EBIT не дает повышения коэффициента денежного потока до капитальных расходов, измеряемого как (операционный денежный поток (CFO)-чистые процентные платежи-аренда)/EBITDAR. Хотя этот показатель варьируется от года к году, ожидается, что он останется на уровне выше 60% у АПХ "Мираторг" в обычные годы, как и у сопоставимых компаний.

Рейтинги АПХ "Мираторг" ограничены несколькими факторами: отрицательным свободным денежным потоком в ранние годы ввиду агрессивных планов расширения и, как следствие, высоким финансовым левереджем, т.к. часть этих планов финансировалась за счет заемных средств, опасениями в плане риска заболеваний ввиду концентрации на свинине, а также слабыми стандартами корпоративного управления.

Компания планирует большие капитальные вложения в вертикальное расширение (31 млрд. руб., или 1,1 млрд. долл.) в 2011-2013 гг., в том числе в сегмент говядины, мяса птицы и полуфабрикатов в рамках своего проекта Конкордия. Такие капвложения вместе с какими-либо связанными инвестициями в оборотный капитал обусловят отрицательный свободный

денежный поток, как минимум, в 2011 и 2012 гг. Fitch понимает, что реализация этих проектов позволит группе стать первым в России производителем трех видов мяса (свинины, говядины и мяса птицы) к 2014 г. Проект в сегменте говядины не консолидируется в рамках АПХ "Мираторг", однако эмитент предоставляет финансовую гарантию кредиторам по проектам в сегменте мяса птицы и Конкордия, и если учитывать такие гарантии как условные обязательства, то отношение чистого долга, скорректированного на аренду, к EBITDAR, может повыситься до 4,8х к 2012 г. (3,8х без учета сегмента мяса птицы).

По настоящее время компания остается незатронутой недавней вспышкой африканского свиного гриппа за счет строгих санитарных правил на каждом объекте, направленных на снижение риска заражения. В то же время, как и все другие производители мяса, группа остается подверженной риску изменений в потреблении мяса, связанных с опасениями по поводу заболеваний. Этот риск, скорее всего, будет сглажен в будущем за счет диверсификации на другие виды мяса.

Стандарты корпоративного управления АПХ "Мираторг" являются слабыми относительно сопоставимых эмитентов. Контроль над группой осуществляют два брата, Александр Линник и Виктор Линник, которым в равных долях принадлежит "Агромир Лимитед" (Кипр), который контролирует ООО "АПХ Мираторг". Акционеры продолжают быть глубоко вовлеченными в принятие текущих бизнес-решений и контролировать совет директоров, в составе которого нет независимых членов. Недавно в группе был создан отдел внутреннего аудита. "АПХ Мираторг" проводит сделки со связанными сторонами с другими структурами, которые напрямую контролируются Agromir Holdings Ltd., в частности в рамках проекта Конкордия, а также проектов скотоводства и мяса птицы, на которые компания как спонсор выделила определенный объем средств по проектному финансированию.

Fitch отмечает, что позитивное рейтинговое действие возможно, если отношение чистого долга, скорректированного на аренду, к EBITDAR будет стабильно находиться в диапазоне от 3,0х до 3,5х (без учета сегмента мяса птицы), показатель обеспеченности процентных платежей по FFO (денежным средствам от операционной деятельности) будет превышать 3,0х и будут наблюдаться свидетельства или готовность поддерживать положительный свободный денежный поток в среднесрочной перспективе вместе с успешным рефинансированием долга за счет более долгосрочных долговых инструментов. Большое значение для проведения позитивных рейтинговых действий будет иметь улучшение принципов корпоративного управления, обеспечение большей ясности по структуре группы и потокам средств внутри группы.

Негативное рейтинговое действие может последовать в случае, если отношение чистого долга, скорректированного на аренду, к EBITDAR будет стабильно превышать 4,5х-5,0х (без учета сегмента мяса птицы), а показатель обеспеченности процентных платежей по FFO будет ниже 2,0х и/или если будут иметься свидетельства слабого показателя денежного потока, измеряемого как ((CFO)-чистые процентные платежи-аренда)/ операционная EBITDAR – ниже 60% в течение двух лет.

ANALYST CERTIFICATION

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group certify that: i) all of the views expressed in the research report accurately reflect their personal views about the subject security or issuer, and ii) no part of the research analysts' compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analysts in research reports that are prepared by Otkritie Group.

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group received compensation that is based upon various factors including Otkritie Group's total revenues, a portion of which are generated by Otkritie Group's investment banking activities.

Global Disclaimer

This report has been prepared by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation. JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as Otkritie Group. Otkritie Capital is the global brand name for OTKRITIE Group and its affiliates worldwide and is a marketing name for the U.K. based investment research business of Otkritie Securities Limited. For more information about the structure of the group and its subsidiaries please visit www.otkritie.com/en/about/business_structure/. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation.

It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. The information presented herein does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Directive 2003/71/EC or Federal

Law No. 39-FZ of 22 April 1994 (as amended) of the Russian Federation "On the Securities Market". Any decision to purchase securities in any proposed offering should be made solely on the basis of the information to be contained in the final prospectus published in relation to such offering. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. Otkritie Group does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. Investing in emerging markets such as Russia, other CIS countries and emerging markets securities involves a high degree of risk and investors should perform their own due diligence before investing. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The value of any investment or income may go down as well as up and you may not get back the full amount invested. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of Otkritie Group as a result of using different assumptions and criteria. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of Otkritie Group Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesizing and interpreting market information. Otkritie Group is under no obligation to update or keep current the information contained herein. Otkritie Group relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within Otkritie Group, into other areas, units, groups or affiliates of Otkritie Group. The compensation of the analyst who prepared this report is determined exclusively by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues generated by the investment banking business of JSC Otkritie Financial Corporation as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part.

