

## Мираторг: precision-облигации



## Индикативные параметры выпуска\*

Эмитент	ООО «Мираторг Финанс»
Оферент	ООО «АПХ Мираторг»
Объем	3 млрд руб.
Срок, лет	3
Дюрация, лет	TBD
Купон, %	TBD
Доходность	TBD

\* 30.06.2011 эмитентом утверждено решение о выпуске и принято решение о размещении биржевых облигаций. По информации от эмитента, документы поданы на биржу, и ожидается, что выпуск будет допущен к торгам во 2-й декаде июля.

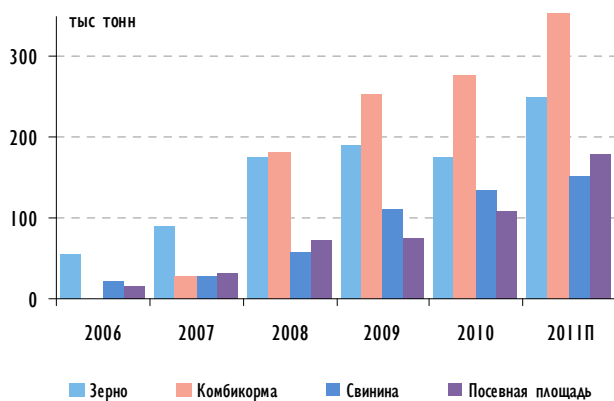
Вниманию инвесторов предлагается очередной выпуск рублевых облигаций группы «Мираторг», одного из крупнейших производителей и поставщиков мяса в России. Напомним, что на рынке обращается дебютный выпуск Мираторг-Финанс объемом 2,5 млрд руб., размещенный в августе 2007 г. Выпуск включен в ломбардный список ЦБ РФ. Нельзя не отметить, что в период финансового кризиса АПХ «Мираторг» был одним из немногих, кто полностью исполнил обязательства по облигационному выпуску, в то время как часть представителей аграрного сектора не смогли этого сделать, оставив неприятный осадок в виде дефолтов, реструктуризаций с ущемлением прав кредиторов и пр. Принимая во внимание положительную публичную кредитную историю, мы ожидаем, что новый выпуск облигаций вызовет интерес у широкого круга инвесторов.

Вернуться на рынок АПХ «Мираторг» решил после хорошо проделанной «домашней» работы: у группы выстроена прозрачная корпоративная структура, внедрена единая корпоративная ERP-система, на ежеквартальной основе составляется и публикуется консолидированная отчетность по МСФО, годовая консолидированная отчетность аудирована международной аудиторской компанией, ведется работа по получению кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств, финансовые показатели демонстрируют положительную динамику. Одним из важных факторов успешного развития компании является государственная поддержка, что позволяет холдингу минимизировать риски при реализации проектов со сроками окупаемости от 5 до 10 лет и привлекать инвесторов.

Анализ бизнес-модели и результатов деятельности холдинга у не связанных с данным сегментом людей способен разрушить стереотипы о рискованности сельского хозяйства в России. Встречающаяся западная терминология, для которой нет еще устоявшихся аналогов в русском языке (precision agriculture, No-Till, и т.п.), настораживает. Устойчивый миф о том, что наш климат не может конкурировать на мировом рынке и наработанный западными специалистами опыт неприменим, также дает трещину после ознакомления с экспертным заключением о том, что по условиям выращивания крупного рогатого скота Брянская область ничуть не уступает канадской провинции Альберта – одному из самых благоприятных регионов для мясного животноводства в мире. Активное использование зарубежного опыта и привлечение к управлению мировых профессионалов дает ответ на вопрос «где взять кадры»? Роботизированный мясоперерабатывающий комплекс развеивает всякие сомнения о возможности инноваций в российском сельском хозяйстве. Результатом данного подхода является рост показателей эффективности холдинга до мирового уровня – существенно выше среднего по России.

