

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Специальный обзор

### Мираторг: возвращение на рынок долга

• **Мираторг – производитель свинины №1 в России.** Компания является крупнейшим производителем свинины на внутреннем рынке, использующим в процессе производства новые высокотехнологические мощности, что позволяет осуществлять контроль на всех этапах производственной цепочки и гарантировать высокое качество выпускаемой продукции. В 2012 г. Мираторг вновь возглавил рейтинг 20-ти крупнейших производителей свинины, ежегодно составляемый Национальным союзом свиноводов России (НССР).

• **Высокая операционная эффективность – на уровне крупнейших производителей ЕС, США и Канады.** По ключевым показателям эффективности в свиноводстве – конверсии корма, выходу и валоризации полутуши – Мираторг входит группу наиболее эффективных индустриальных производителей не только в российском, но и в глобальном масштабе, находясь в числе 4-6% лидеров сектора по оценке агентства Agri Stats.

• **Устойчиво высокие темпы роста производства и рост рыночной доли.** По данным НССР, в 2012 г. Мираторг нарастил производство свинины на убой более чем 1.5 раза. В результате, в 2012 г. рыночная доля Мираторга увеличилась до 11.4% от общего объема промышленного производства свинины в живом весе (против 7.7% в 2011 г.), что превышает более чем в 2 раза показатели ближайшего конкурента.

• **Последствия вступление страны в ВТО не так чувствительны для Мираторга** в силу его ориентации на выпуск продукции с высокой добавленной стоимостью, где наблюдалось куда более умеренное снижение цен по сравнению с ценами на живых свиней (до 10% – вместо 30%). В то же время, рынок проходит стадию очищения от неэффективных хозяйств, которые не способны выжить в новых ценовых условиях. Это, наряду с ожидаемым ростом спроса, дает пространство для увеличения объемов выпуска продукции эффективным производителям.

• **Вертикальная интеграция и собственная кормовая база** в значительной мере защищают Мираторг от отрицательного влияния роста внутренних цен на зерно. Мираторг является не только крупнейшим производителем свинины, но также и комбикормов, с запасом обеспечивая собственные потребности. При этом около 70% потребностей в зерне обеспечивается за счет собственных сельхозугодий, что позволяет Мираторгу минимизировать негативные последствия в периоды роста цен.

• **Стратегия акционеров компании** предусматривает параллельное развитие сегментов КРС, птицеводства и розницы. Обязательства этих сегментов не имеют существенных рисков регресса на текущий бизнес группы, что практически исключает влияние этих проектов на риски инвесторов. В то же время в долгосрочной перспективе, по мере приближения сроков их окупаемости, проекты могут стать источником существенного роста акционерной стоимости компании.

• **Пик инвестиций уже пройден, что позволяет сфокусироваться на снижении долговой нагрузки.** В 2012г. Компания завершила консолидацию активов в свиноводстве. На протяжении последних лет Мираторг достаточно активно инвестировал в развитие свиноводческих и сельскохозяйственных активов, однако уже в 2012г. капвложения сократились до 6 млрд. руб. (0.4x EBITDA), что 2 раза ниже уровней 2011г. (12.9 млрд. руб. или 1.4x EBITDA). Объем CAPEX на 2013г. также планируется на умеренном уровне (6.8 млрд. руб. или 0.5x прогнозной EBITDA за 2013г.), что позволит компании сфокусироваться на снижении долга – ожидаемый на конец года уровень долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA составляет 3.7x против 3.9x на конец 2012г.

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

#### Финансовые показатели АГХ Мираторг по МСФО 2011-2012гг.

МСФО			
млн. руб.	2012	2011 <sup>^</sup>	%
<b>Выручка</b>	<b>48 136</b>	<b>38 006</b>	<b>26.7%</b>
Дистрибуция	19 370	19 167	1.1%
Собственное производство	26 343	17 774	48.2%
Прочее	2 423	1 065	x2.3
<b>ЕБИТДА</b>	<b>15 187</b>	<b>9 442</b>	<b>60.9%</b>
Операционная прибыль	13 216	8 172	61.7%
Чистая прибыль	11 199	6 000	86.7%
Рентабельность по ЕБИТДА	31.6%	24.8%	6.8 пп
Операционная рентабельность	27.5%	21.5%	6.0 пп
Чистая рентабельность	23.3%	15.8%	7.5 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	5 116	2 064	x2.5
Чистый операц. денеж. поток	7 778	7 755	0.3%
CAPEX	6 010	12 932	-53.5%
Целевые госсубсидии на CAPEX	1 761	1 497	17.6%
Свободный денежный поток	3 529	(3 680)	-
млн. руб.	2012	2011	%
Активы	89 862	75 148	19.6%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	2 355	3 059	-23.0%
Долг*	58 514	50 006	17.0%
доля краткосрочного долга	41.2%	28.7%	12.5 пп
Чистый долг*	56 159	46 947	19.6%
Капитал	16 419	18 409	-10.8%
CAPEX/ЕБИТДА	0.4x	1.4x	-
Долг/ЕБИТДА	3.9x	5.3x	-
Чист. Долг/ЕБИТДА	3.7x	5.0x	-
ЕБИТДА/Процентные расходы**	4.2x	4.0x	-
Долг/Капитал	3.6x	2.7x	-

\* включая обязательства по финансовому лизингу

\*\* процентные расходы за вычетом госсубсидий

<sup>^</sup> сопоставимые цифры за 2011 г. отличаются от представленных ранее в аудированной отчетности вследствие расширения периметра консолидации

## Позиционирование выпуска

Агропромышленный холдинг Мираторг возвращается на публичный рынок спустя более 1.5 лет с момента последнего размещения, начиная сбор заявок на участие в новом облигационном выпуске серии БО-03 объемом 5 млрд. руб. и сроком обращения 3 года. Книга по выпуску будет открыта с 15 до 19 апреля, а размещение на бирже запланировано на 23 апреля. Привлеченные в ходе размещения средства будут направлены на общекорпоративные цели, в том числе рефинансирование краткосрочной части долгового портфеля и финансирование инвестиционной программы холдинга на 2013 г.

Эмитентом размещаемого выпуска вновь выступает SPV-компания холдинга - Мираторг Финанс. По сравнению с обращающимся выпуском улучшена структура обеспечения - помимо оферты на досрочный выкуп бумаг от материнской компании холдинга – АПХ Мираторг (Fitch: B/Stable), дополнительно предоставляется оферта от основной торговой компании холдинга (ТК Мираторг), на которую приходится около 83% консолидированной выручки. За счет новых производственных компаний расширен ковенантный периметр по оферте, добавлено условие по кросс-дефолту, а также улучшен механизм исполнения оферты, с учетом последних изменений законодательства. По новому выпуску ожидается присвоение кредитного рейтинга на уровне не ниже рейтинга обращающегося займа Мираторг Финанс БО-01 (Fitch: B-), что позволяет рассчитывать на включение нового выпуска в Ломбардный список ЦБ РФ.

