



## КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

### МЯСНАЯ КОРПОРАЦИЯ ЕВРОСЕРВИС

#### НОВОГОДНЯЯ НАРЕЗКА

Мясная корпорация Евросервис является самой крупной компанией на рынке импорта мяса птицы. Лидирующие позиции компании защищены наличием самых больших квот по импорту мяса птицы в Россию

Несмотря на репутацию непрозрачного рынка, Евросервис предпринимает шаги по увеличению прозрачности компании и подготавливает консолидированную отчетность

Базируясь на сложившемся бизнесе по импорту мяса птицы, компания начинает переносить фокус на создание собственного производства на основе лучших западных технологий в России. Проект производства мясопродуктов уже запущен и должен выйти на полную проектную мощность в 2006г., реализация проекта производства мяса птицы намечено на 2006г.

Мы считаем, что справедливый уровень доходности бумаг Евросервиса находится в диапазоне 12,0-12,5%, но из-за недостаточной кредитной истории эмитента и состояния рынка, думаем, что ставка по выпуску при размещении сложится на уровне 13,0-13,5% годовых

#### Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Крупнейшая и наиболее прозрачная компания российского рынка мяса птицы
- 15% совокупного объема квот на импорт мяса птицы в Россию и установившиеся отношения с крупнейшими мировыми производителями, что создает устойчивую основу для текущего бизнеса
- Опыт, накопленный компанией в импорте мясных продуктов, а также тесные связи в российском аграрном секторе и в основных аграрных регионах страны позволяют компании провести переориентацию на собственное производство, свидетельством чему является начало реализации собственной мясопереработки и производства мяса птицы
- Подготовка консолидированной аудированной отчетности дает возможность инвесторам оценить кредитное качество компании

#### Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Программа инвестирования в развитие собственного производства оказывает давление на рабочий капитал компании и пока финансируется преимущественно за счет краткосрочных займов
- Консолидированная отчетность компании подготовлена на один период и не дает возможности оценить динамику финансовых показателей

#### Профиль компании

Мясная Корпорация «Евросервис» (далее Евросервис, Корпорация или Эмитент) является одним из ведущих операторов российского мясного рынка. Основной вид деятельности Корпорации – импорт и оптовая торговля замороженными продовольственными товарами.

#### Евросервис'07

Дата размещения	20 декабря 2005г.
Эмитент	ООО «Мясная Корпорация «Евросервис»
Поручители	ООО «Аллегро», ООО «Вега», ООО «Гильдия», ООО «Инпрод-опт», ООО «Невский Лидер», ООО «Полтри Трейд»
Объем выпуска	1,5 млрд руб.
Срок обращения	2 года
Купон	квартальный, купон 1 - определяется на аукционе, купоны 2-4 - 14%, купоны 5-8 - определяются эмитентом
Оферта	через 6 месяцев и 1 год по цене 100%
Организатор и Андеррайтер	ФК «УРАЛСИБ»

#### Основные финансовые показатели компании Евросервис

млн руб.	2004	3Q05
Выручка	-	6 189
ЕБИТДА	-	510
Норма ЕБИТДА	-	8,2%
Суммарные активы	3 591	5 186
Собств капитал	400	1 578
Общий долг	1 752	2 566
Долг/Капитал	81,4%	61,9%
Долг/Активы	48,8%	49,5%
Долг/ЕБИТДА	-	3,77
ЕБИТДА/Проценты	-	3,73

Источник: Евросервис, оценка УРАЛСИБ Капитал



Ассортимент реализуемой продукции включает мясо птицы, свинину и говядину, полуфабрикаты и мясные деликатесы, мороженую рыбу, концентрированные корма. Основным сегментом для Корпорации является рынок мяса птицы – продажи в данном сегменте формируют сегодня порядка 90% оборота Мясной Корпорации.

Начиная с 1998г., Евросервис – крупнейший импортер мяса птицы в Россию, и на сегодня – крупнейший держатель импортных квот. На долю Корпорации приходится 15% совокупного объема квот на импорт мяса птицы в Россию, 19% квот на ввоз мяса птицы из США В 2005г. Евросервис имеет квоты на ввоз в Россию 161,1 тыс. тн мяса птицы (объем квот ближайших конкурентов: «Союзконтракт» –115 тыс. тн, «Оптифуд» – 101 тыс. тн).