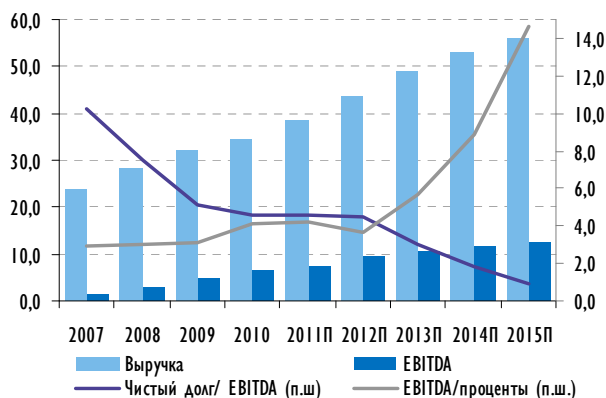
К рискам, на которые мы хотели бы обратить внимание, можно отнести весьма внушительные размеры инвестиционной программы (более 60 млрд руб.). Компания намерена реализовать ее в 2011–2013 гг. в основном за счет заемного капитала, при этом около 14 млрд руб. будут консолидироваться на балансе АПХ «Мираторг».

Основные производственные показатели АПХ «Мираторг»



Источник: данные компании

Основные финансовые показатели АПХ «Мираторг»



Источник: данные компании, Газпромбанк

## Общая информация

*В 2003 г. холдинг принял стратегию «от поля до прилавка».*

АПХ «Мираторг» был основан в 1995 г. как торговая компания и к 2005 г. стал крупнейшим импортером мяса в Россию. С 2003 г., с момента введения квот на импорт мяса, компанией была разработана новая стратегия – «от поля до прилавка». В настоящее время холдинг является крупнейшим производителем свинины и одним из ведущих поставщиков мяса на российском рынке. Группе «Мираторг» принадлежит 12 современных автоматизированных свинокомплексов, уникальное для России по уровню роботизации и глубине переработки мясоперерабатывающее предприятие в Белгородской области, высокотехнологичные складские комплексы в Москве, Санкт-Петербурге и Калининграде и собственный автопарк, насчитывающий более 700 единиц специализированного транспорта. Предприятия агропромышленного холдинга представлены в 15 регионах России и обеспечивают работой более 7 тыс. сотрудников. Клиентская сеть «Мираторга» насчитывает более 16 тыс. клиентов в различных регионах страны.

Конечными бенефициарами АПХ являются братья Виктор и Александр Линники.

В 2008–2010 гг. в рамках реорганизации группы компаний был создан холдинг с прозрачной структурой. На баланс АПХ «Мираторг» были переданы 100%-ные пакеты акций дочерних предприятий. До конца 2012 г. холдинг планирует консолидировать ООО «Конкордия», ООО «Прохоровский комбикормовый завод», ООО «СК Новояковлевский», ООО «СК Пристенский».

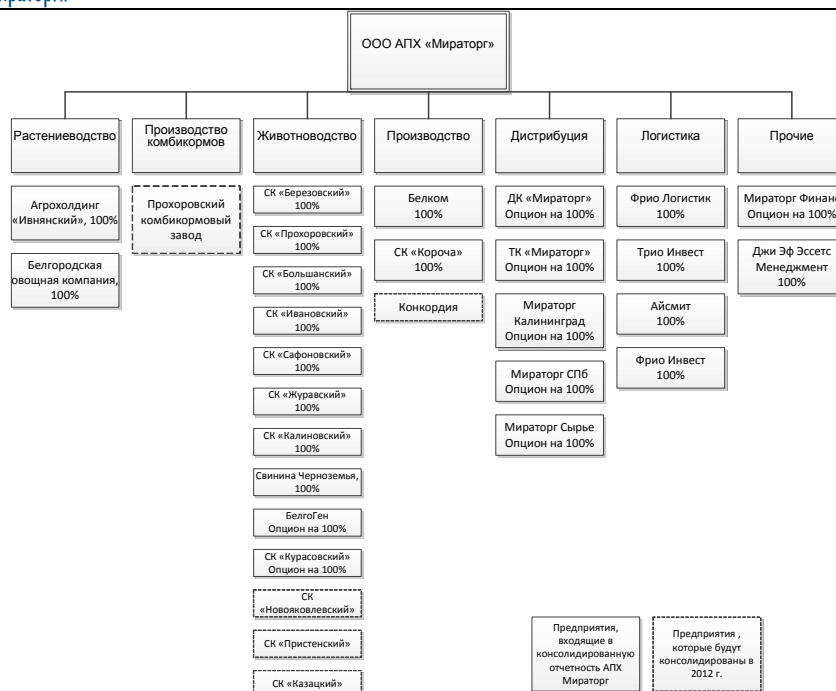
Предприятия, входящие в состав холдинга, осуществляют полный цикл производства: от выращивания зерновых до реализации конечной продукции.