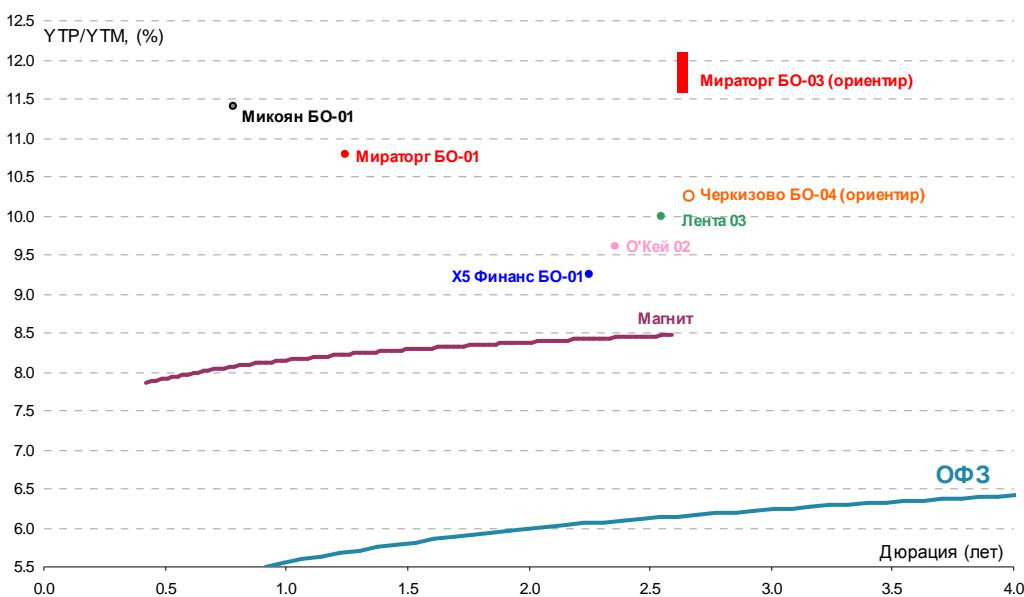
Ориентир по ставке купона облигаций серии БО-03 составляет 11.25-11.75% годовых, что дает доходность к погашению 11.57-12.10% годовых при дюрации 2.62 года. Маркетируемый диапазон доходности предполагает спрэд 560-610 бп к ОФЗ и уже по нижней границе является, на текущий момент, самым доходным предложением на первичном рынке. Отметим, что по нижней границе ориентира новый выпуск предлагает солидную премию в 220-230 бп к своеобразному бенчмарку бондов потребительского сектора – выпуску Х5 Финанс БО-01 (+330 бп к ОФЗ; УТМ 9.24/D 2.25 г.), при этом премия к более короткому, но не очень ликвидному Мираторг Финанс БО-01 (+502 бп к ОФЗ; УТМ 10.79/D 1.22 г.) составляет более 50 бп, что выглядит адекватной платой за удлинение дюрации при потенциально большей ликвидности нового займа. Наконец отметим, что предлагаемая премия к также маркетируемому сейчас и сопоставимому по дюрации новому бонду Группы Черкизово (ориентир по УТМ – 10.25% на дюрации 2.66 г.) составляет не менее 130 бп, что, на наш взгляд, выглядит весьма привлекательно с учетом сопоставимого кредитного рейтинга Группы Черкизово (Moody's: B2/Stable) и оферента по облигациям серии БО-03 – АПХ Мираторг (Fitch: B/Stable).

### Мираторг Финанс БО-03

#### Основные параметры выпуска

Эмитент	ООО «Мираторг Финанс»
Оференты	ООО «АПХ «Мираторг», ООО «ТК «Мираторг»
Рейтинг оферента	АПХ «Мираторг» - Fitch: B/Stable
Рейтинг эмиссии	Ожидается присвоение
Объем выпуска	5 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 дня
Ориентир по купону	11.25-11.75% годовых
Ориентир по УТМ	11.57-12.10% годовых
Дюрация	2.6 года
Тип размещения	Букбилдинг
Открытие книги	15 апреля 2013 г. (планируется)
Закрытие книги	19 апреля 2013 г. (планируется)
Размещение на ФБ ММВБ	23 апреля 2013 г. (планируется)
Организаторы	Банк ЗЕНИТ, Сбербанк КИБ
	Газпромбанк
Агент по размещению	Банк ЗЕНИТ

### Карта доходностей эмитентов потребительского сектора и планируемые выпуски



# Российский рынок свинины

## Пространство для роста спроса сохраняется

Спрос на свинину в России показывает в целом неплохой рост. Так, на протяжении последних семи лет среднегодовой рост натуральных показателей потребления свинины находился на отметке 5.3% и вполне укладывался в общий индекс потребительских расходов, рост которого за тот же период составил 7.1%. В то же время спрос на рынке свинины имеет предпосылки для, как минимум, сохранения текущих темпов роста, которые обусловлены целым рядом объективных факторов.

Первым в этом ряду стоит назвать все еще низкие общие показатели душевого потребления мяса: на сегодня среднегодовое потребление мяса и мясопродуктов в России все еще на 15-17% ниже чем в Европе и уступает более чем 30% - показателям США. Более того, спрос на мясную продукцию находится в стадии активного формирования и повышения требований к качеству. Это обстоятельство наряду с развитием розничных торговых форматов ведет к перераспределению спроса в сторону более качественной продукции в верхних ценовых сегментах и играет на руку крупным промышленным производителям.

Консервативный сценарий развития российского рынка предполагает, например, то, что отставание к Европе по душевому потреблению мяса будет минимизировано за 10-15 лет, а общий индекс потребительских расходов замедлится до 4-5% (против текущих 6.8%). Но даже в рамках такого сценария ежегодный рост потребления мяса составил бы не менее 3-4.5%. В терминах рынка свинины это соответствует дополнительным 120-160 тыс. тонн в год – а это не менее 4/5 среднегодового роста спроса последних «тучных» лет. Вопрос заключается в том, какая категория поставщиков закроет новые объемы.

## Предложение: «перерождение» производства

Основные трансформации за последние годы рынок претерпел именно со стороны предложения. Здесь наблюдалось активное перераспределение объемов от импорта к отечественным производителям. Основную роль в этом процессе сыграл инвестиционный бум, пришедший в отрасль на фоне ввода мер господдержки и защиты производителей инструментами таможенного регулирования.

В частности, запуск в 2005г. нацпроекта развития сельского хозяйства позволил за 7 лет нарастить объемы внутреннего производства свинины более чем на 60%. За этот период среднегодовой рост производства свинины в России превышал отметку 7.5% и являлся основным источником удовлетворения растущего спроса.

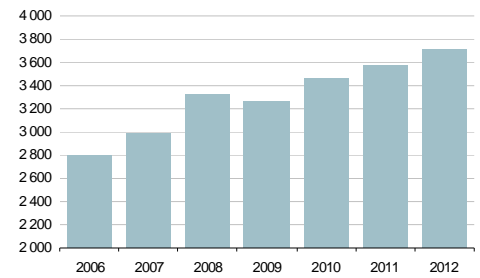
Рост производства был неоднороден с точки зрения групп производителей. Отрасль, которая объединяет личные подсобные (ЛПХ), крестьянские/фермерские хозяйства (КФХ) и промышленных производителей, за последние годы прошла быстрый процесс индустриализации. Доля промышленного производства увеличилась с 33% (2005) до 61% (2012): производителями было введено в строй более 700 свиноферм, которые утроили натуральные показатели промышленного производства свинины и к 2013г. довели его уровня 1.5 млн тонн.