Одним из основных стратегических партнеров Евросервиса является крупнейший мировой производитель мяса птицы компания «Tyson Foods», на долю которой приходится до 60% импортных закупок Корпорации. Также среди партнеров Корпорации можно выделить таких крупных мировых поставщиков мяса птицы, как DOUX (№1 в Европе и №2 в мире по производству мяса птицы), Perdigao (№2 в Бразилии), Avipal (№3 в Бразилии), аргентинских лидеров рынка – Soychu, Granja Tres Arroyos, Las Camelias.

Корпорация обладает собственной инфраструктурой для хранения, дистрибуции и реализации импортируемых товаров. В Санкт-Петербурге Корпорация владеет крупными холодильными мощностями: ОАО «СПб Хладокомбинат №7» мощностью 15 тыс. тн единовременного хранения и ЗАО «Петербургоптпродторг» с морозильными камерами и общим объемом хранения для сухих продуктов 72 тыс. тн. Транспортировку и экспедицию грузов осуществляет входящая в структуру Корпорации компания «Трансервис», располагающая парком в более чем 100 единиц транспортной техники. Филиальная сеть Корпорации насчитывает сегодня 15 торговых филиалов в России и странах СНГ. Число регионов продаж в 2005 г. достигло 41. Логистические центры с мощностями хранения организованы во всех городах страны, где представлены филиалы Корпорации.

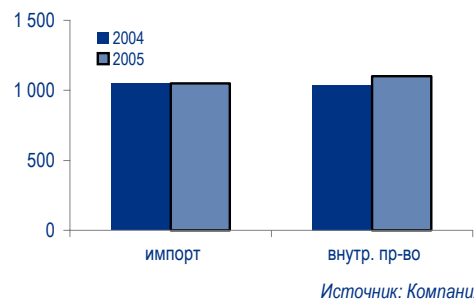
Клиентами Корпорации являются крупные, средние и мелкооптовые операторы мясного рынка – всего более 500. В настоящее время ведутся переговоры о сотрудничестве в сфере сбыта с ведущими федеральными розничными сетями («Пятерочка», «Метро», «Перекресток» и др.). Планируется, что к концу 2006г. реализация через розничные сети будет обеспечивать до 10% оборота Корпорации.

В 2002г., в рамках программы диверсификации бизнеса, Евросервис приступил к реализации ряда проектов в области мясопереработки. В 2004-2005гг. начали работать 3 многофункциональных высокотехнологичных мясоперерабатывающих комплекса, организованных на территориях свободных экономических зон: «АПК «Балтийский бекон» (г. Калининград), «Старфуд», и «Белденсан» (г. Брест).

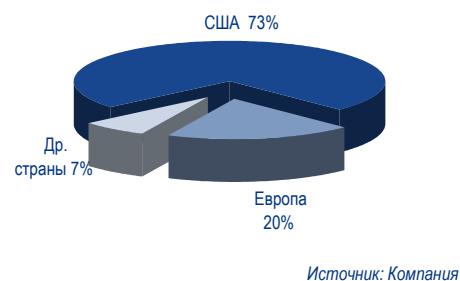
Общий объем производства мясоперерабатывающих предприятий Корпорации по итогам 2005г. ожидается в размере 10,2 тыс. тн. План развития производства предполагает выход комплексов на проектную мощность выпуска в 20 тыс. тн продукции в месяц в 2006г. На предприятиях планируется производить до 150 наименований продуктов мясной гастрономии. Продвижение производимой продукции Корпорацией производится под собственными торговыми марками «Амальтея» и «Эталон».