*АПХ Мираторг является участником проекта «Развитие АПК».*

Основные направления деятельности: растениеводство, производство комбикормов, животноводство, первичная и глубокая мясопереработка, низкотемпературная транспортная и складская логистика, дистрибуция продуктов питания.

АПХ «Мираторг» является участником Национального проекта «Развитие АПК» и Государственной программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2008–2012 гг. Предприятие получает поддержку как на федеральном, так и на региональном уровнях. С 2008 г. предприятие включено в список 295 системообразующих предприятий РФ.

### Структура группы АПХ «Мираторг»



Источник: данные компании



## Рынки мяса: консолидация неизбежна

По данным Росстата, в 2010 г. общее производство мяса всех видов скота и птицы в хозяйствах всех категорий составило 10,5 млн т (в живом весе), что на 5,0% больше показателей 2009 г. Рост объема произошёл за счет увеличения производства мяса птицы (+11%) и свинины (+6%). В 2010 г., по сравнению с 2009 г., произошло сокращение импортных поставок по основным видам мяса. Объем импорта замороженной говядины снизился на 5%, ввоз свинины – на 2%. Самое значительное снижение поставок произошло в сегменте мяса птицы – на 31%.

*Производство мяса растет на протяжении последних лет, импорт сокращается.*

Рост производства мяса стал возможным благодаря поддержке государства на федеральном и региональном уровнях. В настоящее время действует государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2008–2012 гг., продолжением которой должна стать разрабатываемая программа поддержки животноводства на 2013–2020 гг., также предусматривающая государственную поддержку.

*В настоящее время разрабатывается программа поддержки аграриев на 2013–2020 гг.*

Поддержка на федеральном уровне заключается, прежде всего, в создании условий для развития животноводства в России – это, в частности, защита рынка от импорта (квоты, пошлины и пр.), льготные условия кредитования (субсидирование части процентной ставки) и налогообложения (нулевая ставка до конца 2012 г.), а также поддержка государственных финансовых учреждений (долгосрочные кредиты). Региональные власти помогают аграриям субсидиями, льготами по ставке налога на имущество, административной поддержкой при формировании пула земельных участков под проекты.

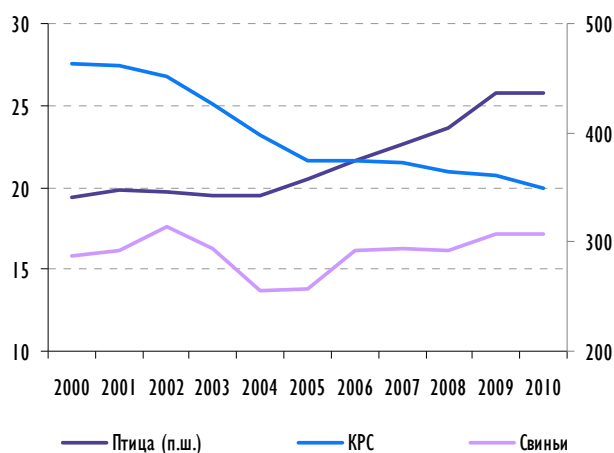
В 2010 г. впервые доля крупных производителей мяса превысила половину всего производства. В ближайшие годы, по мнению компании, должна произойти дальнейшая консолидация сектора – доля личных подворных хозяйств сократится до 20–30%. Основным фактором станет доступ крупных игроков к финансовым ресурсам, что позволяет внедрять современные мировые агротехнологии и подходы к управлению.