В итоге на сегодня портрет рынка выглядит следующим образом: совокупное потребление свинины составляет около 3.7 млн тонн, из которых 1.2 млн тонн приходится на импорт. Объем внутреннего производства свинины превышает 2.5 млн тонн и складывается из стагнирующего ЛПХ (0.9 млн тонн), незначительного производства КФХ (менее 0.1 млн тонн) и растущих объемов промышленных производителей (1.5 млн тонн). При этом производство неоднородно даже внутри промышленной группы: на долю устаревших, немодернизированных производств приходится порядка 600 тыс. тонн, а современные и эффективные мощности обеспечивают не более 900 тыс. тонн. По сути, это и есть индустрия, созданная «с нуля» за 7 лет активных инвестиций и являющаяся единственным драйвером роста предложения за этот период. Дополнительные 120-160 тыс. тонн годового спроса позволили бы этой группе эффективных производителей еще долгое время наращивать объемы на 10-15% в год. Но только при условии отсутствия импорта.

## Импорт и ВТО: влияние на рынок неоднородно

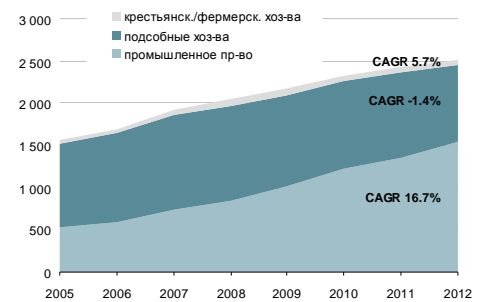
Импортная составляющая предложения исторически преодолевала несколько преград на пути к российскому рынку. Сначала отечественный рынок был защищен валютным курсом, а позднее – жесткими таможенными барьерами. Инструменты таможенного регулирования применялись к продукции всех стадий передела от живого веса до переработанного мяса и субпродуктов. Они

Потребление свинины (тыс. т)



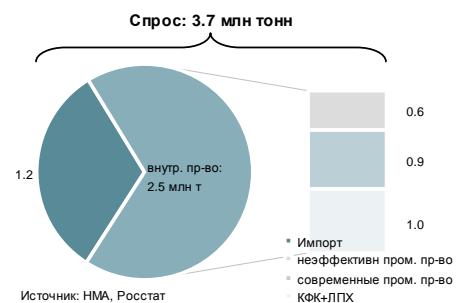
Источник: Национальная мясная ассоциация

Индустриализация производства свинины (тыс. тонн)



Источник: Национальная мясная ассоциация

Структура рынка свинины, 2012г. (млн. тонн)



Источник: НМА, Росстат

включали квотирование импорта, установление специфических и адвалорных/комбинированных пошлин. После вступления России в ВТО в августе 2012г. таможенное регулирование было смягчено, поскольку эти меры находились в т.н. «красной корзине» стимулирования внутреннего производства, установление которых запрещено в одностороннем порядке (только через переговоры с заинтересованными членами ВТО).

На 2013 квоты на ввоз мяса свинины остались неизменными, но пошлины были обнулены в рамках квоты и снижены на 10-15% за сверхквотный ввоз, при этом из структуры пошлины была исключена специфическая составляющая. Такой подход зафиксирован до 2020г. В целом снижение пошлин имело довольно чувствительный для рынка эффект в первые месяцы. Импорт мяса свинины (без учета субпродуктов) с августа 2012г. (вступление в ВТО) до конца 2012 г. увеличился на 75 тыс. тонн до 767 тыс. тонн за весь год. Однако уже в 1К13 года намечилось снижение импортных поставок, в результате рост импорта за полный год членства России в ВТО, по-видимому, составит порядка 50-80 тыс. тонн. Такой рост импорта с учетом расширения спроса на 120-160 тыс. тонн в год в целом выглядит умеренно и оставляет неплохое пространство для роста объемов внутреннего производства.

С точки зрения ценовой динамики снижение пошлин и умеренный рост импорта к началу 2К13 снизили цены на оптовом рынке мяса с высокой добавленной стоимостью на довольно умеренные 9% от средней цены 1П12 (используется средняя оптовая цена лопатки, окорока и шейки). В целом это сопоставимо с 10-15% снижением пошлин. С точки зрения влияния на прибыль такое снижение цен пока не выглядит критичным. Отдельно взятый фактор 10%-ного снижения цен эквивалентен снижению валовой рентабельности производителя на 6-9 п.п., при этом суммы недополученной прибыли могут быть компенсированы фактором роста объемов. Здесь мы не учитываем влияние на маржу со стороны возможных изменений себестоимости: каждый производитель имеет свою собственную степень интеграции и структуру расходов.

Куда более драматично выглядела ситуация на рынке свинины в живом весе. Здесь пошлины были снижены с «запретительных» 40% до 5%, однако объемы импорта сократились более чем в 3 раза. Все это сопровождалось снижением цен: на рынке живого веса к апрелю 2013г. цены опустились более чем на 30% относительно пиковых значений середины 2012г. Чем обусловлена неравномерность движения цен в разных сегментах рынка и как это может в перспективе отразиться на бизнесе крупных производителей?

**Немного отраслевой экономики...**

Технологически производство мяса, попадающего на полки магазинов, – двухэтапный процесс, включающий:

- животноводство, продуктом которого является живой вес, т.н. «живок». 90% себестоимости живка приходится на корм, труд, ветеринарию и коммунальные платежи, причем стоимостная доля одного только корма при текущем уровне цен на зерно достигает 70%. Поэтому ключевой показатель эффективности на этом этапе – конверсия корма, т.е. весовой расход кормов на получение единицы веса готового на убой животного. В период высоких цен на живка здесь создавалось до 2/3 прибыли мясопроизводителей. Кормовая конверсия большинства хозяйств России находится в широком диапазоне - 3-8х, т.е. различные производители – промышленность, КФХ, ЛПХ - имеют различную эффективность, причины которой, как правило, находятся в области генетики и селекционной работы.

- мясопереработка, которая технологически включает этапы убой, производства полутуши и ее дальнейшей переработки в конечную продукцию. Здесь показателем эффективности, во-первых, является массовая доля выхода полутуши в процентах от живого веса. Во-вторых, не менее важен показатель «валоризации» полутуши, т.е. преобразования её в товарную продукцию, генерирующую выручку. На мясопереработку приходилось не более 1/3 прибыли производителей. На этом этапе эффективность производителей также имеет кардинальные различия. Наиболее эффективные производители добиваются 72% выхода полутуши из живка по массе и почти 100% её дальнейшей валоризации. Но такие хозяйства, на сегодня могут удовлетворить лишь около четверти спроса.