В целях снижения зависимости от внешних поставщиков и снижения стоимости сырья Корпорацией реализуется программа по созданию собственной системы сырьевого обеспечения на отечественной базе. В ближайшие планы Корпорации входит создание сети сельскохозяйственных предприятий по производству мяса птицы и свинины с проектным объемом производства 165-185 тыс. тн. Первая

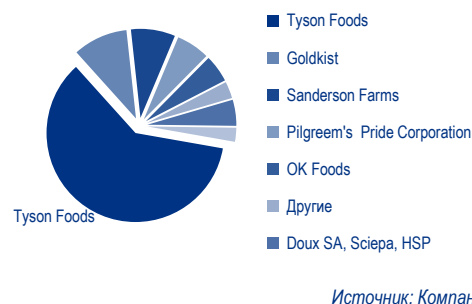
### Мясо птицы



### Распределение импортных квот в 2005г.



### Структура импорта Евросервиса по поставщикам



### Географическая структура продаж в 2005г.





очередь комплексов будет введена в эксплуатацию к концу 2006г.

## Структура компании

На сегодняшний день Мясная Корпорация «Евросервис» объединяет более 20 компаний, представляющих различные стадии в рамках торгового и производственного бизнеса Корпорации. Степень контроля по всем предприятиям, входящим в структуру Корпорации, стремится к 100%.

Эмитент облигационного займа – ООО «Мясная Корпорация «Евросервис» – является имущественной компанией и консолидирует наиболее значимые российскими активами Корпорации. Поручителями по выпуску выступают компании держатели импортных квот (ООО «Аллегро», ООО «Вега», ООО «Инпрод-опт», ООО «Невский Лидер», ООО «Полтри Трейд»), а также основное торговое подразделение Корпорации (ООО «Гильдия»).

В настоящее время идет процесс юридической реорганизации Корпорации «Евросервис», который должен завершиться созданием единой холдинговой компании, консолидирующей владение всеми активами Мясной Корпорации. Эмитент облигационного займа – с принадлежащими ему долями и акциями – войдет в новую структуру как дочерняя организация холдинговой компании.

## Краткий финансовый обзор

Мясная корпорация Евросервис предоставляет сводную управленческую отчетность, подготавливаемую путем включения в состав сводной бухгалтерской отчетности управленческих корректировок. За период с 1 января 2005г. по 30 сентября 2005г. эта отчетность была аудирована компанией «РСМ Топ-Аудит». Таким образом, наш анализ финансового состояния компании базируется на балансовых показателях компании на начало года и конец 3-го квартала 2005г. и отчете о прибылях и убытках за 9 мес. 2005г.

## Рентабельность:

За 9 мес 2005г. на выручке 6,2 млрд руб. валовая прибыль компании составила 742 млн руб (11,99%), Ebitda 510 млн руб (норма Ebitda 8,2%).

Чистая прибыль компании после вычитания расходов на обслуживание долга и налогов составила 267 млн руб. При этом, интересно отметить, что эффективная ставка налогообложения Компании составляет 16%, что является очень высоким показателем для отрасли и выделяет компанию из ряда аналогичных эмитентов.

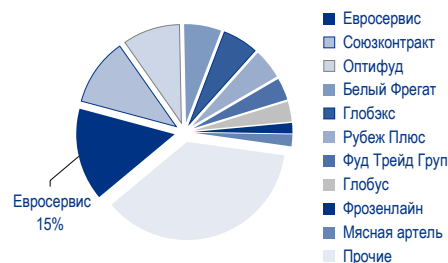
## Долговая нагрузка:

По состоянию на конец 3-го квартала 2005г. совокупный долг компании составлял 2,6 млрд руб увеличившись с начала года (1,8 млрд руб.). Рост долга связан как с сезонным фактором увеличения закупок во второй половине года, так и с увеличением финансирования инвестиционных проектов.

Долг/Ebitda и Чистый долг/Ebitda составили 3,8х и 3,7х соответственно, соотношение Ebitda/процентные расходы установилось на уровне 3,73х, что еще оставляет компании возможность увеличения долговой нагрузки.