Ниже приводим краткий взгляд на основные тенденции отдельных секторов производства различных видов мяса и птицы.

**Производство свинины.** поголовье свиней в РФ составляет 17,4 млн голов. Наблюдается устойчивая тенденция к росту (на начало 2011 г. +9% к уровню 2008 г.), который происходит в основном за счет сельскохозяйственных организаций. Их доля оценивается в 52% и постоянно растет (+5 п.п. в 2010 г.), в то время как вклад других хозяйств снижается. В 2010 г. крупнейшие свиноводческие фермы произвели порядка 1,6 млн т мяса (+18% к 2009 г.).

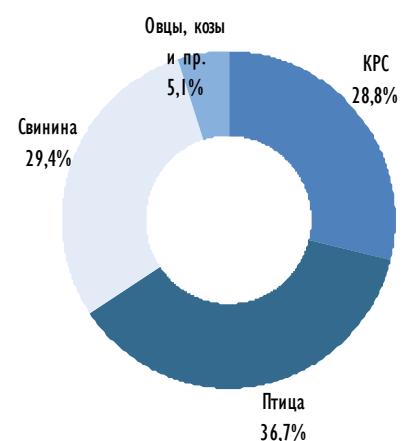
Рост цен на свинину в 2010 г. составил порядка 2%. В 2011 г. он будет ниже из-за дальнейшего усиления конкуренции.

Динамика поголовья, млн. голов 2000–2010 гг.



Источник: Росстат

Структура производства мяса в России (живой вес), 2010 г.



Источник: данные компании

*В течение 3–5 лет произойдет консолидация сектора производства свинины.*

В ближайшие 3–5 лет индустриальное свиноводство продолжит развиваться темпами 15–20% в год. В результате к 2015 г., по сравнению с 2010 г., сектор может прибавить порядка 1 млн т. К 2020 г. Минсельхоз ожидает увеличения производства свинины в живом весе до 3,96–5,6 млн т. Приоритетным направлением развития компаний будет снижение зависимости от импортных поставок как кормов, так и племенного стада.

В течение ближайших 3–5 лет должна произойти консолидация сектора.

**Производство крупного рогатого скота (КРС).** На протяжении последних лет поголовье КРС постоянно сокращается и в 1К11 г. составило 20,3 млн голов, что в 3 раза меньше, чем в 1990 г. Основная часть поголовья приходится на хозяйства населения (47%), сельхозорганизации (45%). Доля фермерских хозяйств составляет 7%, и их вклад постоянно растет. При этом важно отметить, что около 98% приходится на низкопродуктивное молочное стадо.

В последние годы производство говядины остается на уровне 1,7 млн т в убойной массе (3,0 млн т в живой массе). Объем рынка оценивается в 2,43 млн т, импорт составляет чуть менее 30%. Основной объем импорта (более 90%) приходится на страны Южной Америки, прежде всего Бразилию.

*Цены на говядину продолжают расти.*

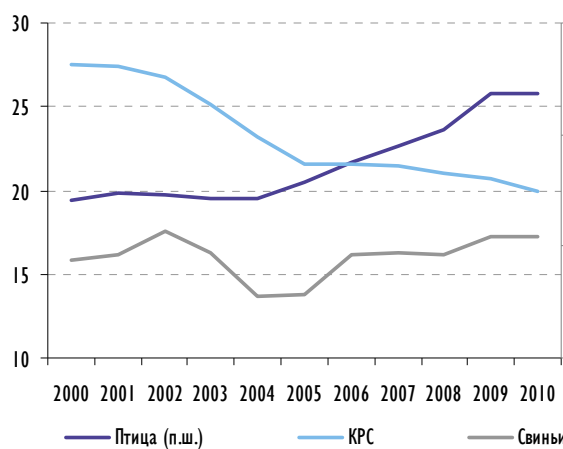
Начиная с сентября 2010 г. цены на говядину демонстрируют тенденцию к росту. Основные поддерживающие ее факторы – удорожание кормов и сокращение предложения на рынке мяса. Изменение в динамике цены можно ожидать ближе к сентябрю, когда будет понятна ситуация по новому урожаю. В долгосрочной перспективе ожидается удорожание КРС за счет роста потребления (прежде всего, за счет увеличения потребления в Китае), а также ограниченного предложения (из-за сокращения площадей пастбищ в основных странах-производителях и уменьшения господдержки в европейских странах). В свете столь обещающих перспектив Россия может превратиться из импортера КРС в экспортера.