Неравномерность распределения прибыли на разных стадиях передела притягивала инвесторов в животноводство, где высокие цены снижали требования к эффективности производства, необходимости наличия собственного зерна и переработки. В результате инвестиции последних лет проводились в отрасли неравномерно и товарное поголовье росло с заметным

ТАМОЖЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА СВИНИНЫ			
		до ВТО	после ВТО
Общ. размер квоты, 000 тонн		430	430
- внутриквотная пошлина	15%, не менее 0.25 €/кг		0%
- сверхквотная пошлина	75%, не менее 1.5 €/кг		65%
Живые свиньи (неквотируемый режим)	40%, не менее 0.5 €/кг		5%
Свинные субпродукты	25%, не менее 0.25 €/кг		15%

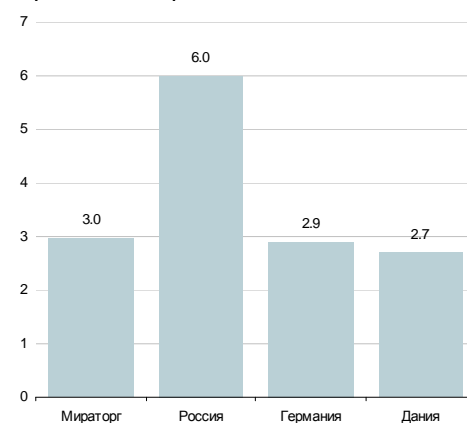
Источник: Национальная мясная ассоциация (НМА)

**Динамика оптовых цен в различных сегментах рынка свинины, руб./кг с НДС**  
в скобках – снижение относительно средней цены 1П12



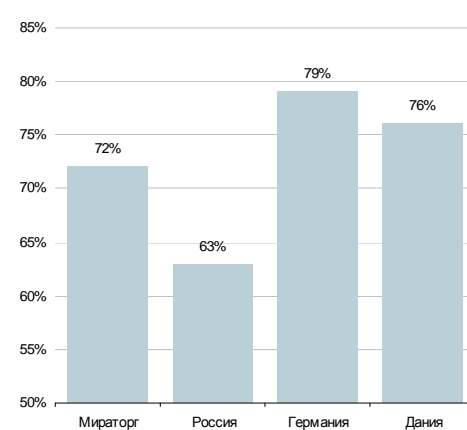
Источник: Национальная мясная ассоциация (НМА)

**Животноводство: показатели конверсии корма на 1 кг привеса**



Источник: Мираторг

**Переработка: показатели убойного выхода (полутуша в % от живого веса)**



Источник: Мираторг

опережением перерабатывающих мощностей. Возник дисбаланс: эффективная переработка сегодня покрывает не более трети производимого на убой поголовья, остаток которого характеризуется высокой себестоимостью. По сути, ВТО, либерализация импорта, рост цен на зерно, снятие запретительных пошлин на живой вес – всё вместе стало лишь триггером отраслевых дисбалансов, ускоривших процесс выхода с рынка неэффективных хозяйств и сместивших рентабельность из животноводства на уровень мясопереработки.

В результате наиболее эффективные интегрированные производители помимо расширения спроса, по-видимому, получат дополнительное пространство для роста в виде доли покидающих рынок неэффективных хозяйств.

## Стратегия развития АПХ Мираторг

### Вертикальная цепочка создания стоимости на базе эффективных технологий

Стратегия компании – формирование вертикальной цепочки создания стоимости, включающей этапы растениеводства, производства кормов, животноводства, мясопереработки и дистрибуции готовой продукции. Такой подход позволяет контролировать рентабельность на всех этапах производства, сглаживать ценовые пики, обеспечивать бесперебойность поставок.

Способ решения задачи – передовые технологии, ставящие компанию на лидирующие позиции в рейтингах эффективности не только в российском, но в международном масштабе. Так, исследование агентства Agri Stats (США), проведенное по итогам 2012г., показало: сегмент свиноводства АПХ Мираторг соответствует показателям наиболее эффективных производителей США и Канады. В частности, по показателю кормовой конверсии компания входит в 4% наиболее эффективных производителей США и Канады, а по показателям приплода и привеса – в 6%.

К концу 2012г. Мираторг завершил основной объем инвестиций в проект «Свиноводство» и консолидировал на балансе все активы сегмента. В течение ближайшего года компания планирует совершить лишь остаточные инвестиции, включающие, расширение мощностей свиноккомплексов (+8% в живом весе) и расширение линии переработки мяса в потребительской упаковке.

### Диверсификация в смежные отрасли...

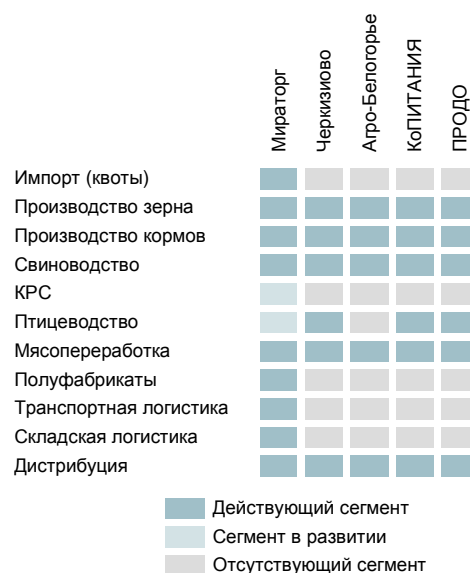
Следующими целями стратегии акционеров компании являются расширение производства за счет выхода на рынки мяса птицы (проект Птицеводство) и говядины (проект КРС), а также развитие собственной розничной сети. Однако эти проекты структурированы как параллельный бизнес акционеров, не имеющий прямого отношения к финансовым потокам, активам и обязательствам группы АПХ Мираторг.

Реализация проектов птицеводства и КРС локализована в Брянской области, а развитие розничной сети будет сосредоточено в городах-миллионерах, т.е. преимущественно на европейской части России.

Проект КРС рассчитан на производство 59 тыс. тонн говядины в живом весе, численность материнского стада достигнет 112 тыс. голов, для содержания которого будет построено 33 фермы. Финансовые параметры проекта после выхода на проектную мощность включают 8 млрд годовой выручки и 3.2 млрд EBITDA. Срок окупаемости проекта составит около 9 лет, а IRR проекта – 18.5%. Проект позволит предложить рынку уникальный продукт – говядину мясных пород, имеющий на сегодня очень ограниченные объемы предложения. Текущий объем промышленного производства говядины в России не превышает 550 тыс. тонн, таким образом, проект является довольно масштабным: его мощность эквивалентна 10% от сегодняшнего промпроизводства.

Проект «Птицеводство» предполагает создание птицеводческого кластера, включающего зерновое, комбикормовое производство, инкубатор, а также мясоперерабатывающий завод. Заложенные в проект параметры: 143 тыс. тонн птицы в живом весе, более 22 млрд руб. совокупных инвестиций. Плановая выручка проекта к 2015г. составляет 11.5 млрд руб., EBITDA запланирована на уровне 3.3 млрд. Срок окупаемости проекта – 12 лет, а IRR – 13%. В терминах текущего промышленного производства запланированная мощность проекта не превышает 5%.

