

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ – ПЕРЕОЦЕНКА РИСКОВ

► На протяжении последних лет пищевая промышленность развивалась достаточно устойчиво, однако рост курса национальной валюты, насыщение отдельных сегментов и нарастающая конкуренция привели к замедлению темпов роста отрасли. К негативным моментам, отразившимся на снижении производства, мы также относим дефицит сырьевой базы (низкая урожайность, снижение квот на импортное мясо), который наблюдался в 2003-2004гг. Мы полагаем, что в ближайшие три-четыре года пищевая отрасль России сохранит положительную динамику роста. Уже по итогам первых пяти месяцев 2005 года, по данным Росстата, рост пищевой промышленности составил 4,3%, что выше аналогичного показателя 2004 года. По нашим оценкам в ближайшие 3-4 года средние темпы роста отрасли будут находиться на уровне 4-7%.

► В настоящем обзоре мы рассматриваем ряд компаний пищевой промышленности, чьи облигации обращаются на рынке рублевых долговых инструментов – ОАО «ЭФКО», ЗАО «Балтимор-Нева», ЗАО «Инвестпроект» (НИДАН), ОАО «Парнас-М» и ЗАО «Микояновский мясокомбинат». Облигации данных эмитентов хорошо известны участникам рынка.

► Характерными чертами рассматриваемых предприятий пищевой отрасли являются:

- высокая доля заемного капитала в структуре баланса;
- низкая доля долгосрочного заемного капитала в общем объеме долга;
- снижающаяся рентабельность производства;
- высокая зависимость развития отрасли от внутреннего спроса;
- обостряющаяся по мере насыщения рынков конкуренция.

► Мы рассмотрели финансовые показатели за период 2002-2004 гг., а также планы и стратегии развития данных эмитентов, с целью оценить кредитные риски инвестирования в их долговые инструменты. По нашей оценке кредитное качество данных эмитентов находится на уровне – ниже среднего. Однако, учитывая, что пищевая отрасль относится к разряду быстрорастущих, что предполагает высокую зависимость предприятий отрасли от заемного капитала, мы полагаем, что инвесторы явно переоценивают риски инвестирования, и в настоящее время доходности облигаций эмитентов пищевой отрасли имеют потенциал для сокращения спредов.

► Наибольший потенциал мы видим в облигациях Балтимор-Нева и Микояновский МК.

Текущие и справедливые уровни спредов облигаций

Название выпуска	Погашение	Оферта	доходность, % годовых *	спред, б.п.*	справедливый уровень спреда, б.п.	потенциал сокращения спреда, б.п.
1 Микояновский МК, 01	18.09.2006	-	9.95	363	340	23
2 Эфко, 01	05.09.2006	06.09.2005	7.55	716	360	-
3 Инвестпроект, 01(НИДАН)	16.05.2007	-	10.75	382	370	12
4 Балтимор-Нева, 03	15.05.2008	21.11.2006	11.1	417	380	37
5 Парнас-М, 01	15.03.2006	-	10.35	421	410	11

* на 18.07.05

источник: ММВБ, Банк Москвы

ВВЕДЕНИЕ - РЫНОК ПРОДУКТОВ ПИТАНИЯ

2004 год стал не самым удачным для российских предприятий пищевой промышленности. Несмотря на увеличение объема производства продукции, темпы роста отрасли продолжали замедляться. Так по итогам года рост отрасли в годовом исчислении составил всего 4,0% по сравнению с ростом на 5,1% в 2003. Негативным моментом, влияющим на динамику развития пищевого производства, на протяжении последних лет является укрепление курса рубля, что неизбежно ведет к росту конкуренции с импортом. Также немаловажным фактором, оказывающим влияние на рост производства, стало приближение продуктовых рынков к точке своего насыщения. Однако стоит отметить, что далеко не все рынки продуктов питания в настоящее время близки к насыщению (например, рынок мясных полуфабрикатов, рынок растительных масел), что предоставляет возможность продолжать наращивать объемы производства предприятий, работающих в данных сегментах. К отрицательным моментам, влияющим на уровень развития отрасли, стоит отнести не высокий интерес со стороны кредиторов, что связано с низкой рентабельностью и высокой долговой нагрузкой предприятий пищевого сектора. В подобных условиях предприятиям приходится сталкиваться с проблемой поиска ресурсов для своего развития и улучшения качества продукции, что в конечном итоге приводит к росту не производственных затрат. К основным положительным моментам, способным оказать существенную поддержку российским производителям, можно отнести сохраняющийся рост доходов населения, что неизбежно ведет к увеличению потребления продуктов питания, а также расширению рынков за счет появления новых более качественных (здоровых) продуктов. На этом фоне мы полагаем, что в ближайшие два-три года пищевая отрасль России сохранит положительную динамику, со средними темпами 4-7% в год.

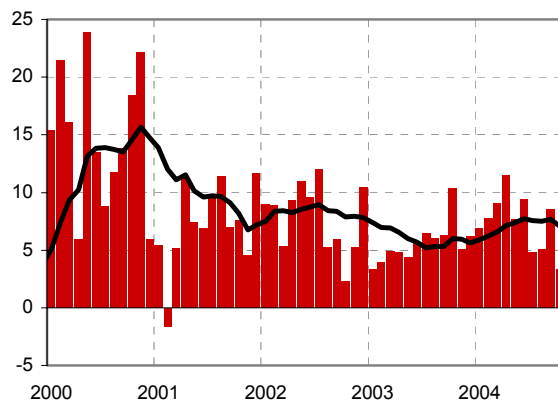
В настоящем обзоре мы рассмотрим ряд предприятий, производящих продукты питания. Основными сегментами рынка, на которых работают данные предприятия, являются:

- Рынок соусов - майонезов и кетчупов (ОАО «ЭФКО», ЗАО «Балтимор Нева»);
- Рынок мясных продуктов и полуфабрикатов (ЗАО «Микояновский МК», ОАО «Парнас-М»);
- Рынок растительных масел (ОАО «ЭФКО»);
- Рынок соков (ЗАО «Инвестпроект» (НИДАН), ЗАО «Балтимор Нева»).

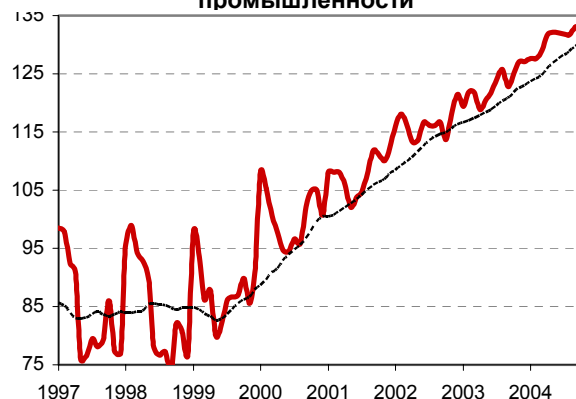
Для начала мы кратко опишем перечисленные выше сегменты, чтобы дать представление о состоянии и основных игроках рынка.

Рынок майонезов. Являлся одним из наиболее динамично развивающихся сегментов рынка продуктов питания. По разным оценкам, рост сектора в период 2000-2004 гг. составлял примерно 10-20% в год. В России майонез традиционно является наиболее любимым видом соуса, о чем свидетельствует высокий уровень душевого потребления. Емкость российского майонезного рынка составляет 400-450 тысяч тонн, что делает данный рынок одним из крупнейших в мире. Однако, учитывая столь стремительные темпы развития, в настоящее время рынок практически достиг насыщения. Его дальнейшее развитие в основном возможно за счет увеличения среднедушевого потребления или развития производных от майонеза продуктов (витаминизированный майонез, соусы на майонезной основе и т.д.).

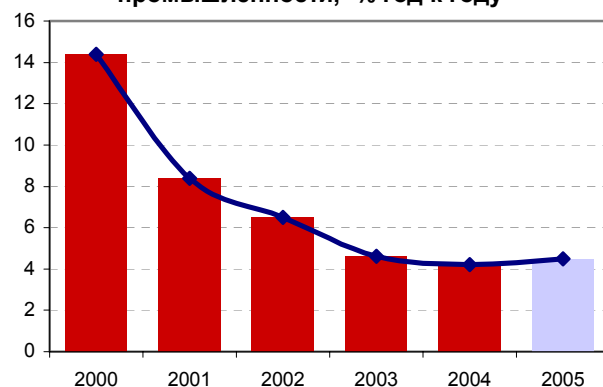
Темпы роста пищевой промышленности России, % год к году



Индекс производства пищевой промышленности



Динамика производства в пищевой промышленности, % год к году



Источники: МЭРТ, МСХ, Банк Москвы

Особенностью российского рынка майонезов является наличие большого числа производителей. Всего в стране насчитывается порядка 530 предприятий-производителей майонезной продукции, из которых только 30 можно отнести к крупным. Хотя в последнее время наблюдалась тенденция к сокращению числа предприятий, что объясняется ростом конкуренции и повышением требований потребителей к качеству продукции. В ближайшие годы мы ожидаем дальнейшего сокращения участников рынка, что в основном будет происходить за счет поглощений и банкротств производителей, работающих в одном регионе. Тем более, что крупные производители стремятся развивать как само производство продуктов, так сырьевые и сбытовые подразделения.

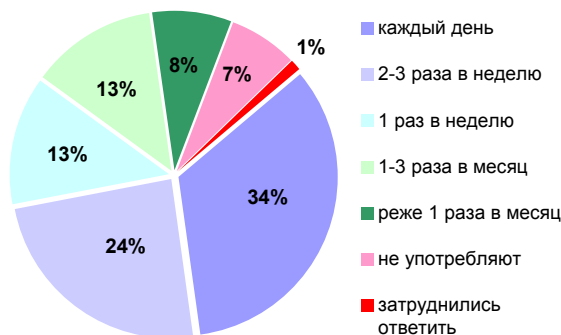
По данным журнала «Russian food market», исследования в восьми крупных городах показали, что 87,9% доли рынка приходится на 10 крупнейших предприятий: ЗАО АПИК «ЭФКО», ООО «Компания Скит», ПГ «Петросоюз», ООО «Юнилевер СНГ», ООО «Балтимор-Холдинг», ОАО «Московский жировой комбинат» и другие. Среди перечисленных предприятий на первую пятерку приходится примерно по 10-15% рынка каждому. Однако на общероссийском рынке доли данных игроков выглядят немного скромнее, что связано с присутствием в ряде регионов одного крупного игрока, работающего на своем «домашнем» рынке.

Рынок кетчупов. Помимо майонезов, значительную долю рынка соусов занимают томатные соусы (кетчупы). Несмотря на появление большого количества экзотических соусов, рынок кетчупов продолжает занимать весомую долю в потребительской корзине. Для поддержания спроса на томатные соусы производителям приходится постоянно расширять «модельный ряд» своей продукции. Стоит отметить, что кетчуповый сегмент является не только высококонкурентным, но и в значительной степени представлен крупнейшими иностранными производителями (порядка 20% по сравнению с 9% на рынке майонезов). Емкость рынка кетчупов по разным оценкам составляет 180-240 млн. тонн в год и в настоящий момент рынок близок к насыщению. Основными игроками на рынке являются компании Балтимор, Петросоюз, Юнилевер и Хайнц, на долю которых приходится около 70% рынка.