*Развитая дистрибьюторская сеть позволит АПК «Мираторг» занять свою нишу на рынке птицы.*

**Производство птицы.** В настоящее время рынок мяса птицы близок к насыщению и сектор находится на пороге консолидации, центром которой должны стать современные эффективные предприятия. В марте 2011 г. поголовье птиц насчитывало 423 млн шт., что на 2,4% выше уровня марта прошлого года. В 2010 г. объем рынка оценивался в 3,5 млн т, на импорт приходится порядка 20%. В 2011 г. объем тарифных квот на импорт был сокращен более чем в два раза с 780 тыс. т в 2010 г. до 350 тыс. т.

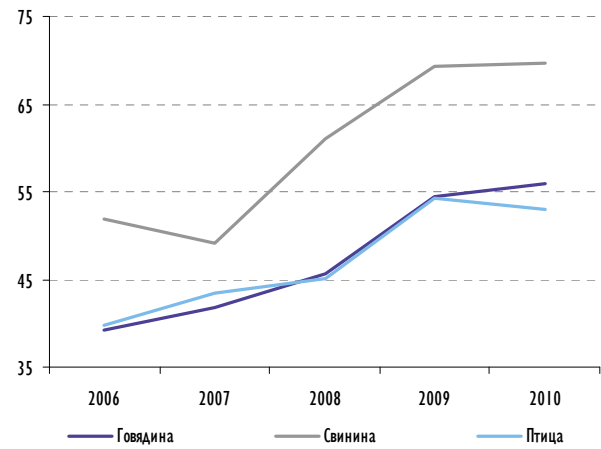
Рынок птицы остается одним из секторов, где цены демонстрируют снижение. Средняя производственная стоимость курятины в марте 2011 г. – 50,431 тыс. руб. за тонну. При развитии данного сегмента АПК «Мираторг» рассчитывает конкурировать на рынке за счет использования новых технологий и собственной сбытовой системы.

Динамика импорта, тыс. т



Источник: Росстат, компания

Динамика средних цен на мясо, тыс. руб./т



Источник: Росстат, компания

## Вертикальная интеграция – путь к стабильности

Генетика, корма и биобезопасность – три ключевых фактора эффективного предприятия, которые дают максимальный синергетический эффект при создании вертикально интегрированного холдинга и использовании самых передовых стандартов и технологий.

Вертикально интегрированная структура позволяет АПХ «Мираторг» снизить зависимость от конъюнктуры на различных сырьевых рынках, поддерживать маржу на стабильно высоком уровне, минимизируя риски ценовых колебаний на сырье и обеспечивая стабильные и своевременные поставки, а также контролировать качество на всех этапах производства.

Комбикорма занимают до 70% себестоимости производства мяса. Качественный корм обеспечивает хороший привес и нормальную конверсию корма (1 к 2,5 кг). В этой связи очень важно, чтобы хозяйство было обеспечено собственной сырьевой базой.

*В мае 2011 г. мощности по производству комбикорма увеличены до 640 тыс. т в год.*

На протяжении последних лет производство зерновых постоянно росло, исключением стал только 2010 г. по причине засухи. В 2010 г. продукция сегмента растениеводства составила 176 тыс. т, в 2011 г. – ожидается на уровне 296 тыс. т. Обработка почвы производится по схеме «No-Till» (почвосберегающие технологии), которая применяется ведущими мировыми производителями и позволяет значительно экономить ресурсы и повышать рентабельность производства. В результате показатели урожайности компаний АПХ «Мираторг» значительно превышают средние по России.