Основным кредитором проектов выступают ВЭБ и Газпромбанк. По состоянию на 1К13 акционеры полностью выполнили свою часть обязательств по финансированию проектов, а дальнейшие капвложения будут осуществляться за счет кредитных линий, условия которых согласованы и по ним действуют юридически обязывающие соглашения с кредиторами. В отношении бизнеса



Источник: Мираторг

Параметры проекта КРС	
Кол-во ферм, шт.	33
Материнское стадо, гол.	112 000
Товарное поголовье, гол./год	120 000
Пр-во: живой вес, тыс. тонн	59.0
Пр-во: убойный вес, тыс. тонн.	34.0
Средневзвешенная расчетная цена реализации, руб./кг	236
Совокупные инвестиции, млрд. руб.	24.0
Выход на проектную мощность	2017г.
Выручка, млрд руб.	8.0
EBITDA, млрд руб.	3.2
Окупаемость, лет	9.1
IRR (%)	18.5

Источник: Мираторг

Параметры проекта Птицеводство	
Пр-во: живой вес, тыс. тонн	143.0
Пр-во: убойный вес, тыс. тонн.	112.0
Средневзвешенная расчетная цена реализации, руб./кг	86
Совокупные инвестиции, млрд. руб.	22.4
Выход на проектную мощность	2015г.
Выручка, млрд руб.	11.5
EBITDA, млрд руб.	3.3
Окупаемость, лет	12
IRR (%)	13.0

Источник: Мираторг

АПХ Мираторг это обстоятельство снижает риски будущих акционерных изъятий.

**... имеет ограниченные риски для инвесторов в АПХ Мираторг**

Финансирование по проектам КРС и розницы не имеет регресса на бизнес группы АПХ Мираторг, т.е. все права требования кредиторов, включая обеспечения, находятся исключительно в рамках финансируемого проекта. В этом случае реализуемые проекты не оказывают прямого влияния на риски инвесторов АПХ Мираторг. По проекту «Птицеводство» регресс существует в форме поручительств со стороны отдельных компаний группы АПХ Мираторг, общая величина которых составляет порядка 18 млрд руб. Тем не менее, в случае с этим проектом риски обращения требований к компаниям группы АПХ Мираторг также, на наш взгляд, ограничены. Во-первых, наличием полного залогового обеспечения непосредственно активами проекта, а во-вторых – синхронизацией графика погашения долга с денежным потоком проекта (первые платежи по кредитам пойдут лишь в 2015г.).

На сегодня группа Мираторг не имеет планов консолидации указанных проектов на свой баланс, по крайней мере, на горизонте обращения займа. Однако в более долгосрочной перспективе по мере приближения сроков окупаемости проектов объединение возможно – в этом случае они будут рассматриваться как зрелый бизнес и могут стать источником существенного роста акционерной стоимости холдинга.

## Операционный профиль АПХ Мираторг

### Производственная цепочка

К началу 2013г. Мираторг завершил программу создания вертикально интегрированного кластера по производству свинины, включающего производство зерна, кормов, объектов свиноводства и мясопереработки (см. Приложение).

В условиях выстроенной вертикальной производственной цепочки роль внешних поставщиков сводится к обеспечению зернового сегмента топливом, удобрением, посадочным материалом. Уже в 2013г. производство кормов будет более чем на 70% обеспечено собственным зерновым сырьем, недостающие объемы которого наряду с необходимыми белково-витаминными добавками и премиксами будут закупаться на рынке. Собственное зерно обеспечивает комбикормовые заводы Мираторга на протяжении почти 9 месяцев в году, поэтому в отношении закупок недостающих объемов зерна компания имеет возможность дожидаться сезонных снижений цен и выходить на рынок в периоды благоприятной для себя конъюнктуры.

Развитие комбикормового сегмента позволило Мираторгу полностью закрыть собственные потребности к 2012г., тогда как в 2009-2010гг. компания закупала на рынке до 100 тыс. тонн кормов. Уже в 2013г. Мираторг будет иметь небольшие избыточные объемы комбикормов и планирует поставить на рынок до 20 тыс. тонн (менее 2% производства). В результате к 2013г. компания добилась целевых уровней интеграции в цепочке «зерно — комбикорм — свиноводство»: собственное зерно покрывает более 70% необходимых объемов для производства кормов, которое, в свою очередь, синхронизировано с потребностями свиноводства. Менеджмент компании считает выстроенные соотношения оптимальными.

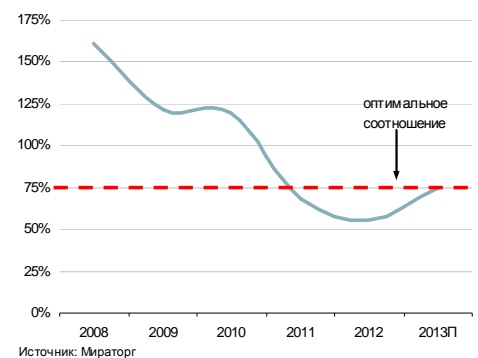
К 2013г. компания завершила основные инвестиции в сегмент «Свиноводство» и консолидировала все его активы на своем балансе. На сегодня сегмент включает 23 свинокомплекса, совокупная установленная мощность которых составляет порядка 340 тыс. тонн свинины в живом весе в год (фактический объем производства по итогам 2012г. достиг 281 тыс. тонн., что соответствует загрузке 80%). Компания осуществляет лишь остаточные инвестиции в сегмент, которые увеличат его установленную мощность на 8.8% – на завершающих стадиях строительства находятся еще 4 свинокомплекса мощностью 30 тыс. тонн живка в год, запуск которых запланирован на 2014г. Таким образом, итоговая мощность в свиноводстве в течение ближайших двух лет составит порядка 370 тыс. тонн в год (живой вес), после чего компания намерена сосредоточиться на оптимизации бизнес-процессов и снижении себестоимости. Производство в живом весе на 2013г. запланировано на уровне 363 тыс. тонн (+30%), и будет достигнуто в основном за счет роста поголовья стада на свинокомплексах, введенных в строй в 2012г. Показатели загрузки мощностей свинокомплексов к концу 2013г., таким образом, будут близки к 100%.

Мясопереработка компании локализована в г. Короча (Белгородская обл.). Технологически мясопереработка включает этапы убоя, первичной переработки

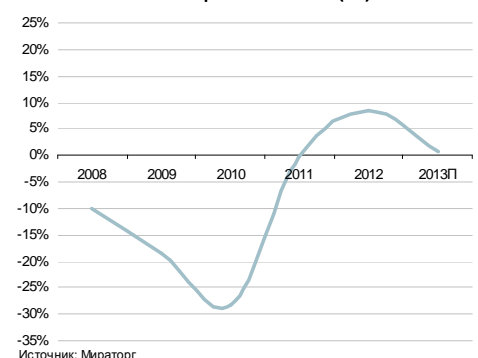
Урожай зерновых и производство кормов Мираторга, тыс. тонн



Обеспеченность к/кормового производства собственным зерном



Превышение производства кормов над собственными потребностями (%)



мяса (в полутушу), а также линии по производству мяса в потребительской и промышленной упаковке («в куске», «в нарезке»). Установленные мощности убойного производства и первичной переработки соответствуют мощностям свиноводства: они позволяют принять до 360 тыс. тонн живого веса в год и получить на выходе 260 тыс. тонн полутуш (убойный вес), что соответствует 72% убойного выхода – наиболее высокий показатель в России. Линия по производству упакованного мяса «в куске» находится в стадии развития и пока рассчитана на выпуск 33 тыс. тонн готовой продукции, включая потребительскую и промышленную упаковку. Дополнительно в процессе строительства находится проект «case ready»: 2-ая очередь линии производства свинины в потребительской упаковке мощностью 72 тыс. тонн, запуск которой позволит увеличить объем мяса в упаковке до 105 тыс. тонн.