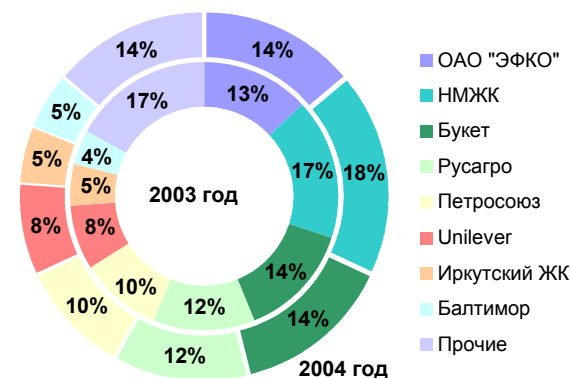
По данным журнала «Russian food market», к наиболее узнаваемым маркам кетчупов на крупнейшем российском рынке продуктов питания (город Москва) относятся: Балтимор (Балтимор - Холдинг), Пикадор (ПГ «Петросоюз»), Calve (ООО «Юнилевер СНГ»), Heinz (ООО «Хайнц»). Данные опроса практически повторяют доли компаний на рынке.

В отношении дальнейшей перспективы развития соусного рынка в основном все эксперты сходятся во мнении, что в настоящее время данный сегмент продовольственного рынка близок к своему насыщению, и в ближайшие несколько лет темпы роста рынка не будут превышать 3-5%. В подобных условиях обостряется конкуренция между предприятиями производителями за рынок сбыта, но в отличие от майонезного сегмента на рынке кетчупов российским предприятиям приходится конкурировать с крупнейшими мировыми производителями, которые все активнее развивают производство на территории РФ. В майонезном же секторе пока основное предпочтение потребителей отдается российским производителям, чем и объясняется столь малое присутствие «иностранцев» на данном рынке. Однако с продолжением роста доходов населения до сих пор не очень

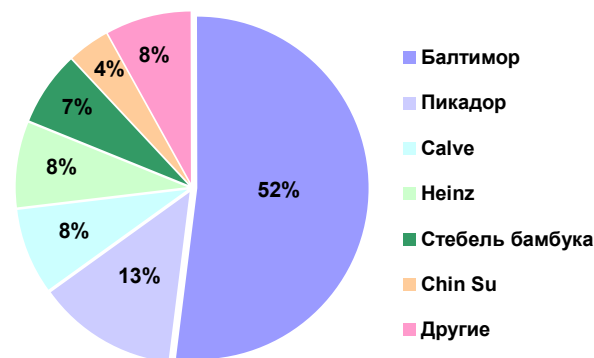
Частота потребления майонеза, в % от числа опрошенных



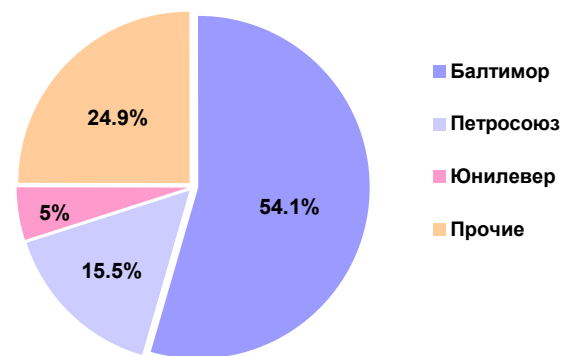
Рынок майонезов, 2003-2004гг



Рейтинг марок кетчупов называемых первыми, % от числа респондентов



Российский рынок кетчупов



Источники: данные компании, Russian food market

развитый сегмент продукции класса «премиум» ускорит свое развитие, что может сместить предпочтения потребителей в сторону продукции более высокого класса и, как следствие, увеличение на рынке доли крупных иностранных производителей.

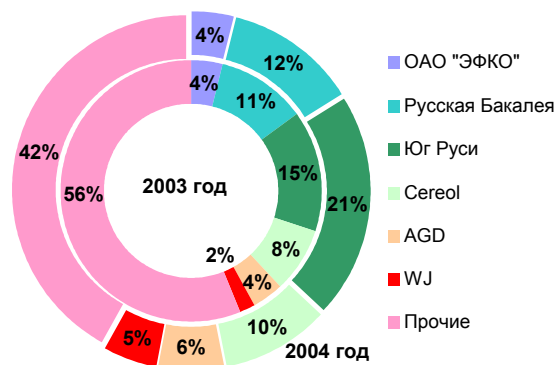
Рынок растительных масел. Российский рынок растительных масел в основном представлен подсолнечными маслами, что связано с традиционным предпочтением потребителей, а также со спецификой сырьевой базы. По данным МСХ РФ, доля выработки подсолнечного масла в 2004 году выросла на 16,9% и составила 95,2% в производстве растительных масел. Несмотря на бурные темпы развития рынка, в настоящее время по уровню потребления масла на душу населения Россия сильно отстает от основных стран Европы и США (около 30 кг. на душу населения). По данным МСХ РФ потребление растительного масла в 2004 году на душу населения составило 12,5 кг, что примерно соответствует уровню потребления «докризисного периода» (1990-1997гг). С начала 90-х объемы рынка растительных масел в России выросли с 1 млн. тонн в первой половине 90-х годов до 2,2 млн. тонн в 2003г, или от 7 до 12,5 кг на человека в год. Также достаточно активно растет спрос на масла со стороны промышленных предприятий. За рассматриваемый период объемы рынка выросли с 0,5 до 1,2 млн. тонн в год. Несмотря на стремительный рост производства растительного масла за последние два года, большинство экспертов сохраняют оптимистичный взгляд на данный рынок, полагая, что даже при сохранении нынешних темпов роста производства насыщение рынка произойдет только к 2010 году.

Основными игроками на рынке растительных масел выступают: ОАО «ЭФКО» (Россия), Русская Бакалея (Россия), Юг Руси (Россия), Cereol (Франция), AGD (Аргентина), WJ (США).

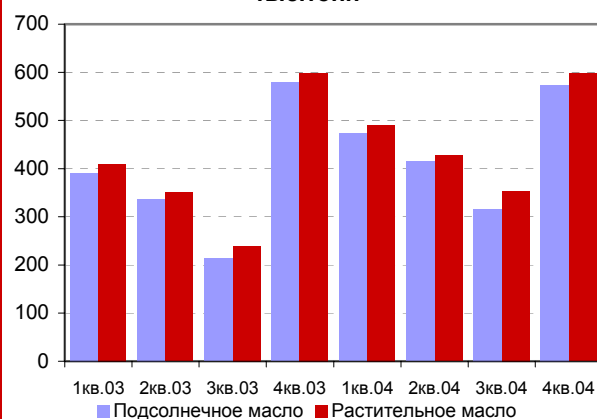
Рынок мясных продуктов и полуфабрикатов, пожалуй, в наименьшей степени представлен крупными иностранными производителями. По разным оценкам, наибольшую долю на рынке занимают отечественные производители, среди которых АПК «Черкизовский», «Микояновский» МК, «Царицыно» и др. Совокупная доля крупнейших российских мясоперерабатывающих комбинатов на рынке оценивается в 48%. Остальная часть рынка распределена между более мелкими региональными предприятиями и иностранными производителями, импортирующими свою продукцию на российский рынок. По разным оценкам, рынок мясных продуктов сейчас находится в стадии развития. На протяжении 2000 – 2003 года на рынке наблюдалось увеличение темпов роста производства продукции. Однако в 2004 году наметилось замедление темпов, что было вызвано нехваткой мясного сырья. Так, выработка колбасных изделий в 2004 году выросла на 7,8%, в то время как в 2003 году рост составил 16%, темп роста изготовления мясных полуфабрикатов снизился до 20% с 47% годом ранее. Дефицит мясного сырья привел к росту цен на мясо, что на фоне отсутствия возможности повышения цен на конечную продукцию, в значительной степени повлияло на рентабельность отрасли. Однако, по нашему мнению, в ближайшие годы ситуация на рынке сырья должна измениться, хотя в большей степени за счет увеличения поставок импортного мяса.

В настоящее время рынок мясных продуктов еще далек от насыщения. Объем потребления продукции данной отрасли на душу населения в среднем по России в 2003 -2004 г.

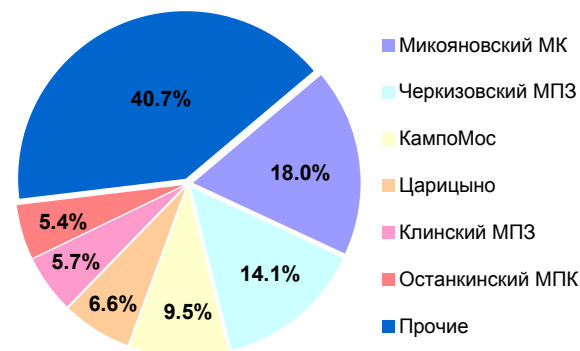
Рынок растительных масел, 2003-2004гг



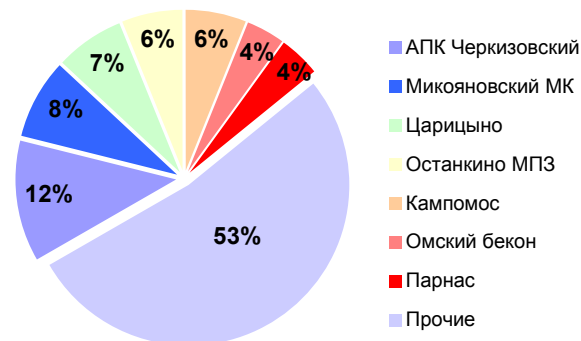
Производство растительного масла в России, тыс. тонн



Крупнейшие продавцы колбасных изделий в Москве, 2004 год, %



Доли основных производителей на рынке мясных продуктов России, 2003 год



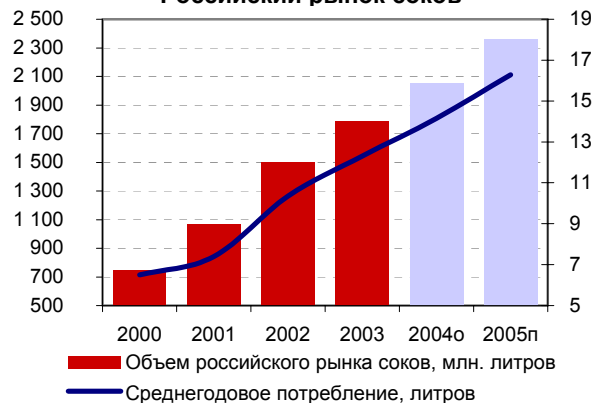
Источники: данные компании, МСХ РФ, Russian food market

составляет 48-55 кг., что значительно ниже рекомендуемых норм годового потребления (78-80 кг.). Для сравнения: среднегодовое потребление в 1990 г. составляло 75 кг., а среднегодовое потребление мясных продуктов в развитых странах составляет 87 кг. Причем в среднем эксперты прогнозируют, что уже к 2010 году российский рынок достигнет уровня 1990 года.