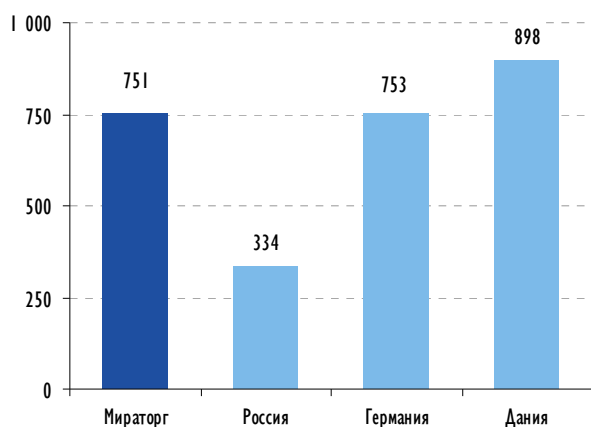
*По уровню эффективности свинокомплексы не уступают мировому уровню.*

В 2011 г. потребность свинокомплексов холдинга в комбикормах составит 720 тыс. т в год. Для обеспечения этого объема АПХ «Мираторг» активно развивает собственное производство комбикорма и зерна. С мая 2011 г. мощности двух заводов составляют 630 тыс. т, в 2012 г. планируется ввод в эксплуатацию третьего комбикормового завода мощностью 360 тыс. т. На них используется технология Brock (элеватор США) и голландское технологическое оборудование Ottevanger.

Производство свинины – приоритетное направление в деятельности АПХ «Мираторг». На сегодняшний день в структуру холдинга входят 12 автоматизированных свинокомплексов. Оборудование было закуплено у ведущих европейских производителей, включая Big Dutchman (Германия), Roxell (Бельгия). Племенная база приобретена у PIC (Великобритания), Hermitage (Ирландия), Dan Bred (Дания)

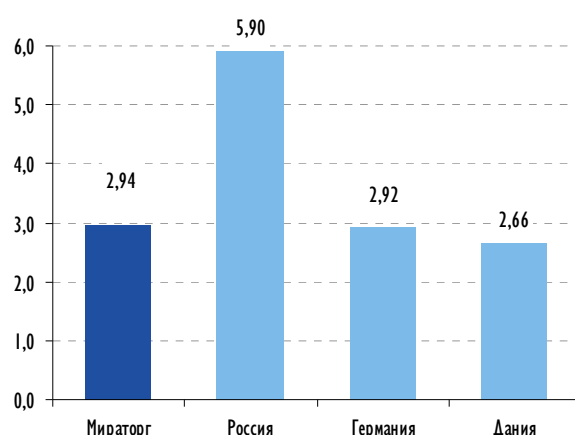
По уровню эффективности свинокомплексы холдинга не уступают ведущим мировым производителям и значительно опережают средние по России показатели.

Среднесуточный прирост свиньи, г



Источник: данные компании

Конверсия корма на 1 кг привеса, кг/кг



Источник: данные компании



В 2010 г. компания произвела 137,6 тыс. т свинины в живом весе (+19% к 2009 г.) или 1,5 млн голов, что, по данным Национального союза свиноводов, позволило занять 8,2% рынка. Столь внушительный прирост стал возможен благодаря вводу новых свинокомплексов и их выходу на производственную мощность. В 1П11 объем производства свинины АПХ «Мираторг» составил 73,7 тыс. т в живом весе (+7,2% г/г). Рост производства обусловлен запланированным выходом на производственную мощность 2-й очереди СК «Сафоновский», а также запуском 2-й очереди новой площадки СК «Калиновский». План производства на 2011 г. составляет 169 тыс. т, что на 22,8 % больше чем в 2010 г.

Финальное звено в производственной цепочке холдинга – предприятие по убою и первичной переработке свинины в г. Короча Белгородской области, введенное в эксплуатацию в 2008 г. В настоящее время – это крупнейшее и самое высокотехнологичное предприятие в России. Среди поставщиков оборудования – Bams и Multivac (Германия), York (Дания), Cryovac (США), Mondini (Италия), Marel (Исландия). В начале 2011 г. мясоперерабатывающий комплекс «Мираторга» был включён в список предприятий, обладающих правом поставки продукции в страны ЕС.