Существенным сегментом бизнеса Мираторга является производство полуфабрикатов, осуществляемое на заводе в Калининградской области. Это обособленное производство с точки зрения географии и схемы сырьевых поставок, которые полностью формируются импортом. Расположение производства позволяет компании извлекать преимущества из режима свободной таможенной зоны, действующего на территории Калининградской области. Мощность производства составляет 60 тыс. тонн в год, а продуктовая линейка превышает 100 наименований.

Транспортная и складская логистика – ключевой сегмент с точки зрения дистрибуции продукции компании. Активы сегмента включают более 700 единиц спецтехники и 5 действующих низкотемпературных складов, площадь которых составляет 53 тыс. м<sup>2</sup>, а их мощность достигает 44 тыс. паллетомест (эквивалент ~ 40 тыс. тонн) одновременного хранения. Действующие склады расположены в Московской, Ленинградской, Калининградской областях, Екатеринбурге и Самаре. На разных стадиях строительства находятся центры в Воронеже, Ростове-на-Дону, Н.-Новгороде, Волгограде, Новосибирске. Развитие низкотемпературной логистики увеличивает доступное компании транспортное плечо и позволяет расширять продажи за счет выхода в регионы, недоступные для конкурентов.

#### Каналы продаж

На сегодня преобладающим каналом продаж Мираторга является группа оптовых дистрибуторов. На этот канал продаж приходится более 90% импорта и немногим менее 50% продукции собственного производства.

Через розничный канал продаж, включающий сетевые и несетевые магазины, осуществляются продажи порядка 50% продукции собственного производства и не более 5% импортных поставок.

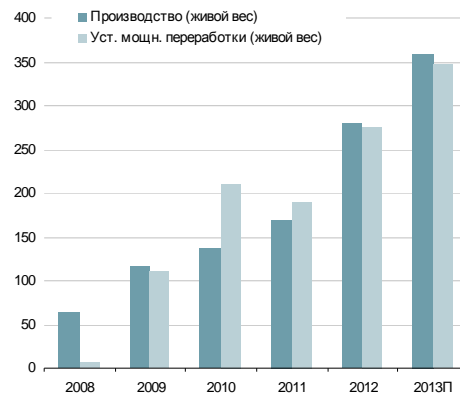
Меньшую значимость в структуре продаж компании имеет группа клиентов HoReCa (отели, рестораны, кафе), на которых приходится менее 1.5% продаж собственной продукции и не более 2% импорта.

Долгосрочной целью стратегии компании является развитие розничных каналов продаж, которое позволит переместить маржу сторонних оптовых дистрибуторов в собственный сегмент транспортной и складской логистики.

#### Направления текущих инвестиций

- Свиноводство: 4 свинокомплекса (Курская область), суммарной мощностью 30 тыс. тонн живого веса в год, планируемые к запуску в 2014г.
- Инфраструктура свиноводства: площадки для содержания хряков и свиноматок, санитарно-утилизационный завод по производству мясокостной муки
- Мясопереработка: проект «Case ready» – 2-ая очередь линии производства свинины в потребительской упаковке мощностью 72 тыс. тонн
- 5 складов низкотемпературного хранения (Воронеж, Ростов-на-Дону, Н.-Новгород, Волгоград, Новосибирск) суммарной площадью 17.4 тыс. м<sup>2</sup>, мощностью 6.2 тыс. паллетомест одновременного хранения.

Производство и мощность переработки (живой вес), тыс. тонн



Источник: Мираторг

## Финансовый профиль АПХ Мираторг

АПХ Мираторг отчитывается по МСФО, начиная с 2009г., и готовит отчетность на ежеквартальной основе. В марте 2013г. компания представила инвесторам годовую отчетность за 2012г., прошедшую аудит PWC.

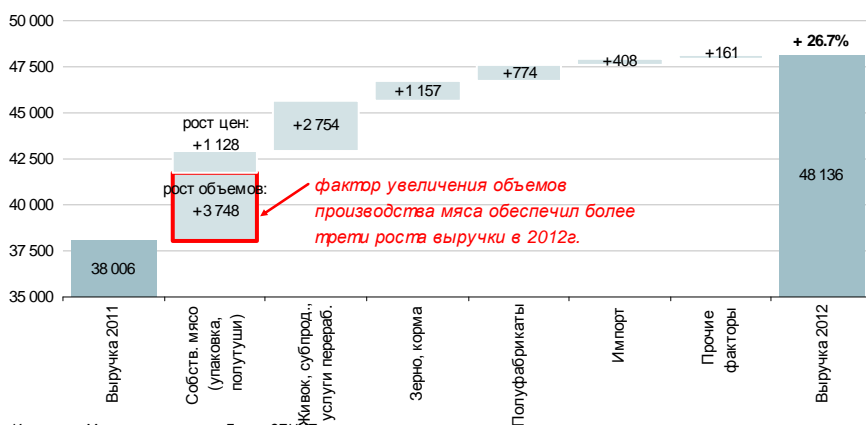
**Основной драйвер расширение баланса – запуск активов, ранее находившихся в инвестиционной фазе развития**

Представленная инвесторам аудированная отчетность Мираторга по МСФО за 2012 г. включает финансовые результаты деятельности, активы и обязательства более широко круга компаний по сравнению с аудированной отчетностью холдинга за предыдущие периоды. Это обусловлено включением в конце 2012 г. в состав компании ряда производственных активов, находившихся до того момента под контролем акционеров Мираторга, но за пределами периметра консолидации холдинга. Так, в его состав были включены активы и обязательства ООО «СК «Пристенский», ООО «СК «Казацкий», ООО «СК «Новояковлевский» (на балансах компаний находятся свинокомплексы), ООО «Прохоровские комбикорма», ООО «Прохоровский комбикормовый завод» (на балансах компаний находится производство комбикормов), ООО «Обоянская зерновая компания», ООО «Пристенская зерновая компания» (компании занимаются растениеводством) и ООО «Мираторг-Запад» (на балансе компании находятся мясоперерабатывающие активы). В результате расширения периметра, консолидированные активы Мираторга увеличились на 34.8% (до 75.1 млрд. руб.), в том числе основные средства на 55.3% (до 38.9 млрд. руб.) и запасы – на 27.4% (до 4.2 млрд. руб.), а консолидированный долг холдинга вырос на 48.6% (до 50 млрд. руб.), чистый долг – на 44.1% (до 46.9 млрд. руб.).

**Ключевой драйвер роста выручки – увеличение натуральных объемов производства мяса**

По итогам 2012г. Мираторг показал рост консолидированной выручки на 27% г/г (+10.1 до 48.1 млрд руб.). Основным драйвером выручки стали продажи мяса собственного производства, которыми была обеспечена почти половина роста (4.9 млрд руб.). При этом стоит отметить, что продажи мяса базировались на увеличении натуральных объемов, тогда как ценовой фактор имел лишь второстепенное значение.

**Факторы роста выручки Мираторга 2011-2012гг., млн руб.**



В структуре выручки компании можно выделить снижение доли импорта с 49% в 2011г. до 40%: импортные операции компании практически не росли в 2012г. (+2% г/г) и их доля «размылась» за счет быстрого роста продаж продукции собственного производства.