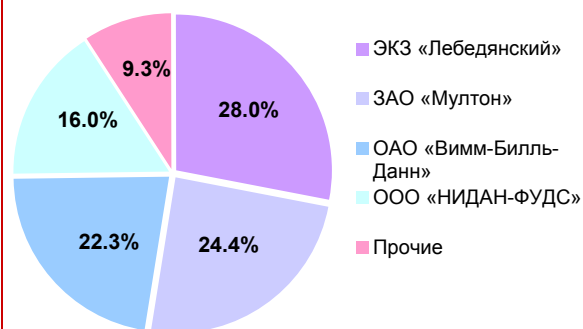
Рынок соков является наиболее динамично развивающимся сегментом рынка продуктов питания и напитков. В 2001 году емкость российского рынка соков оценивалась в 1 млрд. литров, в 2002 году емкость рынка выросла до 1,5 млрд., а по итогам 2003 года достигла 2 млрд. литров. Столь стремительный рост рынка в большей степени обеспечен ростом среднедушевого потребления «здоровых продуктов» на фоне роста доходов населения. По оценкам специалистов, в настоящее время среднегодовое потребление соков на человека в России составляет примерно 12-15 литров в год, что гораздо ниже как рекомендуемых норм, так и уровня потребления на рынках европейских стран. Таким образом, российский рынок соков на данном этапе еще полностью не исчерпал потенциал роста и в ближайшее время сохранит темпы своего развития. В частности, увеличение продаж продукции соковых производителей будет осуществляться как за счет экспансии в регионы, где среднедушевое потребление соков значительно ниже, чем в крупных городах, так и за счет развития производства продуктов высшего ценового класса - «премиум». Стоит отметить, что в настоящее время на продукты класса «премиум» приходится не более 1% от совокупного объема рынка.

С точки зрения концентрации, в целом российский рынок соков уже поделен между четырьмя основными игроками – Лебедянским, Вимм-Билль-Данном, Ниданом и Мултоном, на долю которых приходится более 80% рынка. Таким образом, развитие более мелких участников рынка является непростой задачей. По мере насыщения рынка и обострения конкуренции среди основных игроков более вероятным сценарием развития рынка, как нам видится, является продолжение консолидации и поглощения мелких производителей. Однако можно выделить «относительно новое» направление соковой индустрии – производство овощных соков. Лидером данного сегмента является компания Балтимор, запустившая производственную линию соков «8 овощей». До «Балтимора» на рынке овощных соков в основном присутствовали предприятия, работающие в своем регионе и не использующие новые технологии. Стоит отметить, что в отличие от России в Европе овощные соки пользуются большим спросом. Доля овощного сегмента на европейском рынке соков составляет порядка 15%. Мы полагаем, что при дальнейшем улучшении уровня жизни в России, овощные соки начнут завоевывать популярность российских граждан, т.к. с увеличением доходов потребительское предпочтение смещается в сторону здоровых продуктов.

Российский рынок соков



Доли основных производителей на российском рынке соков, 2003 год

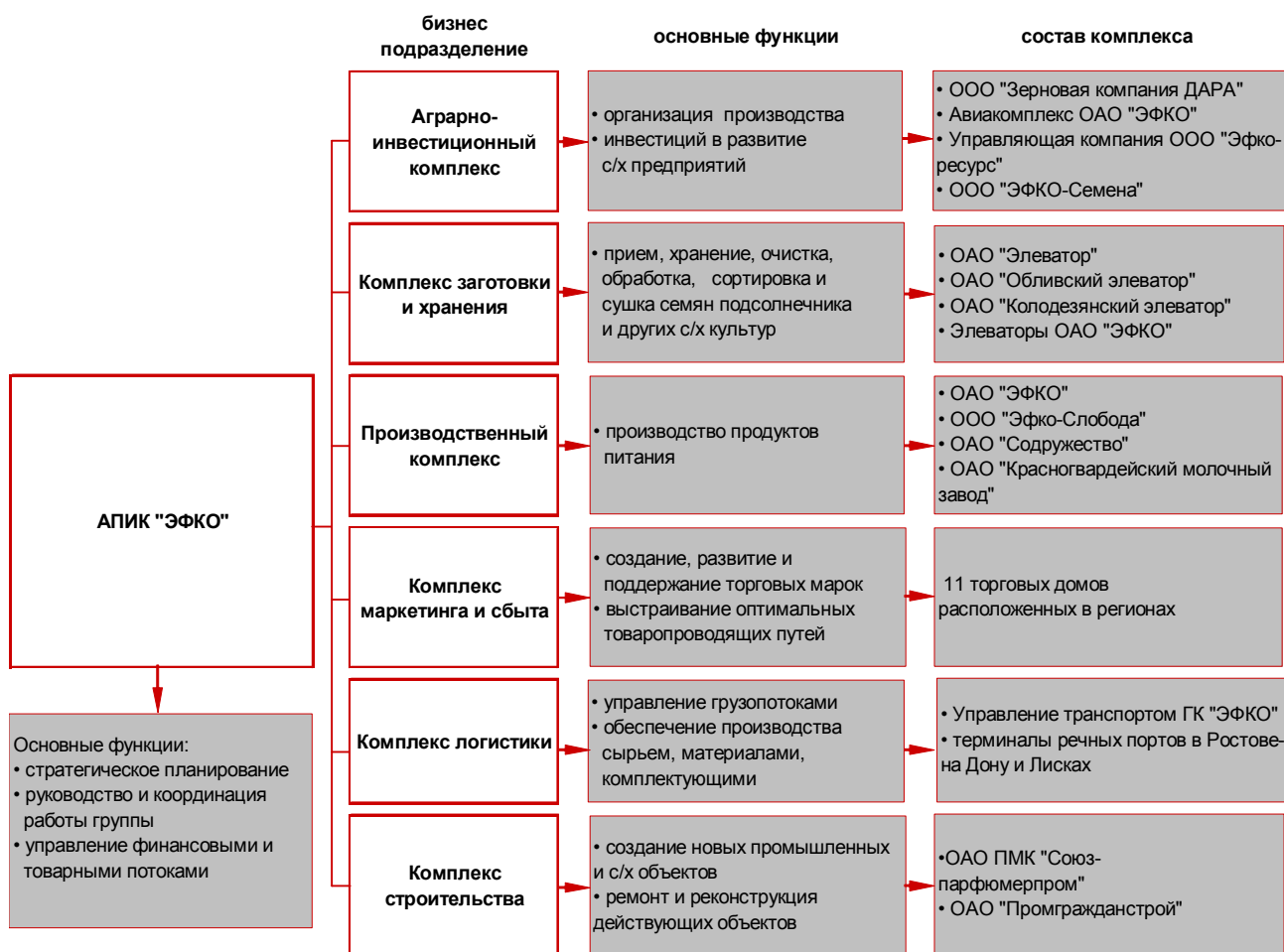


Источники: Банк Москвы

ГРУППА КОМПАНИЙ «ЭФКО»

Группа компаний «ЭФКО» представляет вертикально интегрированный холдинг, включающий предприятия, специализирующиеся на производстве, хранении и переработке продукции сельского хозяйства, выпуске продуктов питания и их реализации. Контроль, стратегическое планирование и управление деятельностью предприятий, входящих в холдинг, осуществляет Аграрно-промышленная инвестиционная компания «ЭФКО» (АПИК «ЭФКО»). По информации ЭФКО, головная компания владеет достаточными долями акционерного капитала в предприятиях группы, чтобы осуществлять свои функции. В состав холдинга входят шесть функциональных комплексов, разбитых по направлению деятельности. Основой группы компаний является производственный комплекс, включающий в себя ряд предприятий, непосредственно занимающихся производством продуктов питания. Это ОАО «Эфирное», специализирующееся на производстве фасованного и нефасованного подсолнечного масла, майонеза, кетчупа и подсолнечного шрота; ООО «ЭФКО-Слобода», производящее специализированные масла и жиры; ОАО «Содружество» и ОАО «Красногвардейский молочный завод», являющиеся молочными заводами по производству сливочного масла, сухого молока и сыров.

Структура Группы компаний "ЭФКО"



Источник: данные компании

Завод ОАО «Эфирное», 90,03% акций которого принадлежит головной компании холдинга, является основой производственного комплекса. Завод занимается выпуском продукции под торговыми марками «Слобода», «Altero» и «Нежка».

Облигационный займ. Эмитентом облигационного займа ГК «ЭФКО» выступает ОАО «Эфирное». Размещение облигаций состоялось 09 сентября 2003 года. Объем эмиссии выпуска составляет 800 млн. рублей, срок обращения - 3 года. В соответствии с эмиссионными документами эмитент предоставляет инвестором право на досрочное погашение своих облигаций (оферта) 06 сентября 2005 года.

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ОАО "Эфирное"
Серия выпуска	01
Объем выпуска, млн. рублей	800.0
Дата начала размещения	09.09.2003
Срок обращения	3 года
Оферта	06.09.2005
Частота выплат купона, дней	182
Ставка купонов, %	
первый - второй	17.00
третий-четвертый	15.50
пятый-шестой	определяется эмитентом
Вид обеспечения	Поручительство
Организатор выпуска	Внешторгбанк, Промсвязьбанк

Финансовый анализ. Компанией – эмитентом облигационного займа выступает ОАО «Эфирное». Для анализа кредитного риска данного выпуска нами были использованы данные бухгалтерской отчетности по российским стандартам за период с 2002-2004 гг. ОАО «Эфирное». В нашем анализе не использовалась консолидированная отчетность группы компаний «ЭФКО», т.к. ОАО «Эфирное» является крупнейшим предприятием группы, осуществляющем самостоятельную деятельность и способным самостоятельно генерировать денежные потоки.

За рассматриваемый период рентабельность на операционном уровне стабильно превышает среднеотраслевой показатель. К негативным моментам деятельности предприятия можно отнести снижение темпов роста выручки (5% по итогам 2004 года, по сравнению с 15% в 2003 году), а также низкое значение показателей использования капитала компании. Так по итогам 2004 года показатель рентабельности собственного капитала снизился до 0,2% с 20,2% годом ранее, рентабельность всего капитала снизилась с 0,2% до 0,1%. Основной вклад в снижение данных показателей внес опережающий рост операционных расходов на фоне сохраняющихся значительных процентных платежей. Чистая прибыль в 2004 году снизилась на 99%, что связано с погашением налоговой задолженности на сумму 11 млн. рублей.

Долговая нагрузка предприятия находится на среднем уровне. В 2004 году чистый долг ОАО «Эфирное» вырос на 24% и составил 1,5 млрд. рублей. Доля совокупного долга в валюте баланса предприятия составляет 37%, что значительно ниже среднеотраслевого значения. Однако вся долговая нагрузка предприятия состоит из краткосрочных обязательств, что значительно повышает зависимость от состояния долговых рынков.