После запуска началось постепенное плановое наращивание мощностей, и в 2010 г. предприятие вышло на производственную мощность (1,6 млн. голов в год). Проектная мощность составляет 2 млн. голов в год или 165 тыс. т свинины в убойном весе. Холдинг имеет планы по увеличению проектной производственной мощности до 3 млн. голов в год, а чуть позже – до 5 млн голов. К 2013 г. 2,5 млн забиваемых свиней будут выращены на фермах Мираторга, еще 1 млн планируется закупать у других участников рынка.

Объем производства мясоперерабатывающего предприятия АПХ «Мираторг» ЗАО «СК «Короча» (Белгородская область) за 6 месяцев 2011 г. составил 62,0 тыс. т, что соответствует уровню прошлого года.

Дистрибуция продуктов питания – финальное звено бизнес-модели АПХ «Мираторг». Это направление начало развиваться в 1995 г. В настоящее время группа занимает в России лидирующие позиции среди импортеров мяса с долей 8,8%. В 2010 г. через собственную торговую сеть было реализовано 338 тыс. т мясной продукции, 64% из которых пришлось на товары собственного производства. Через свою товаропроводящую сеть Мираторг реализует от 600 до 1000 т различной мясной продукции в день, а в ближайшие 3-4 года планирует добавить в ассортимент охлажденную говядину и мясо птицы.

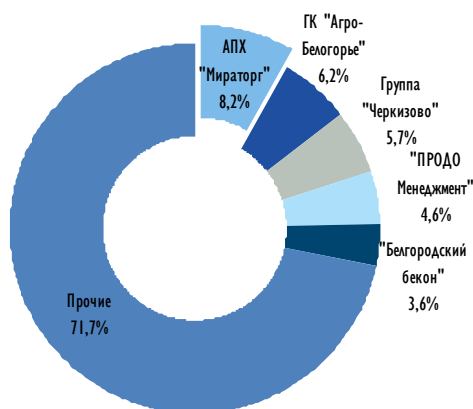
Объем продаж АПХ «Мираторг» в первом полугодии 2011 г. увеличился на 18,5% по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. и составил 146 тыс. т. Рост показателей обусловлен активным развитием сети дистрибуции холдинга, а также увеличением собственных производственных мощностей.

*В 1П11 производство свинины выросло на 7,2%.*

*Производство мясоперерабатывающего комплекса соответствует требованиям ЕС.*

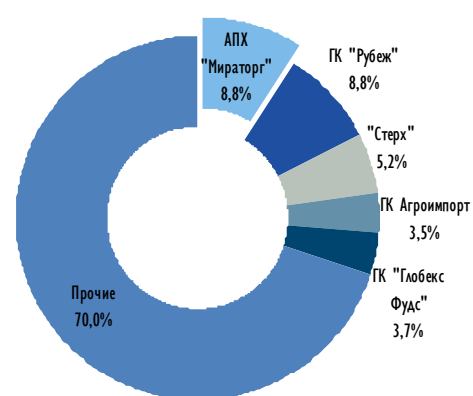
*В 1П11 продажи выросли на 18,5%.*

Структура промышленного производства свинины в 2010 г.



Источник: данные компании

Удельный вес в совокупном объеме импорта мяса и птицы в 2010 г.



Источник: данные компании



## Инвестиции: от дистрибуции к производству

*В 2011–2012 гг. холдинг удвоит производство мяса.*

*Холдинг реализует 3-летнюю инвестиционную программу размером 60 млрд руб....*

*... долг АПХ «Мираторг» увеличится на 14,0 млрд руб.*

*Выход проектов КРС и Птицеводство на проектную мощность – 2013 г.*

Стратегия развития АПХ «Мираторг» предусматривает переход от дистрибуции к производству трех видов мяса: свинины, птицы и говядины. В настоящее время компанией реализуется 8-летняя стратегическая программа. Холдинг избрал стратегию развития посредством строительства производств «с нуля», а не за счет покупки существующих производств. Поддержка государства и активное участие госбанков позволяют реализовать амбициозные проекты с минимальными рисками. Государство финансирует часть процентной ставки, а банки – выдают кредиты на развитие успешных проектов на условиях, принимающих во внимание сроки окупаемости проектов от 5 до 10 лет, с отсрочкой первого платежа.