**Рост рентабельности обеспечен сдвигом продаж в более прибыльную продукцию и достижением оптимальной модели вертикальной интеграции производства**

Показатель EBITDA Мираторга по итогам 2012г. продемонстрировал впечатляющую динамику и показал рост на 60.9% г/г – до 15.2 млрд. руб., что позволило повысить рентабельность по EBITDA до рекордного как для холдинга, так и для отрасли в целом, уровня – 31.6% (рост на 6.8 пп к 2011г.). В основе роста рентабельности компании лежали 2 ключевых фактора. Во-первых, это изменение структуры продаж. В частности, рентабельность EBITDA в цепочке «свиноводство – мясопереработка» превышает 25%, тогда как рентабельность импортных поставок доходит в лучшем случае до 7%. Вторым фактором роста маржи стало увеличение степени вертикальной интеграции производства. В 2012г. Мираторг существенно увеличил производство зерна и кормов, что также нашло позитивное отражение в финансовых результатах.

**Пик инвестиций пройден - это позволит Мираторгу сосредоточиться на сокращении долговой нагрузки**

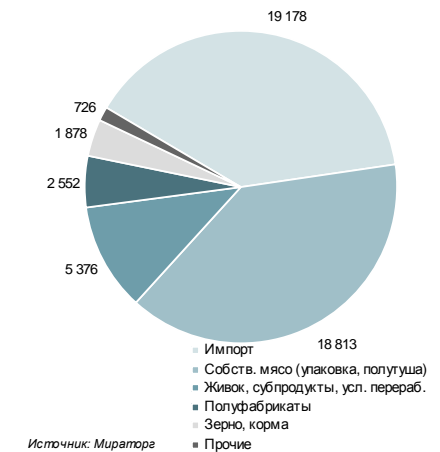
На протяжении последних лет Мираторг активно инвестировал в развитие

**Изменение балансовых показателей Мираторга вследствие приобретения компаний**

млн. руб.	2011 НП	2011 СП	%
Активы	75 148	55 734	34.8%
в т.ч. Основные средства	38 928	25 074	55.3%
Запасы	4 170	3 273	27.4%
Дебиторская задолж.	2 058	2 058	-
Авансы выданные	5 081	2 981	70.5%
Денеж. ср-ва и депозиты	3 059	1 057	x2.9
Долг*	50 006	33 645	48.6%
доля краткосрочного долга	28.7%	30.5%	-1.8 пп
Чистый долг*	46 947	32 588	44.1%
Капитал	18 409	15 986	15.2%

\* включая обязательства по финансовому лизингу  
2011 НП - расширенный периметр консолидации  
2011 СП - старый периметр консолидации  
Источник: Отчетность Компани по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

**Структура выручки Мираторга 2012г.**



**Прогнозные показатели**

	2012	2013П	Изм.
Обеспеченность зерном	55%	75%	+20 пп.
Обеспеченность к/кормом	110%	102%	-8 пп.
Импорт тыс. т	143.7	148.1	3.1%
Пр-во свинины (живой вес), тыс. т	280	363	29.6%
Пр-во свинины (убойный вес вес), тыс. т	182	250	37.4%
Продажа мяса (полуцуца, упаковка), тыс. т	135	195	43.9%
Цена свинины (живой вес) руб./кг	92.4	64.0	-30.7%
Выручка	48.1	62.4	29.7%
EBITDA	15.2	16.5	8.6%
рен-ть EBITDA	31.6%	26.4%	-5.2 пп
Долг	58.5	61.0	4.3%
CAPEX	6.0	6.8	13.3%
Долг/EBITDA	3.8	3.7	

*Источник: Мираторг*

свиноводческих и сельскохозяйственных активов, однако уже в 2012г. капвложения сократились до 6 млрд. руб. (0.4x EBITDA), что более чем в 2 раза ниже уровня 2011г. (12.9 млрд. руб. или 1.4x EBITDA). В целом можно отметить, что пик инвестиционной активности Мираторга был пройден в 2011г., а с включением в холдинг в конце 2012г. последних существенных производственных активов, ранее находившихся за периметром консолидации, структура холдинга приобрела законченный вид. Объем капвложений на 2013 г. планируется сохранить на достаточно умеренном уровне – 6.8 млрд. руб. (или 0.5x прогнозной EBITDA за 2013 г.), что немного превышает объем расходов прошлого года (+13.2% к 2012 г.), при этом инвестиции будут направлены, в основном, не на новое строительство, как это было в предыдущие периоды, а на расширение и модернизацию уже существующих производственных мощностей.

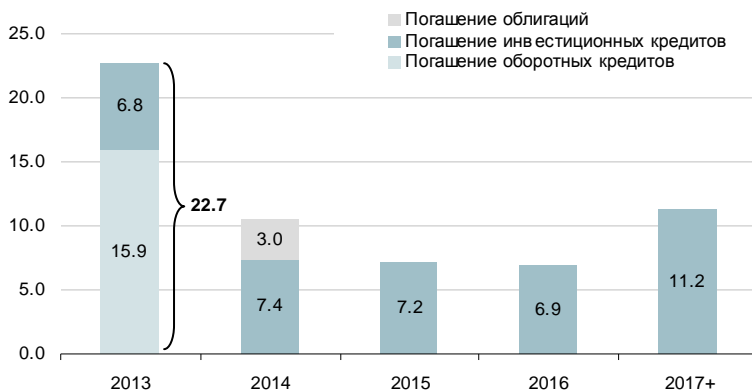
Предполагаемое сохранение инвестиционных расходов на умеренном уровне позволит Мираторгу высвободить денежные потоки и сфокусироваться на снижении уровня долговой нагрузки. Динамика долговой нагрузки холдинга ожидаемо коррелирует с динамикой капвложений – в 2011 г. долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА выросла до максимального значения в 5.3x, а на конец 2012 г. заметно снизилась, вслед за сокращением CAPEX и на фоне быстрого роста EBITDA, – до 3.9x. С учетом предполагаемых по итогам 2013 г. величин долга (вырастет на 4.3% г/г – до 61 млрд. руб.) и EBITDA (рост на 8.7% г/г – до 16.5 млрд. руб.) уровень долговой нагрузки Мираторга на конец года ожидается на уровне 3.7x Долг/ЕБИТДА. Целевым же уровнем долговой нагрузки, к достижению которого холдинг будет стремиться в среднесрочной перспективе, является отметка 3x Долг/ЕБИТДА, которая выглядит вполне приемлемо для компании агропромышленного сектора.

**Структура кредитного портфеля и график погашения долга**

Общий долг Мираторга с учетом обязательств по финансовому лизингу на конец 2012г. составил около 58.5 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств в структуре долга выросла до 39%. Основными кредиторами холдинга традиционно являются госбанки. Текущая структура кредитного портфеля Мираторга отчасти является отражением той поддержки, которую государство оказывает крупным промышленным агропромышленным компаниям и которая проявляется не только в субсидировании капвложений и процентов по действующим кредитам, но и в широком доступе к рефинансированию со стороны госбанков.