Финансовое состояние и ключевые индикаторы (РСБУ)

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.		
	2003	2004
Выручка от реализации	4 426.8	4 627.5
Себестоимость	3 678.7	4 039.3
Валовая прибыль	748.1	588.2
Операционная прибыль	521.4	334.7
Чистые проценты	-237.1	-244.7
Прибыль (убыток) до налогообложения	215.8	23.8
Чистая прибыль	188.1	2.3
Денежный поток от текущих операций	-1 524.1	720.2
ЕБИТДА	565.3	382.4
Баланс, млн. руб.		
Активы	3 952.2	4 805.1
Внеоборотные активы	831.2	1 771.5
Основные средства	620.4	707.6
Незавершенное строительство	95.5	91.0
Долгосрочные финансовые вложения	112.9	970.3
Оборотные активы	3 121.0	3 033.7
Запасы	1 098.2	702.7
НДС по приобретенным ценностям	109.3	83.2
Дебиторская задолженность	1 196.3	1 181.2
Краткосрочные финансовые вложения	626.5	761.2
Денежные средства	90.3	305.0
Пассивы	3 952.2	4 805.1
Капитал и резервы	1 141.4	1 143.7
Долгосрочные обязательства	893.1	966.6
Займы и кредиты	0.0	0.0
Краткосрочные обязательства	1 917.7	2 694.9
Займы и кредиты	1 286.7	1 788.1
Кредиторская задолженность	631.0	906.8
Финансовые показатели		
Ликвидность		
Текущая ликвидность	1.62	1.11
Коэфф. быстрой ликвидности	1.00	0.83
Эффективность и деловая активность		
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	20.2	0.2
Рентабельность всего капитала, %	0.17	0.07
Рентабельность активов (ROA), %	11.9	4.6
Gross margin, %	16.9	12.7
Operation margin, %	11.8	7.2
ЕБИТДА margin, %	12.8	8.3
Net margin, %	4.2	0.0
Показатели обслуживания долга		
Чистый долг, млрд. руб	1 196.5	1 483.1
Совокупный долг к активам	0.33	0.37
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.00	0.00
Выручка/Совокупный долг	3.44	2.59
ЕБИТДА/Совокупный долг	0.44	0.21
СФО/Совокупный долг	-1.18	0.40
Капитал/Совокупный долг	0.89	0.64
ЕБИТДА/Текущие обязательства	0.29	0.14
ЕБИТДА/Процентные платежи	2.38	1.56
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	0.00	0.00
D/(D+E)	0.00	0.00

Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

ХОЛДИНГ «БАЛТИМОР»

Балтимор-Холдинг представляет из себя агропромышленную группу, в состав которой входят предприятия, выполняющие полный производственный цикл (от производства сырья до реализации конечной продукции).

В 2003 году компания была реорганизована, в результате чего в холдинге образовалось четыре подразделения, основные производственные предприятия которых располагаются в Москве, Санкт-Петербурге, Краснодаре и Хабаровске.

Структура холдинга «Балтимор»



источник: данные компании

Руководство и координацию деятельности групп осуществляет управляющая компания ЗАО «Балтимор-Холдинг», 99% акций которого принадлежит двум физлицам. В свою очередь, Управляющая компания владеет долями в крупнейших региональных предприятиях группы (97% - «Балтимор-Нева», 78,8% - «Балтимор-Столица», 100% - «Балтимор-Амур» и 100% - «Балтимор-Краснодар»). В состав региональных групп входят производственные, торговые и сырьевые предприятия.

Компания «Балтимор-Нева» является первым предприятием группы. Предприятие было образовано как ООО «Балтимор» в декабре 1995 года и преобразовано в ЗАО «Балтимор-Нева» в декабре 1999 года. Первоначально основным рынком сбыта продукции являлся Северо-западный регион. Впоследствии компания начала активно развивать региональную сеть. В 1997 году был открыт завод в городе Москве – ООО «Балтимор – Столица», в 1999 году – в Хабаровске, в 2000 году в Краснодаре и Узбекистане. Вместе с расширением производственного комплекса компания активно развивала сырьевой комплекс (на базе агропромышленного комплекса ООО «Балтимор-Краснодар») и сбытовую сеть (ООО «Торговый дом «Балтимор»).

Основным направлением деятельности холдинга является производство томатных соусов. В этом сегменте рынка компания «Балтимор» является абсолютным лидером, на долю которого приходится 55% российского рынка кетчупов. Наряду с производством кетчупов предприятие занимается производством майонезов. По собственным оценкам, доля Балтимора на рынке майонезов составляет примерно 5%. В ближайший год холдинг планирует занять 7% рынка майонеза, для этой цели реализуется проект по строительству завода по рафинации и дезодорации растительного масла в Краснодарском крае.

Весной 2004 года Балтимор приступил к производству новой продукции, запустив линию овощных соков - «8 овощей». В развитие производства и продвижение брэнда «8 овощей» за один только 2004 год компания вложила порядка \$5 млн., доведя мощности производственной линии до 40 млн. литров в год. Доля сокового бизнеса в совокупном обороте компании за неполный год составила 5%.

Четвертым направлением деятельности компании является производство плодоовощных консервов. В развитие этого бизнеса в 2004 году компания намеривалась направить порядка \$4 млн., и в настоящее время заканчивается строительство завода по переработке овощей в Краснодаре. На Краснодарском заводе Балтимор планирует запустить линию по консервации кукурузы и горошка в жестяных банках, а также кабачковой икры, огурцов и помидоров в стеклянной таре.

Облигационный займ. Эмитентом по облигационному займу выступает компания, имеющая схожее имя с основной компанией Холдинга «Балтимор» – ЗАО «Балтимор Нева». Поручителями по выпуску выступают главные компании группы - ЗАО «Балтимор-Нева», ООО «Балтимор- Столица», ООО «Балтимор- Краснодар».

Параметры выпуска облигаций

Эмитент		Балтимор Нева	
Серия выпуска	02	03	
Объем выпуска, млн. рублей	500.0	800.0	
Дата начала размещения	28.08.2003	19.05.2005	
Срок обращения	3 года	3 года	
Оферта	через 1 год и через 2 года	через 1.5 года	
Частота выплат купона, дней	91	182	
Ставка купонов, %			
первый - третий	-	11,65	
четвертый - шестой	-	определяется эмитентом	
Вид обеспечения	Поручительство	Поручительство	
Организатор выпуска	ФК УРАЛСИБ	Банк Зенит	

Финансовый анализ. Для анализа кредитоспособности эмитента нами использовались данные консолидированной отчетности группы компании Балтимор по РСБУ за период 2002-2004 гг.

Долговую нагрузку группы компаний Балтимор мы оцениваем как высокую, что является характерной чертой для компаний данной отрасли. По состоянию на начало 2005 года доля финансовой задолженности предприятия в валюте баланса составляла 54% (52% в 2003 году). Негативным моментом в 2004 году также стало резкое снижение доли долгосрочных обязательств. Так, по итогам 2004 года доля долгосрочных кредитов и займов снизилась с 82 до 38%.

Показатели обслуживания долга компании находятся на приемлемых уровнях, что позволит эмитенту без особого труда выполнять свои текущие обязательства.

Темпы роста выручки компании в 2004 году продемонстрировали замедление. По итогам года рост выручки составил всего 4%, что значительно ниже среднеотраслевых значений. Вполне возможно, что замедление темпов роста выручки является первым сигналом насыщения рынка продукцией компании. Однако развитие производства новой продукции (в частности производство овощных сосисок, а также собственное производство консервированных овощей) в ближайшее время может позитивно отразиться на динамике выручки. С другой стороны, рост затрат на развитие и продвижение новых продуктов на рынке в значительной степени отразится на рентабельности предприятия.

В настоящее время основные показатели кредитного качества холдинга Балтимор не вызывают особых опасений. Однако в будущем уровень кредитного качества компании может снизиться. Низкая рентабельность производства снижает внутренние резервы финансирования операционной и инвестиционной деятельности, что на фоне больших планов компании по дальнейшему развитию и необходимости продвижения новых продуктов в значительной степени может отразиться на кредитном качестве.

Финансовое состояние и ключевые индикаторы (консолидированная отчетность по РСБУ)

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.	2003	2004
Выручка от реализации	2 783.2	2 881.5
Себестоимость	2 271.2	2 282.3
Валовая прибыль	512.0	599.2
Операционная прибыль	195.1	184.3
Чистые проценты	-53.5	-93.3
Прибыль (убыток) до налогообложения	100.9	52.6
Чистая прибыль	91.8	38.9
Денежный поток от текущих операций	39.3	-17.1
ЕБИТДА	197.2	187.5
Баланс, млн. руб.		
Активы	1 694.4	2 485.4
Внеоборотные активы	774.9	1 270.5
Основные средства	525.6	731.9
Незавершенное строительство	247.1	498.9
Долгосрочные финансовые вложения	1.2	0.0
Оборотные активы	919.5	1 214.9
Запасы	323.1	553.0
НДС по приобретенным ценностям	139.8	142.3
Дебиторская задолженность	302.7	498.9
Краткосрочные финансовые вложения	138.4	9.9
Денежные средства	11.6	8.2
Пассивы	1 694.4	2 485.4
Капитал и резервы	331.0	445.2
Долгосрочные обязательства	729.5	562.3
Займы и кредиты	725.6	508.4
Краткосрочные обязательства	633.9	1 477.9
Займы и кредиты	157.8	828.7
Кредиторская задолженность	468.9	649.2
Финансовые показатели		
Ликвидность		
Текущая ликвидность	1.41	0.75
Козэф. быстрой ликвидности	0.71	0.35
Эффективность и деловая активность		
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	25.0	10.0
Рентабельность всего капитала, %	0.16	0.09
Рентабельность активов (ROA), %	10.2	5.5
Gross margin, %	18.4	20.8
Operation margin, %	7.0	6.4
ЕБИТДА margin, %	7.1	6.5
Net margin, %	3.3	1.3
Показатели обслуживания долга		
Чистый долг, млрд. руб	871.9	1 329.0
Совокупный долг к активам	0.52	0.54
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.82	0.38
Выручка/Совокупный долг	3.15	2.15
ЕБИТДА/Совокупный долг	0.22	0.14
СФО/Совокупный долг	0.04	-0.01
Капитал/Совокупный долг	0.37	0.33
ЕБИТДА/Текущие обязательства	0.31	0.13
ЕБИТДА/Процентные платежи	2.82	1.98
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	2.19	1.14
D/(D+E)	0.69	0.53

Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

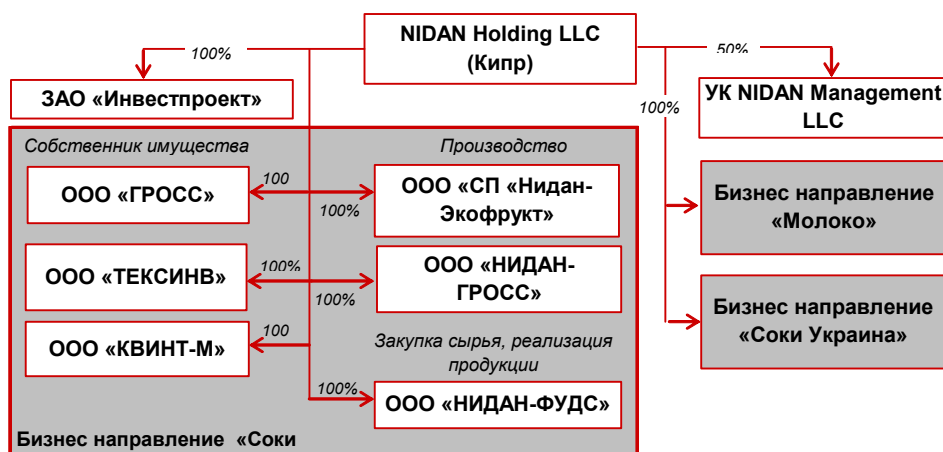
ГРУППА КОМПАНИЙ «НИДАН»

Первый облигационный займ Группа компаний НИДАН размещала в декабре 2003 года. Эмитентом займа тогда выступало ООО «НИДАН-ФУДС», являющееся одним из предприятий группы компаний «НИДАН» и выполняющий функцию торгового дома. В мае 2005 года группа решила досрочно погасить выпуск облигаций ООО «НИДАН-ФУДС», взамен предложив новые облигации, эмитентом которых выступило ЗАО «Инвестпроект». Инвестпроект также входит в состав группы компаний «НИДАН», но основным видом деятельности данной компании является оказание услуг по привлечению финансовых средств для целей группы.