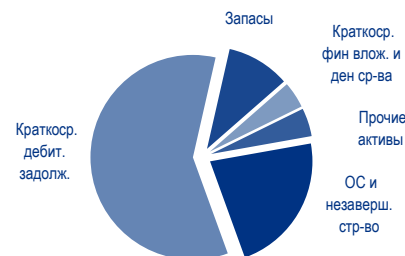
Структура долга имеет значительный потенциал улучшения, так как краткосрочный долг по состоянию на конец 3кв05 составлял около 2,3 млрд руб. или 91,2% от общего долга. Размещение

## Структура рынка импорта мяса птицы



Источник: Компания

## Структура активов



Источник: Компания

## Структура пассивов



Источник: Компания

**Согласно консолидированной отчетности норма Ebitda компании за 9 мес. 2005г. составила 8,2%**

**По состоянию на конец 3-го квартала 2005г. Долг/Ebitda и Ebitda/процентные расходы составляли 3,8х и 3,7х соответственно**



облигационного займа позволит компании улучшить срочную структуру своего долга, а также диверсифицировать его источники, что положительно скажется на кредитоспособности Компании.

Около половины средств от размещаемого займа (765 млн руб или 51%) компания планирует направить на рефинансирование существующего кредитного портфеля, остальные средства – на реализацию различных инвестиционных проектов. Таким образом, можно ожидать, что к концу 2005г. совокупный долг компании составит 3,3 млрд руб., а оценочное значение Долг/Ebitda – 4,5х.

## Прайсинг

Мы считаем, что наиболее логично сравнивать Эмитента с выпусками трейдеров продовольственных товаров, такими как Разгуляй (13,05%, 6 мес) и Югтранзитсервис (12,4%, 12 мес), и с более ликвидным выпуском производителя пакетированных продуктов питания – компании Балтимор (10,39%, 11 мес.).

По результатам оценки эмитента, мы считаем, что кредитное качество Евросервиса уступает качеству Балтимора но лучше чем у копаний Разгуляй и Югтранзитсервис. Справедливая доходность выпуска Евросервис к 6-месячной оферте должна составлять 12,0-12,5% годовых. Однако, учитывая дебютный характер выпуска, недостаточную кредитную историю эмитента и текущее состояние рынка, мы оцениваем справедливую доходность выпуска Евросервис при размещении на уровне 13,0-13,5% годовых к оферте через 6 месяцев.

Квартальные купоны 2-4 первого года определены на уровне 14% и при размещении будет определяться только первый купон. Такая структура выпуска позволит инвесторам торговать бумагу как к 6-месячной, так и годовой офертам и в потенциале реализовать дополнительный торговый доход.