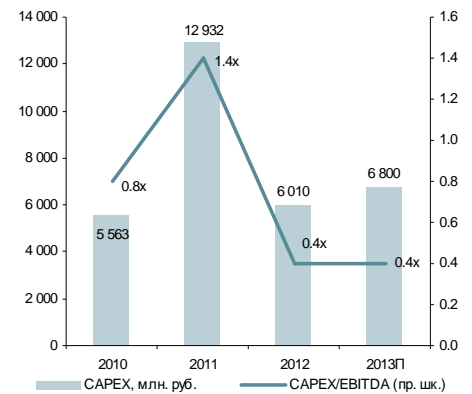
Отметим, что относительно высокая доля краткосрочных обязательств в структуре долга Мираторга обусловлена наличием у холдинга достаточно большого объема коротких оборотных кредитов, которые находятся в постоянном режиме выборки/погашения. Совокупный объем погашения таких коротких револьверных кредитов, используемых для пополнения оборотного капитала, составляет в течение года около 16 млрд. руб., при этом, после погашения, те же суммы вновь выбираются. Поэтому доля краткосрочной части кредитного портфеля в перспективе вряд ли опустится существенно ниже отметки 35%. Также отметим, что доступная Мираторгу в 2013г. ликвидность в виде остатка денежных средств и неиспользованных кредитных линий составляет более 10 млрд. рублей. Эта сумма, а также поступления от размещения займа с запасом покрывают как намеченные на 2013г. погашения инвестиционных кредитов (5.7 млрд. руб.), так и часть возобновляемых оборотных кредитов (16 млрд. руб.), хотя их предполагается полностью рефинансировать у источника.

**График погашения долга, 2013-2017гг.**



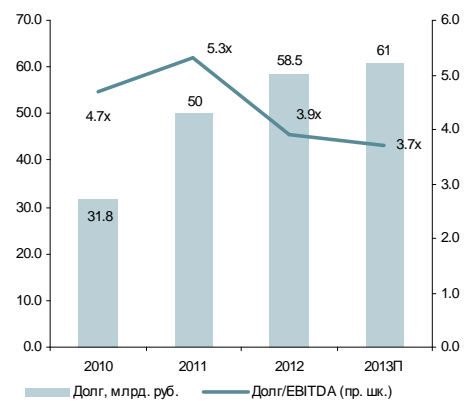
Источник: Мираторг

**Инвестиционная активность Мираторга**



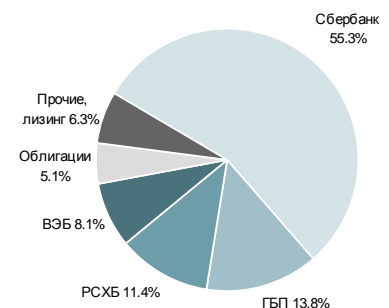
Источник: Мираторг, расчеты Банка ЗЕНИТ

**Долговая нагрузка Мираторга**



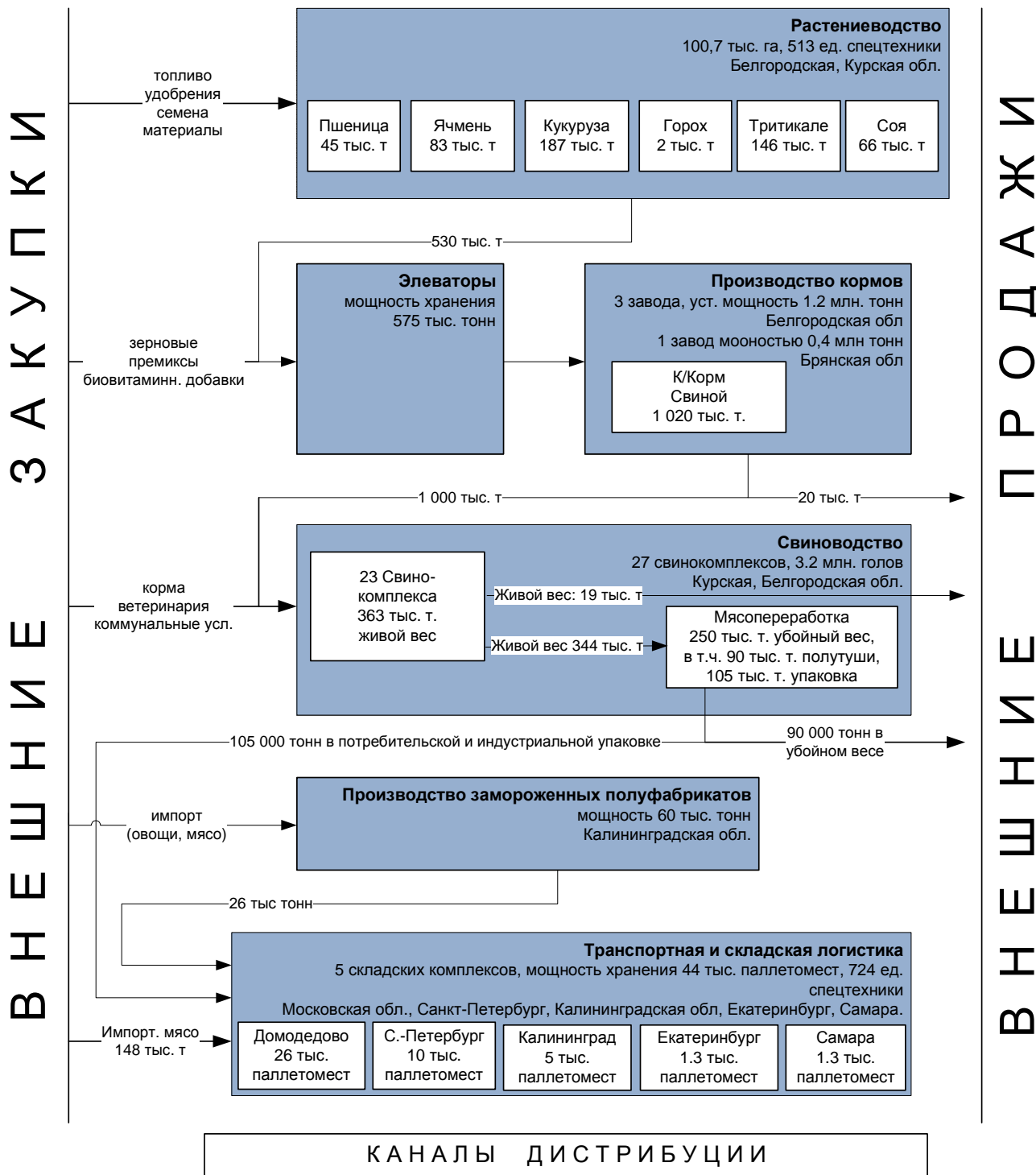
Источник: Мираторг, расчеты Банка ЗЕНИТ

**Кредитный портфель Мираторга, 01.01.2013г.**



Источник: Мираторг

# ПРИЛОЖЕНИЕ: Операционная модель АПХ Мираторг плановые показатели на 2013г.



Оптовые покупатели, мясопереработчики	Несетевая розница	HoReCa	Розничные сети
Собствен. продукц. 48,6 % Импорт 92,4%	Собствен. продукц. 10 % Импорт 1,6 %	Собствен. продукц. 1,4 % Импорт 2 %	Собствен. продукц. 40 % Импорт 4 %

## Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>

### Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

### Аналитическое управление

	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

### Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Андрей Пашкевич	<a href="mailto:a.pashkevich@zenit.ru">a.pashkevich@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.