В настоящее время группа по объемам реализации занимает четвертое место на российском рынке соков. Основными брэндами компании являются соки «Чемпион», «Да!», «Моя семья». Вместе с соковым производством группа развивает производство молочных продуктов, которые выпускаются под марками «Чемпион» и «Любимая чашка». Основным рынком сбыта молочных продуктов компании является региональный рынок Новосибирска, на котором эмитент занимает примерно 25%. В последнее время НИДАН активно сотрудничает с транснациональным производителем напитков Pepsi Bottling Group (PBG), по заказу которого группа разливает соки марки «Tropicana». Также, между двумя предприятиями действуют соглашения, в соответствии с которыми PBG является дистрибьютором соков «Нидан» в Московском, Северо-Западном и Уральском регионах. Подобное сотрудничество, на наш взгляд, является важным для усиления позиций группы в конкурентной борьбе, т.к. предполагает расширение объемов продаж на ключевых региональных рынках России без существенного роста затрат на развитие сбытовой сети в данных регионах.

Группа компаний НИДАН состоит из четырех производственных предприятий, двух торговых компаний и девяти региональных филиалов, расположенных в крупных городах РФ. Производственные предприятия располагаются на территории Московской области (ООО «ГРОСС», п. Котельники), в Новосибирске (ООО «СП «Нидан-Экофрукт» и «Завод Молочный «Новосибирский») и на Украине (ООО «Нидан+», г. Берегово). Закупки сырья и реализация продукции осуществляется через торговые компании ООО «НИДАН-ФУДС» и ООО «НИДАН УКРАИНА».

Группа компаний «НИДАН»



источник: данные компании

Производственная деятельность предприятия осуществляется по процессинговой схеме, что снижает издержки и позволяет сконцентрировать все финансовые потоки на одном предприятии. В бизнес секторе «Соки России» таким предприятием выступает ООО «НИДАН-ФУДС», которое на 100% принадлежит зарегистрированной на Кипре компании NIDAN HOLDING (CYPRUS) LIMITED. Компания НИДАН-ФУДС осуществляет закупку сырья для производственных предприятий группы, а также занимается реализацией производимой группой продукции. Розлив соков осуществляется ООО «СП «Нидан-Экофрукт» и ООО «Нидан-Гросс», арендуящие помещения и оборудования у ООО «Гросс», ООО «Квинт-М» и ООО «Тексинв», также входящих в группу компаний «НИДАН».

Облигационный займ

Первый выпуск облигаций Группы – Нидан Фудс, 01 был размещен 10 декабря 2003 года на сумму 850 млн. рублей. Срок обращения облигаций составлял 3 года, однако, по выпуску предусматривалось право на досрочное погашение в июне 2005 года. В мае 2005 года группа компаний «Нидан», размесила второй выпуск облигаций от имени ЗАО «Инвестпроект» на сумму 1 млрд. рублей, одной из целей которого стало рефинансирование существующего долга. Инвесторам было предложено обменять облигации Нидан-Фудс 01 на новые облигации Инвестпроект 01. По словам представителей компании, более 70% первого выпуска было обменено. Оставшаяся часть выпуска, скорее всего, была предъявлена к июньской оферте, т.к. следующая купонная ставка на последний год обращения была установлена на уровне 1% годовых.

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	Нидан Фудс	ЗАО Инвестпроект
Серия выпуска	01	01
Объем выпуска, млн. рублей	850.0	1000.0
Дата начала размещения	10.12.2003	18.05.2005
Срок обращения	3 года	2 года
Оферта	через 2 года	-
Частота выплат купона, дней	182	182
Ставка купонов, %	-	10.80
Вид обеспечения	Поручительство	Поручительство
Организатор выпуска	ИБ ТРАСТ	Ренессанс Капитал
Участник размещения	Банк Союз ИК УНИВЕР АТОН	ФК Мегатрастойл Номос-Банк Росбанк Банк Союз

Финансовый анализ. Несмотря на наличие у группы компаний «НИДАН» отчетности по международным стандартам, в своем анализе мы использовали данные бухгалтерской отчетности Эмитента (ЗАО «Инвестпроект») и поручителей по выпуску (ООО «ГРОСС», ООО «СП «Нидан-Экофрукт» и ООО «Нидан-Гросс») по российским стандартам за период 2003-2004 гг. Так как, консолидированная отчетность по РСБУ по группе отсутствует, мы объединили отчетность данных предприятий. Хотя данный метод не является полностью корректным, т.к. включает в себя межгрупповые операции, полученные цифры в целом позволяют судить о кредитоспособности предприятий. Для получения более полной картины мы сопоставляли полученные нами данные с данными, рассчитанными по консолидированной отчетности группы «Соки России» по МСФО.

На основании полученных данных можно отметить, что рассматриваемые предприятия имеют относительно не высокий уровень кредиторской задолженности, большую часть которой составляют долгосрочные займы. Коэффициенты, характеризующие способность заемщика выполнять свои обязательства также находятся на достаточно приличном уровне. Однако в целом по группе коэффициенты ликвидности в 2004 значительно ухудшились. Так быстрая ликвидность снизилась до 0,02, мгновенная также до 0,02.

Рентабельность от операционной деятельности в 2004 году выросла до 11%, что значительно превышает среднеотраслевой показатель. Однако доходность капитала в 2004 году остается на низком уровне.

Финансовое состояние и ключевые индикаторы (консолидированная отчетность по РСБУ)

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.	2003	2004
Выручка от реализации	220.5	574.4
Себестоимость	175.1	471.2
Валовая прибыль	45.4	103.2
Операционная прибыль	22.3	63.6
Чистые проценты	-20.6	-44.6
Прибыль (убыток) до налогообложения	1.9	12.5
Чистая прибыль	0.8	8.2
Денежный поток от текущих операций	-	-148.1
EBITDA	32.5	76.1
Баланс, млн. руб.		
Активы	1 623.8	2 034.8
Внеоборотные активы	1 189.4	1 373.3
Основные средства	170.6	229.3
Незавершенное строительство	945.1	322.8
Долгосрочные финансовые вложения	11.4	11.4
Оборотные активы	434.4	661.5
Запасы	63.7	52.5
НДС по приобретенным ценностям	31.0	27.6
Дебиторская задолженность	258.4	501.2
Краткосрочные финансовые вложения	76.1	64.7
Денежные средства	0.0	15.5
Пассивы	1 623.8	2 034.8
Капитал и резервы	766.7	1 034.1
Долгосрочные обязательства	608.1	529.2
Займы и кредиты	606.4	523.5
Краткосрочные обязательства	249.0	471.5
Займы и кредиты	75.3	270.6
Кредиторская задолженность	173.3	200.9
Финансовые показатели		
Ликвидность		
Текущая ликвидность	1.59	1.34
Коэфф. быстрой ликвидности	1.04	1.23
Эффективность и деловая активность		
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	0.2	0.9
Рентабельность всего капитала, %	0.04	0.04
Рентабельность активов (ROA), %	1.4	2.4
Gross margin, %	20.6	18.0
Operation margin, %	10.1	11.1
EBITDA margin, %	14.7	13.2
Net margin, %	0.3	1.4
Показатели обслуживания долга		
Чистый долг, млрд. руб	681.8	778.7
Совокупный долг к активам	0.42	0.39
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.79	0.51
Выручка/Совокупный долг	0.32	0.72
EBITDA/Совокупный долг	0.05	0.10
CFO/Совокупный долг	-0.36	-0.19
Капитал/Совокупный долг	1.12	1.30
EBITDA/Текущие обязательства	0.13	0.16
EBITDA/Процентные платежи	1.16	1.29
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	0.79	0.51
D/(D+E)	0.44	0.34

Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

ГРУППА КОМПАНИЙ «ПАРНАС»

Группа компаний «Парнас» — ведущий холдинг Северо-Запада России в сфере мясопереработки (доля рынка в Северо-Западном регионе составляет 26%). В настоящий момент «Парнас» выпускает продукцию по следующим продуктовым группам: колбасные изделия, полуфабрикаты и консервы. Основной производственной компанией группы является ОАО «Парнас-М». История предприятия начинается с 1983 года, когда был введен в строй Мясоперерабатывающий завод № 3 (будущий «Парнас-М»). В 1992 г. решением трудового коллектива завод был приватизирован и преобразован в акционерное общество - АОЗТ «Мясоперерабатывающий завод № 3». В 1995 году предприятие было переименовано в АОЗТ «Парнас-М», а в конце 90-х - ОАО «Парнас-М». Основными акционерами компании являются Фонд «Квадрига Санкт-Петербург Региональный» Венчурный Фонд» Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР) (29,3%), а также менеджмент компании, на долю которого приходится 56,3% уставного капитала. Отметим, что между менеджментом компании и ЕБРР действует соглашение, в соответствии с которым решения Совета директоров по существенным вопросам могут быть приняты только после согласования с представителями ЕБРР.

Структура Группы компаний "ПАРНАС"



источник: данные компании

С 2002 года вместе с ОАО «Парнас-М» на процессинговую схему работы (работа через Торговый дом «ПАРНАС») перешел ряд мясокомбинатов, принадлежащих менеджменту компании, которые располагают как производственными мощностями, так и собственными скотобойными подразделениями. Однако самым крупным предприятием в группе компаний остается ОАО «Парнас-М», на долю которого приходится более 80% произведенной продукции.

В 2004 году ООО «Холдинговая компания Парнас» приступила к реализации программы модернизации производственных мощностей. На первом этапе модернизация началась на Лужском мясокомбинате. На комбинате был запущен убойный цех и установлено новое холодильное оборудование. Также на комбинате запущена линия по производству мясных полуфабрикатов, с объемом производства 250 тонн полуфабрикатов и 250 тонн рубленого мяса в охлажденном виде. Реконструкция на Лужском мясокомбинате является первым этапом инвестиционной программы, осуществляемой ХК «Парнас». В январе 2005 года началась реорганизация холдинга, в результате которой предполагается создать четыре департамента: мясоперерабатывающий во главе с ОАО «Парнас-М», белкозиновый, агропромышленный и транспортный. Одновременно с реструктуризацией холдинга, по инициативе ЕБРР, планируется упростить структуру мясного сегмента, в результате чего, все дочерние предприятия мясоперерабатывающей компании ОАО «Парнас-М» должны стать филиалами головной компании.

Облигационный займ. Размещение облигационного займа ОАО «Парнас-М» на сумму 500 млн. рублей состоялось 19 марта 2003 года. Поручителем по займу выступает ООО «ТД Парнас», предельный размер поручительства которого составляет 500 млн. рублей.