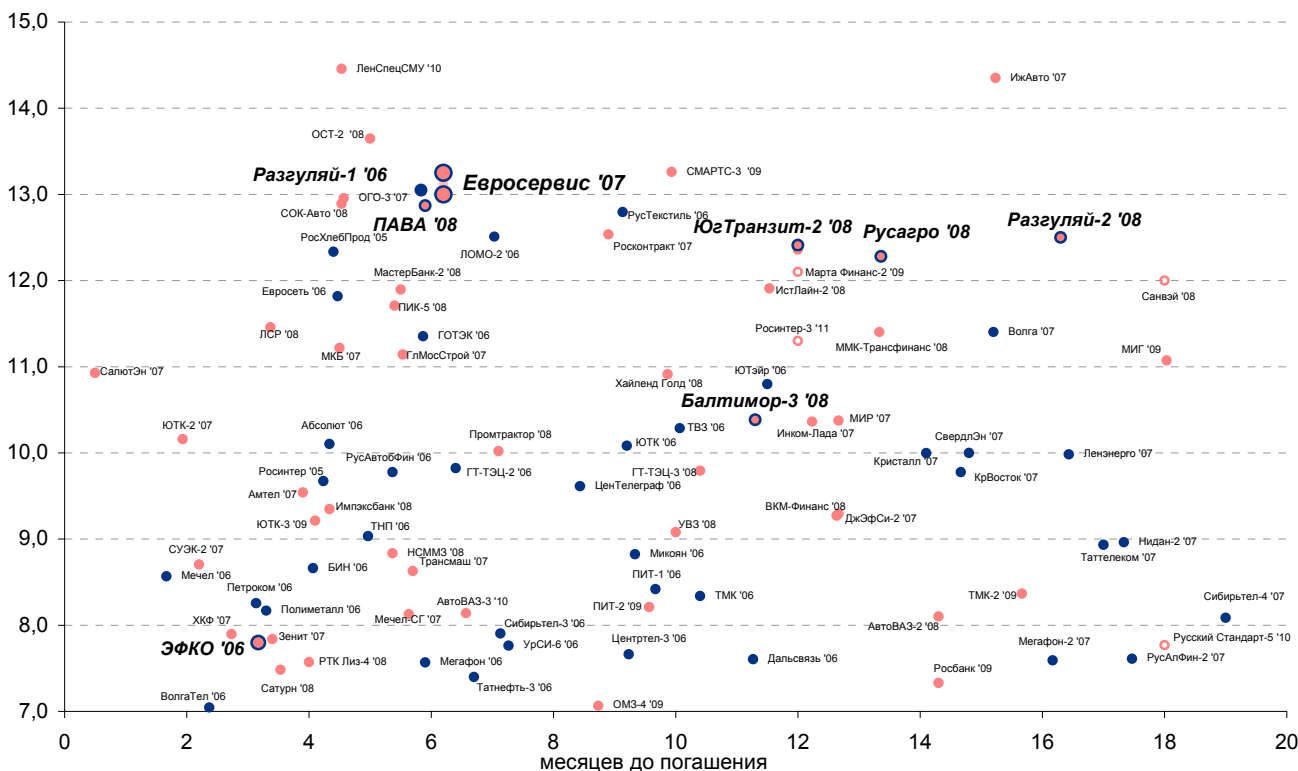
## Евросервис в сравнении с компаниями

млн руб. (РСБУ)	Евросервис (9М 05)	Балтимор (9М 05)	Разгуляй* (2004)	Югтрсервис (9М 05)
Выручка	6 189	2 402	20 198	7 990
ЕВИТ	452,3	132,0	1 357,0	411,8
ЕВИТДА	509,0	205,6	1 691,0	н.д.
Норма ЕВИТ	7,3%	5,5%	6,7%	5,2%
Норма ЕВИТДА	8,2%	8,6%	8,4%	н.д.
Суммарные активы	5 186	2 746	11 111	8 340
Собств капитал	1 578	486	7 251	2 463
Общий долг	2 566	1 568	2 511	4 052
Долг/Капитал	62,0%	76,0%	25,7%	62,2%
Долг/Активы	49,5%	57,1%	22,6%	48,6%
Долг/ЕВИТДА	3,8	5,7	1,5	н.д.
Долг/ЕВИТ	4,3	8,9	1,9	9,8
ЕВИТДА/Проценты	3,7	2,7	2,8	н.д.
ЕВИТ/Проценты	3,3	1,8	2,2	1,6

Источники: данные компаний, оценки УРАЛСИБ Капитал

\*Финансовая отчетность по МСФО

## Рублевые корпоративные облигации



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she\_sa@uralsib.ru      Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab\_ay@uralsib.ru  
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru      Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor\_av@uralsib.ru  
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@uralsib.ru      Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru  
Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru      Анастасия Залеская, аналитик, zal\_av@uralsib.ru  
Александр Чекин, аналитик, atchekine@uralsib.ru

**Управление рынков долгового капитала****Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru      Дарья Солюшкина, ст. специалист, son\_da@uralsib.ru  
Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim\_gg@uralsib.ru

**Аналитическое управление****Руководитель управления**

Петру Вадува, vad\_pe@uralsib.ru

**Заместитель руководителя управления**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

**Стратегия**

Петру Вадува, руководитель управления, vad\_pe@uralsib.ru  
Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru  
Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru  
Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@uralsib.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo\_vb@uralsib.ru  
Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@uralsib.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, ст. аналитик, che\_kb@uralsib.ru  
Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@uralsib.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@uralsib.ru  
Алексей Кормщиков, аналитик, kor\_an@uralsib.ru  
Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@uralsib.ru  
Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@uralsib.ru  
Анна Юдина, аналитик, udi\_an@uralsib.ru

**Банки**

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru

**Потребительский сектор**

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr\_my@uralsib.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),  
bra\_ms@uralsib.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),  
ros\_ch@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,  
pro\_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,  
pya\_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@uralsib.ru

**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru  
Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005