The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this report. For trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither JSC Otkritie Financial Corporation nor any of its affiliates, nor any of Otkritie Group, directors, employees or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. For financial instruments admitted to trading on a Russian or other regulated markets: JSC Otkritie Financial Corporation, its affiliates or subsidiaries (excluding Otkritie Inc.) may act as a market maker or liquidity provider in the financial instruments of such issuer or issuers. Otkritie Group and its affiliates and employees may have long or short positions, trade as principal and buy and sell in instruments or derivatives identified herein.

Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect Otkritie Group's internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by Otkritie Group or any other source, may yield substantially different results.

United Kingdom and the rest of Europe: Except as otherwise specified herein, this material is communicated by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation, to persons who are eligible counterparties or professional clients and is only available to such persons. The information contained herein does not apply to, and should not be relied upon by, retail clients. Otkritie Securities Limited is authorised and regulated by the Financial Services Authority (the FSA). Research produced under the brand name of Otkritie Capital complies with all the FSA requirements and laws concerning disclosures and these are indicated on the research where applicable. **Russia:** Distributed by Moscow Representative office of Otkritie Securities Limited **United States:** Distributed to US persons by Otkritie Inc. a member of FINRA and SIPC or, by a group, subsidiary or affiliate of JSC Otkritie Financial Corporation that is not registered as a US broker-dealer (a 'non-US affiliate'), to major US institutional investors only. Otkritie Inc. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-US affiliate when distributed to US persons by Otkritie Inc.

All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through Otkritie Inc. and not through a non-US affiliate. Although it has accepted responsibility for the content of this research report when distributed to US investors, Otkritie Inc. did not contribute to the preparation of this report and research analysts contributing to this report who are employed by any non-US affiliate of Otkritie Inc. are not registered/qualified as research analysts with the NASD and NYSE and therefore are not subject to the restrictions contained in the NASD and NYSE rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. Among other things, this means that the entity issuing this report and the analysts authoring this report are not subject to all the disclosures and other US regulatory requirements to which Otkritie Inc. and its employees and associated persons are subject.

The disclosures contained in research reports produced by Otkritie Securities Limited shall be governed by and construed in accordance with English law.

Otkritie Group specifically prohibits the redistribution of this material in whole or in part without the written permission of Otkritie Group and accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Images may depict objects or elements which are protected by third party copyright, trademarks and other intellectual property rights. © Otkritie Capital 2011. The key symbol and Otkritie Capital are among the registered and unregistered trademarks of Otkritie Group. All rights reserved.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ +7 (495) 777 5656**Александр Бурганский**

Начальник аналитического департамента
burgansky@open.ru
+7 (495) 213 1825

Рынок акций**Владимир Савов**

Начальник департамента
savov@open.ru
+7 (495) 213 1826

Стратегия**Том Манди**

mundy@open.ru
+7 (495) 213 1833

Павел Марьясов

maryasov@open.ru, доб. 4415

Экономика**Владимир Тихомиров**

tikhomirov@open.ru
+7 (495) 213 1829

Полина Бадасен

badasen@open.ru, x4663

Нефть и газ**Александр Бурганский**

burgansky@open.ru
+7 (495) 213 1825

Вадим Митрошин

mitroshin@open.ru
+7 (495) 213 1828

Татьяна Калачова

kalachova@open.ru, доб. 4717

Андрей Богданович

bogdanovich@open.ru, доб. 4320

Банки**Владимир Савов**

savov@open.ru
+7 (495) 213 1826

Ольга Найденова

naydenova@open.ru, доб. 4395

Электроэнергетика**Сергей Бейден**

beiden@open.ru
+7 (495) 213 1835

Вадим Паламарчук

palamarchuk@open.ru, доб. 4401

Металлургия**Роберт Манс**

mantse@open.ru
+7 (495) 213 1832

Денис Габриелик

gabrielik@open.ru
+7 (495) 213 1831

**Телекоммуникации,
медиа, ИТ****Александр Венгранович**

vengranovich@open.ru, доб. 4307

**Потребительский рынок,
недвижимость****Марат Ибрагимов**

ibragimov@open.ru
+7 (495) 213 1834

Транспорт**Ирина Ступаченко**

stupachenko@open.ru, доб. 4294

**Химия, машиностроение,
инфраструктура****Игорь Краевский**

kraevsky@open.ru, доб. 4369

Александр Чуриков

churikov@open.ru, доб. 4435

Долговой рынок**Рональд Солберг**

Начальник департамента
+44 20 7826 8259
ronald.solberg@otkritie.com

Стратегия**Кредитная стратегия****Брюс Гудвин**

bruce.goodwin@otkritie.com
+44 20 7826 8265

Суверенные и локальные рынки**Вадим Соболевский**

+44 20 7826 8211
vadim.sobolevski@otkritie.com

Рублевые облигации**Евгений Воробьев**

vorobiev@open.ru, доб. 4331

Еврооблигации**Дмитрий Поляков**

dmitry.poliakov@otkritie.com
+44 20 7826 8205

Наргиз Садыхова

nargiz.sadykhova@otkritie.com
+44 20 7826 8268

Рублевые облигации**Александр Афонин**

afonin@open.ru, доб. 4309

Ольга Николаева

nikolaeva-o@open.ru, доб. 4397

Максим Гребцов

grebtsov@open.ru, доб. 4340

Количественный анализ**Гарэт Весселс**

+44 20 7826 8255
gareth.wessels@otkritie.com

Искандер Абдуллаев

abdullaev@open.ru, доб. 4300

Том Спенсер

+44 20 7826 8254
tom.spencer@otkritie.com