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ОАО «Парнас-М»	
Серия выпуска	01	
Объем выпуска, млн. рублей	500.0	
Дата начала размещения	19.03.2003	
Срок обращения	3 года	
Оферта		
Частота выплат купона, дней	91	
Ставка купонов, %		
первый - четвертый	15.80	
пятый - двенадцатый	12.75	
Вид обеспечения	Поручительство	
Организатор выпуска	Райффайзенбанк	
Участник размещения	Вэб-Инвест Банк,	Банк
	Союз, ИБГ Никойл, Промсвязьбанк	

Финансовый анализ эмитента осуществлялся на основе данных финансовой отчетности за период с 2002 по 2004 гг. Стоит отметить, что группа компаний «Парнас» относится к тем немногим компаниям пищевой отрасли, публикующим консолидированную аудированную отчетность по МСФО. Однако последняя отчетность по МСФО создавалась за первое полугодие 2004 года, а также, учитывая отсутствие отчетности по международным стандартам у остальных предприятий, анализ которых приведен в данном обзоре, мы использовали отчетность компании ООО «ТД Парнас» и ООО «Парнас-М», созданную по российским стандартам бухгалтерского учета. Ввиду отсутствия консолидированной отчетности по РСБУ мы объединили отчетности данных предприятий. Конечно, данное объединение нельзя назвать полностью корректным, но, учитывая цели нашего анализа, можно предположить, что данное слияние не сильно исказит показатели кредитоспособности.

На протяжении рассматриваемого периода компания имела отрицательные денежные потоки, что, по нашему мнению, в основном связано с высокой долей дебиторской задолженности в структуре баланса. В 2004 году доля дебиторской задолженности достигла 60% по сравнению с 40% в 2003 году. Долговая нагрузка компании в 2004 году, несмотря на снижение, сохранилась на высоком уровне (порядка 56% в структуре активов компании), что на фоне с низкой рентабельностью операционной деятельности компании может затруднить обслуживание и погашение долга. Компания имеет достаточно хорошие показатели обслуживания долга. В 2004 году наблюдалось улучшение показателей текущей и быстрой ликвидности, однако, учитывая вышесказанное, данное событие не сильно улучшает кредитоспособность эмитента.

Финансовое состояние и ключевые индикаторы (консолидированная отчетность по РСБУ)

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.	2003	2004
Выручка от реализации	3 877.9	4 211.4
Себестоимость	3 590.5	3 890.2
Валовая прибыль	287.5	321.2
Операционная прибыль	176.3	118.3
Чистые проценты	-116.7	-146.0
Прибыль (убыток) до налогообложения	42.2	23.3
Чистая прибыль	28.1	13.6
Денежный поток от текущих операций	-1 257.0	-164.9
ЕБИТДА	177.0	118.4
Баланс, млн. руб.		
Активы	3 275.1	2 229.7
Внеоборотные активы	308.5	311.8
Основные средства	291.9	275.8
Незавершенное строительство	0.3	32.0
Долгосрочные финансовые вложения	14.9	2.2
Оборотные активы	2 966.7	1 917.9
Запасы	313.9	213.6
НДС по приобретенным ценностям	94.4	60.8
Дебиторская задолженность	1 304.2	1 266.5
Краткосрочные финансовые вложения	1 240.0	364.4
Денежные средства	14.2	12.6
Пассивы	3 275.1	2 229.7
Капитал и резервы	316.0	325.8
Долгосрочные обязательства	500.7	635.8
Займы и кредиты	500.0	630.7
Краткосрочные обязательства	2 458.4	1 268.2
Займы и кредиты	1 398.2	617.9
Кредиторская задолженность	1 060.3	650.9
Финансовые показатели		
Ликвидность		
Текущая ликвидность	1.20	1.50
Кэфф. быстрой ликвидности	1.04	1.30
Эффективность и деловая активность		
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	9.2	4.2
Рентабельность всего капитала, %	0.13	0.09
Рентабельность активов (ROA), %	10.6	7.5
Gross margin, %	7.4	7.6
Operation margin, %	4.5	2.8
ЕБИТДА margin, %	4.6	2.8
Net margin, %	0.7	0.3
Показатели обслуживания долга		
Чистый долг, млрд. руб	1 884.0	1 236.0
Совокупный долг к активам	0.58	0.56
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.26	0.51
Выручка/Совокупный долг	2.04	3.37
ЕБИТДА/Совокупный долг	0.09	0.09
СФО/Совокупный долг	-0.66	-0.13
Капитал/Совокупный долг	0.17	0.26
ЕБИТДА/Текущие обязательства	0.07	0.09
ЕБИТДА/Процентные платежи	1.05	0.78
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	1.58	1.94
D/(D+E)	0.61	0.66

Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

МИКОЯНОВСКИЙ МЯСОКОМБИНАТ

Закрытое акционерное общество «Микояновский мясокомбинат» является одним из крупнейших мясоперерабатывающих предприятий России и занимает лидирующие позиции на российском рынке мясных изделий. Основной специализацией предприятия является производство колбасных изделий, мясных деликатесов, полуфабрикатов и консервов. Крупнейшим рынком сбыта продукции компании является город Москва. По разным оценкам, доля Микояновского комбината на московском рынке мясных изделий составляет около 18%, что делает его бесспорным лидером в данном регионе.

ЗАО «Микояновский мясокомбинат» входит в вертикально - интегрированную Группу Компаний «Эксима». Сейчас менеджмент Комбината реализует программу по созданию мясного холдинга в составе компании «Эксима», выстраивая вертикально-интегрированную структуру. По планам компании новая структура будет выполнять весь производственный цикл – от производства сырья и его переработки до реализации готовой продукции в торговой сети. В рамках выполнения программы пять региональных мясокомбинатов образуют сырьевую базу, способную полностью удовлетворять потребности комбината в сырье. Таким образом, комбинат стремится снизить свою зависимость от импортного сырья за счет собственного производства.

Структура группы Эксима

ЗАО «Акционерная внешнеэкономическая компания «Эксима»

Производство мяса и мясopодуlтов

Микояновский мясокомбинат, Москва

Филоновский мясокомбинат, Волгоградская область

Бутурлиновский мясокомбинат, Воронежская область

Светлоградский мясокомбинат, Ставропольский край

Свинокомплекс "Владимирское", Владимирская область

Откормочное хозяйство "Электростальское", Московская область

Ковровский комбинат хлебопродуктов, Владимирская область

Торговые представительства:

- Балт-М-Ком, Санкт-Петербург
- Кав-М-Ком, Ставрополь
- Урал-М-Ком, Челябинск
- Сиб-М-Ком, Новосибирск
- Идель-М-Ком, Казань
- Микоян-Самара
- Кентавр-Дон, Ростов-на-Дону
- Микоян -Воронеж

Торговля и дистрибуция

Торговый Дом "Эксима", Москва

Кулундинский комбинат хлебопродуктов, Алтайский край

Винодельческий завод "Галея", Владимирская область

Краснояржский сахарный завод, Белгородская область

Агропромышленный комплекс (АПК)

ПК "Ока", Московская область

"Ленинское", Московская область

"Сергиевское", Московская область

"Макеево", Московская область

Карачевский молочный завод, Брянская область.

Учкуприкий консервный завод, Узбекистан

источник: данные компании

Головной компанией Эксимы является ЗАО «Акционерная Внешнеэкономическая Компания «Эксима», которой принадлежит 89,5% уставного капитала Микояновского мясокомбината. Помимо производства мясных продуктов, основным направлением группы являются производство и поставки растительного и сливочного масла, молока и молочных продуктов, сахара, зерна и зерновых культур – риса, пшеницы, кукурузы; овощей и картофеля; соевого шрота и других видов продовольствия, а также первичного сырья для их производства. В настоящее время предприятия, входящие в структуру Группы ЭКСИМА, обеспечивают полный цикл производства – от выращивания растений и животных до производства и реализации полуфабрикатов и готовой продукции.

Облигационный займ. В настоящее время на рынке обращается первый выпуск трехлетних облигаций ЗАО «Микояновский МК», размещение которого состоялось 19 сентября 2003 года. Объем выпуска составляет 1 млрд. рублей. По облигациям известны ставки всех купонов, что повышает привлекательность выпуска. Погашение облигаций будет осуществляться 18 сентября 2006 года.

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ЗАО "Микояновский мясокомбинат"
Серия выпуска	01
Объем выпуска, млн. рублей	1000.0
Дата начала размещения	19.09.2003
Срок обращения	3 года
Оферта	-
Частота выплат купона, дней	182
Ставка купонов, %	
первый - третий	14.50
четвертый - шестой	13.50
Вид обеспечения	Поручительство
Организатор выпуска	Банк Москвы
Участник размещения	Вэб-Инвест Банк, Росбанк, Банк Петрокоммерц, Металлинвестбанк, Газпромбанк

Финансовый анализ эмитента осуществлялся на основе данных финансовой деятельности компании за период с 2002 по 2004 гг. Для оценки кредитоспособности мы использовали годовую финансовую отчетность ЗАО «Микояновский мясокомбинат» по РСБУ. В данном случае, учитывая, что комбинат является главной структурной единицей холдинга, осуществляющей как закупку сырья, так и реализацию готовой продукции, мы не стали консолидировать его отчетность с отчетностью других компаний, входящих в холдинг.

По нашему мнению, финансовое состояние Микояновского мясокомбината, можно назвать устойчивым. Показатели рентабельности стабильно превышают среднеотраслевые. На протяжении рассматриваемого периода выручка компании сохраняла устойчивые темпы роста (порядка 13%).

Доля заемных средств в активе баланса в 2004 году достигла 60%, половина которых приходится на краткосрочные обязательства. Причем в последние два года наблюдается рост заемных средств и соответственно процентных платежей по их обслуживанию.

Коэффициенты, характеризующие способность предприятия своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства, на протяжении рассматриваемого периода находятся на довольно приличном уровне. Коэффициенты ликвидности, несмотря на снижение в 2004 году, сохраняются на допустимом уровне. Показатель EBITDA практически в два раза превышает сумму процентных платежей, что отражает высокую способность компании обслуживать принятые на себя обязательства.

Финансовое состояние и ключевые индикаторы (РСБУ)

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.		
	2003	2004
Выручка от реализации	6 635.0	7 473.9
Себестоимость	5 401.9	6 375.4
Валовая прибыль	1 233.1	1 098.5
Операционная прибыль	721.2	430.3
Чистые проценты	-129.7	-232.9
Прибыль (убыток) до налогообложения	410.4	80.2
Чистая прибыль	264.9	9.4
Денежный поток от текущих операций	-1 016.3	305.4
ЕВITDA	791.0	528.9
Баланс, млн. руб.		
Активы	5 310.1	5 703.9
Внеоборотные активы	1 463.1	2 051.6
Основные средства	769.1	1 736.3
Незавершенное строительство	435.0	31.7
Долгосрочные финансовые вложения	254.3	278.0
Оборотные активы	3 847.0	3 652.3
Запасы	1 339.0	1 167.3
НДС по приобретенным ценностям	317.8	186.6
Дебиторская задолженность	382.1	1 015.5
Краткосрочные финансовые вложения	1 729.3	1 231.4
Денежные средства	77.5	50.8
Пассивы	5 310.1	5 703.9
Капитал и резервы	1 201.4	1 210.9
Долгосрочные обязательства	1 323.4	1 563.0
Займы и кредиты	1 319.7	1 554.7
Краткосрочные обязательства	2 785.3	2 930.0
Займы и кредиты	1 499.5	1 869.0
Кредиторская задолженность	1 285.8	1 061.0
Финансовые показатели		
Ликвидность		
Текущая ликвидность	1.34	1.24
Коэфф. быстрой ликвидности	0.79	0.78
Эффективность и деловая активность		
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	24.8	0.8
Рентабельность всего капитала, %	0.15	0.07
Рентабельность активов (ROA), %	7.5	0.9
Gross margin, %	18.6	14.7
Operation margin, %	10.9	5.8
EBITDA margin, %	11.9	7.1
Net margin, %	4.0	0.1
Показатели обслуживания долга		
Чистый долг, млрд. руб	2 741.7	3 372.9
Совокупный долг к активам	0.53	0.60
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.47	0.45
Выручка/Совокупный долг	2.35	2.18
ЕВITDA/Совокупный долг	0.28	0.15
СФО/Совокупный долг	-0.36	0.09
Капитал/Совокупный долг	0.43	0.35
ЕВITDA/Текущие обязательства	0.28	0.18
ЕВITDA/Процентные платежи	5.45	1.92
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	1.10	1.28
D/(D+E)	0.52	0.56

Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

Проделанный анализ позволяет отнести облигации данных эмитентов к группе с кредитным риском на уровне выше среднего. Характерными чертами рассматриваемых предприятий пищевой отрасли являются:

- высокая доля заемного капитала в структуре баланса;
- низкая доля долгосрочного заемного капитала в общем объеме долга;
- снижающаяся рентабельность производства;
- высокая зависимость развития отрасли от внутреннего спроса;
- обостряющаяся по мере насыщения рынков конкуренция.

По нашему мнению в ближайшие годы темпы роста пищевой промышленности сохранятся на уровне 4-7%. Однако, вместе с ростом отрасли, безусловно, будет расти и конкуренция, что способствует росту коммерческих расходов. Учитывая и без того низкую рентабельность деятельности, у предприятий могут появиться серьезные проблемы с удержанием доли рынка сбыта с одной стороны, и рефинансированием задолженности – с другой. Причем в конкурентной борьбе российским предприятиям придется столкнуться с более крупными транснациональными компаниями, которые в настоящее время активно интересуются российским рынком. Однако, учитывая короткий срок обращения выпускаемых облигаций, данный факт в ближайшее время не стоит относить к наиболее важным.

В настоящем обзоре для определения уровня риска при инвестировании в облигации данных эмитентов, больше внимания уделено финансовому состоянию эмитента (или группы, связанных с эмитентом предприятий), а также перспективами развития предприятия в среднесрочном периоде (в рамках срока обращения долгового инструмента). Также в своем анализе мы уделяли внимание стратегиям развития предприятий, т.к., по нашему мнению, агрессивная инвестиционная деятельность может негативно отразиться на кредитном качестве эмитента.

По нашему мнению наименее рискованными среди анализируемых эмитентов, можно назвать облигации Микояновского МК. Наиболее рискованными являются облигации Парнас-М. Ниже мы приводим таблицу со значениями текущих и справедливых (по нашей оценке) уровней спреда к доходностям наиболее качественных инструментов рынка рублевого долга – облигациям города Москвы. В проспекте эмиссии облигаций ЭФКО 01 предусматривается возможность досрочного погашения (оферта) в сентябре 2005 года, поэтому указанные уровни спреда предполагают, что облигации продолжат свое обращение после оферты.

Текущие и справедливые уровни спредов облигаций

Название выпуска	Погашение	Оферта	доходность, % годовых *	спред, б.п.*	справедливый уровень спреда, б.п.	потенциал сокращения спреда, б.п.
1 Микояновский МК, 01	18.09.2006	-	9.95	363	340	23
2 Эфко, 01	05.09.2006	06.09.2005	7.55	716	360	-
3 Инвестпроект, 01(НИДАН)	16.05.2007	-	10.75	382	370	12
4 Балтимор-Нева, 03	15.05.2008	21.11.2006	11.1	417	380	37
5 Парнас-М, 01	15.03.2006	-	10.35	421	410	11

* на 18.07.05

источник: ММББ, Банк Москвы

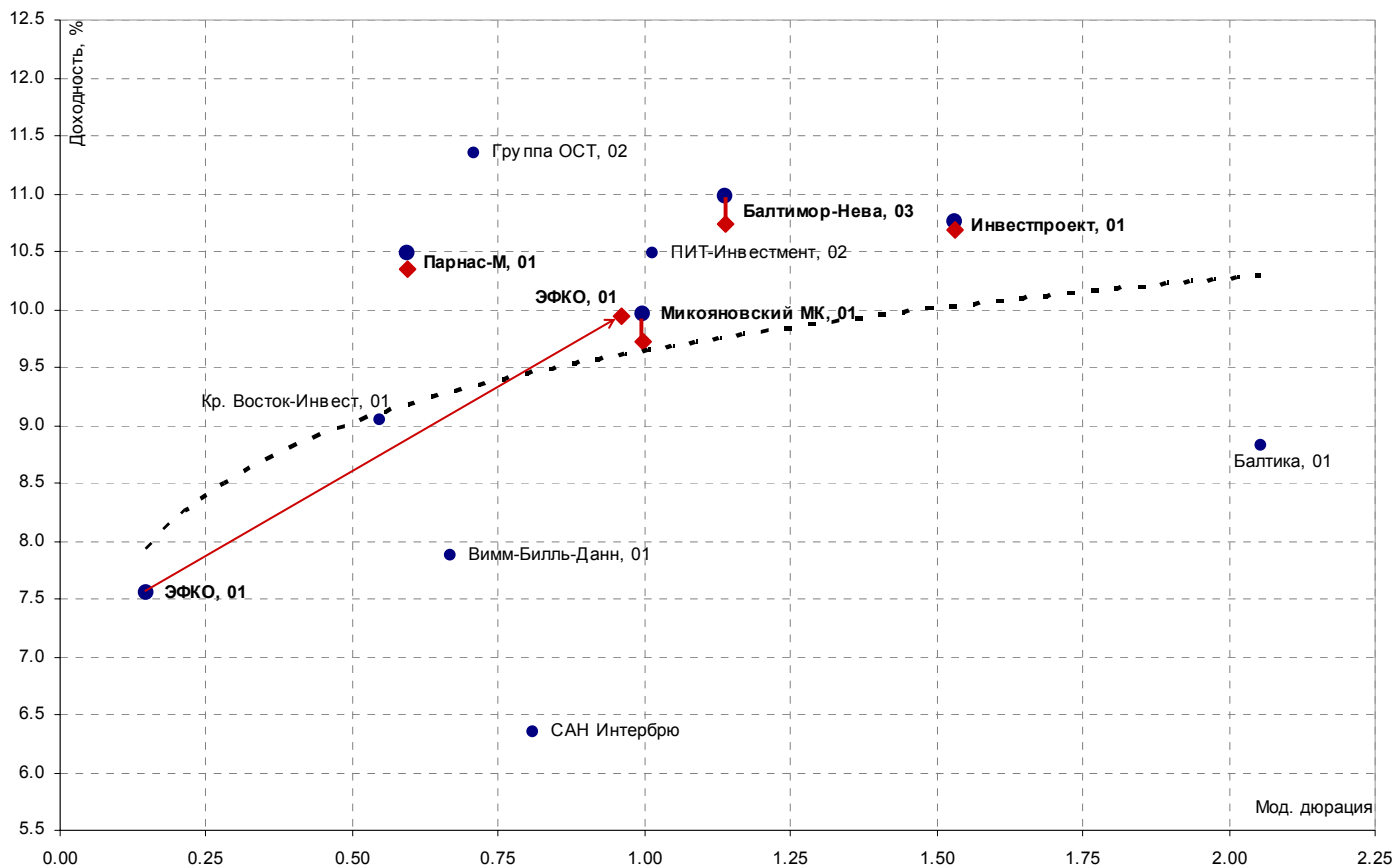
Финансовое состояние и ключевые индикаторы

	Микояновский МК		Парнас М		ЭФКО		Балтимор-Нева		Инвестпроект			Среднее по группе	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2004*	2004	2004
Выручка от реализации	6 635.0	7 473.9	3 877.9	4 211.4	4 426.8	4 627.5	2 783.2	2 881.5	220.5	574.4	-		
Операционная прибыль	721.2	430.3	176.3	118.3	521.4	334.7	195.1	184.3	22.3	63.6	-		
Чистая прибыль	264.9	9.4	28.1	13.6	188.1	2.3	91.8	38.9	0.8	8.2	-		
Денежный поток от текущих операций	-1 016.3	305.4	-1 257.0	-164.9	-1 524.1	720.2	39.3	-17.1	-	-148.1	-		
ЕБИТДА	791.0	528.9	177.0	118.4	565.3	382.4	197.2	187.5	32.5	76.1	-		
Финансовые показатели													
Ликвидность													
Текущая ликвидность	1.34	1.24	1.20	1.50	1.62	1.11	1.41	0.75	1.59	1.34	1.50	1.43	1.18
Коэфф. быстрой ликвидности	0.79	0.78	1.04	1.30	1.00	0.83	0.71	0.35	1.04	1.23	0.02	0.92	0.89
Эффективность и деловая активность													
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	24.8	0.8	9.2	4.2	20.2	0.2	25.0	10.0	0.2	0.9	16.2	15.89	3.23
Рентабельность всего капитала, %	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.13	0.07
Рентабельность активов (ROA), %	7.5	0.9	10.6	7.5	11.9	4.6	10.2	5.5	1.4	2.4	13.5	8.33	4.18
Gross margin, %	18.6	14.7	7.4	7.6	16.9	12.7	18.4	20.8	20.6	18.0	43.5	16.37	14.76
Operation margin, %	10.9	5.8	4.5	2.8	11.8	7.2	7.0	6.4	10.1	11.1	18.7	8.86	6.65
ЕБИТДА margin, %	11.9	7.1	4.6	2.8	12.8	8.3	7.1	6.5	14.7	13.2	20.2	10.22	7.58
Показатели обслуживания долга													
Совокупный долг к активам	0.53	0.60	0.58	0.56	0.33	0.37	0.52	0.54	0.42	0.39	0.41	0.48	0.49
Долгоср. долг/Совокупный долг, %	0.47	0.45	0.26	0.51	0.00	0.00	0.82	0.38	0.79	0.51	0.63	0.47	0.37
Выручка/Совокупный долг	2.35	2.18	2.04	3.37	3.44	2.59	3.15	2.15	0.32	0.72	1.84	2.26	2.20
ЕБИТДА/Совокупный долг	0.28	0.15	0.09	0.09	0.44	0.21	0.22	0.14	0.05	0.10	0.37	0.22	0.14
Капитал/Совокупный долг	0.43	0.35	0.17	0.26	0.89	0.64	0.37	0.33	1.12	1.30	1.76	0.60	0.58
ЕБИТДА/Текущие обязательства	0.28	0.18	0.07	0.09	0.29	0.14	0.31	0.13	0.13	0.16	0.39	0.22	0.14
ЕБИТДА/Процентные платежи	5.45	1.92	1.05	0.78	2.38	1.56	2.82	1.98	1.16	1.29	5.53	2.57	1.51
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	1.10	1.28	1.58	1.94	0.00	0.00	2.19	1.14	0.79	0.51	0.36	1.13	0.97
D/(D+E)	0.52	0.56	0.61	0.66	0.00	0.00	0.69	0.53	0.44	0.34	0.26	0.45	0.42

* данные по Группе компаний "Нидан", рассчитанные на основе отчетности по МСФО

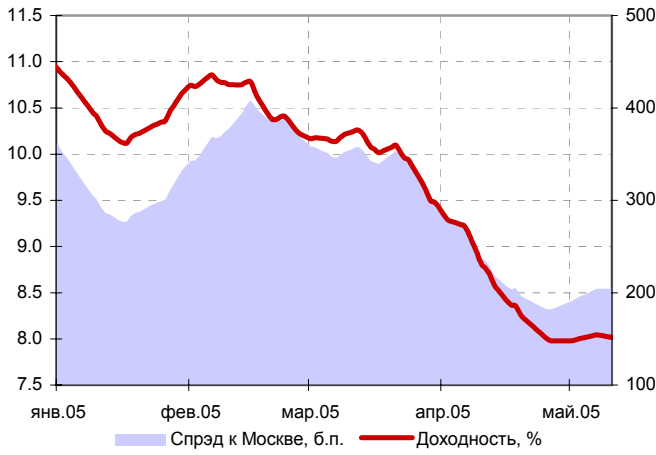
Источники: отчеты компании, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности облигаций предприятий пищевой отрасли

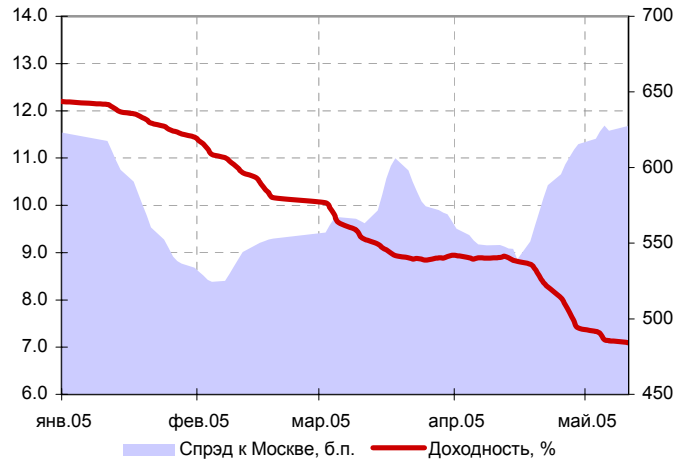


Источники: ММВБ, расчеты Банк Москвы

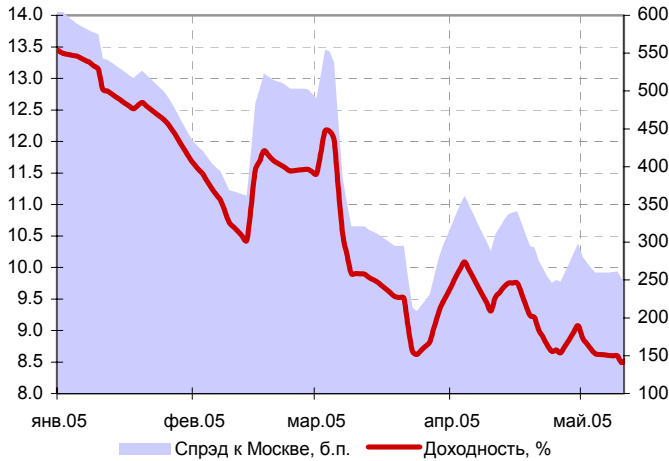
Облигации ЭФКО, 01



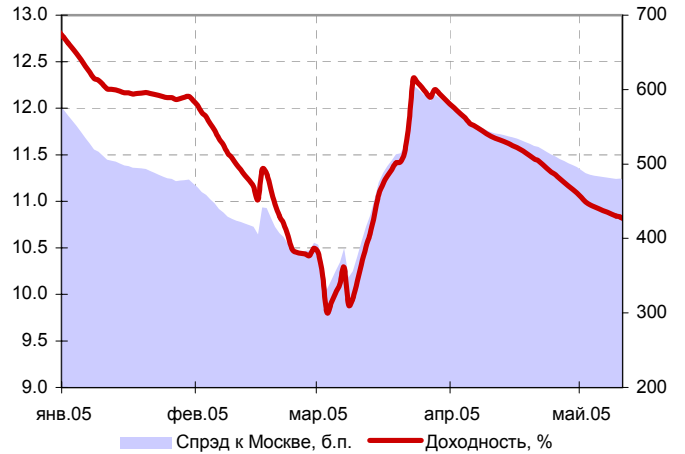
Облигации Балтимор Нева, 01 *



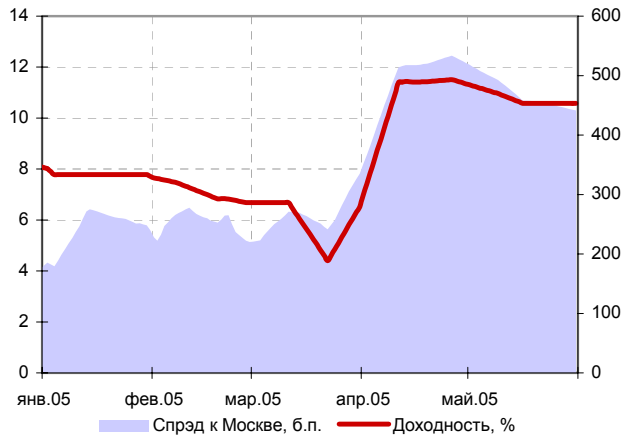
Облигации Нидан-Фудс, 01**



Облигации Парнас-М, 01

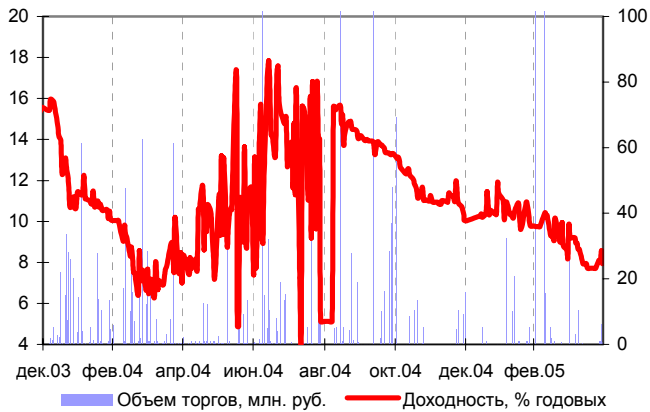


Облигации Микояновский МК, 01

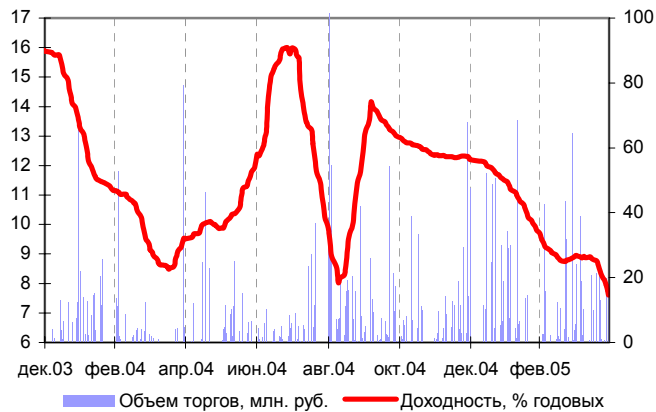


Источник: ММББ, Банк Москвы

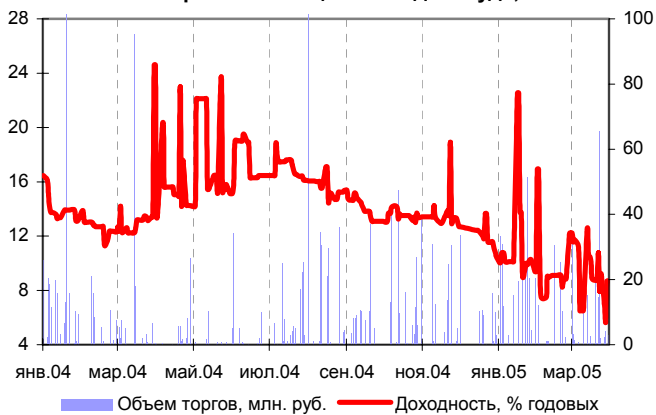
Итоги торгов облигациями ЭФКО, 01



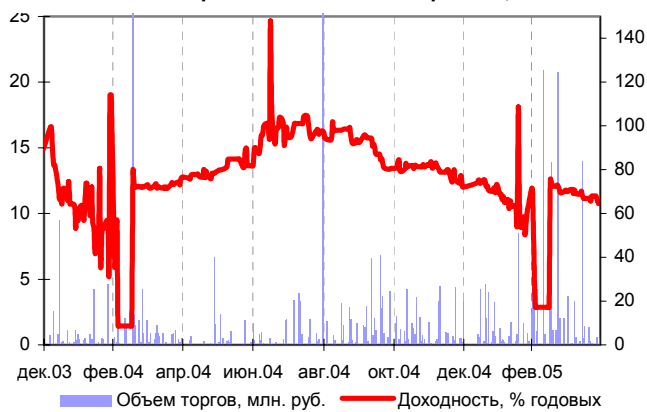
Итоги торгов облигациями Балтимор-Нева, 01*



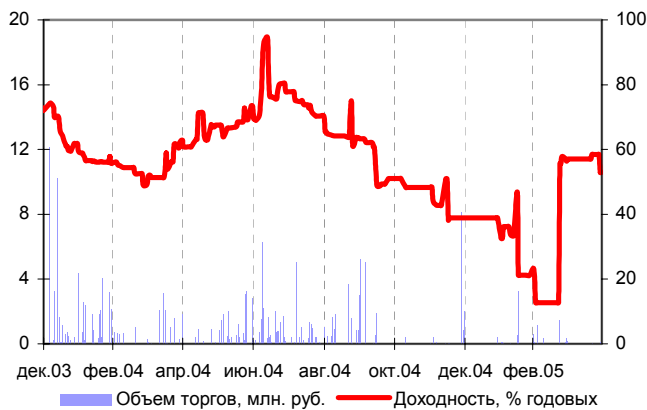
Итоги торгов облигациями Нидан-Фудс, 01**



Итоги торгов облигациями Парнас-М, 01



Итоги торгов облигациями Микояновского МК. 01



Источник: ММББ, Банк Москвы

* облигации Балтимор Нева 01 замещаются на Балтимор Нева 03

** облигации Нидан Фудс 01 замещаются на облигации Инвестпроект 01

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

WWW.MMBANK.RU

**+7 (095) 105-8000
+7 (095) 924-0080**

		<u>e-mail</u>	<u>ВН, ТЕЛ.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>СОПРОВОЖДЕНИЕ КЛИЕНТОВ</u> Менеджер по работе с клиентами	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u> Начальник отдела	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
Анализ акций	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
Анализ акций	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	2832
Анализ долговых рынков	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
Анализ долговых рынков	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Долговые инструменты	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2837