К началу 2011 г. группа инвестировала в развитие своей деятельности более 40 млрд руб., из которых свыше 20 млрд руб. было направлено на развитие свиноводства. В настоящее время группа реализует 3-летнюю (2011–2013 гг.) инвестиционную программу, которая позволит удвоить объемы производства свинины и начать выпуск мяса птицы и говядины, вложив в проекты 60 млрд руб. Пик инвестиций должен прийти на 2012 г. Основным источником финансирования станут заемные средства (51 млрд руб.), из которых консолидироваться на балансе АПХ «Мираторг» будут только 14 млрд руб. В настоящее время компания определилась с источниками финансирования (определены условия финансирования, подписаны кредитные соглашения).

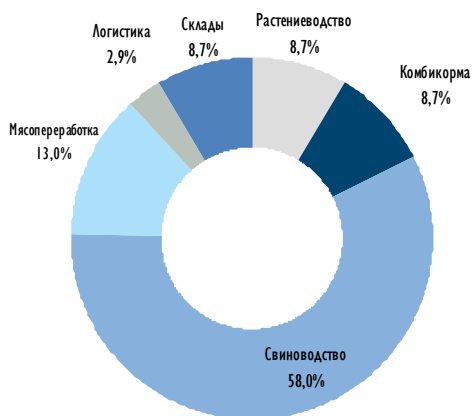
Большая часть инвестпрограммы – 24 млрд руб. – пойдет на реализацию крупнейшего в России проекта по производству высокопродуктивных мясных пород КРС (48 тыс. т мяса в год). В Брянской области будет построен животноводческий комплекс по выращиванию ценных мясных пород КРС (породы Black Angus и Hereford). В рамках данного проекта уже завезли 5,7 тыс. голов скота на две фермы. До конца 2011 г. в планах холдинга завершение строительства и заселение ещё 5 ферм, а запланированный объём племенного поголовья к концу года составит 21 тыс. голов.

Всего в рамках проекта к 2014 г. будет построено 33 фермы для содержания 250 тыс. животных, в т. ч. 100 тыс. материнское стадо. Производственная мощность проекта составляет 48 тыс. т мяса в живом весе в год. Срок окупаемости – порядка 10 лет. Проект КРС финансируется на условиях проектного финансирования, т.е. данный долг не будет консолидироваться на балансе холдинга, за счет кредитов ВЭБа (21,0 млрд руб.).

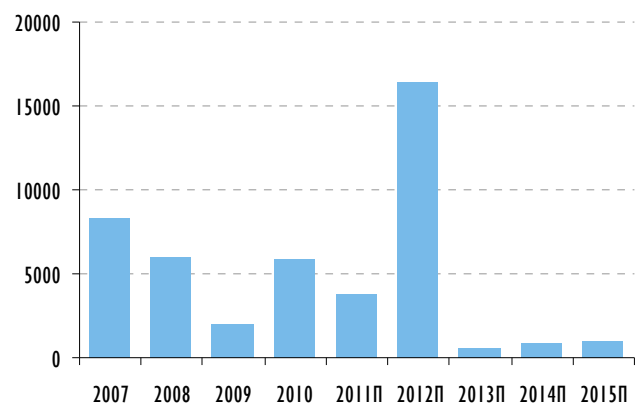
Еще в 16,6 млрд руб. обойдется строительство 11 новых свинокомплексов в Белгородской области к 2012 г. в дополнение к уже имеющимся 12. После запуска новых мощностей Мираторг удвоит производство свинины до 2,5 млн голов (300 тыс. т свинины в живом весе), что позволит увеличить долю рынка до 12%. Один свинокомплекс обходится примерно в 1,6 млрд руб., срок окупаемости – порядка 6 лет. Проекты в свиноводстве финансируются за счет кредитов Сбербанка, ВЭБа и Газпромбанка.

Оставшиеся 15 млрд руб. компания направит на строительство к 2013 г. птицеводческого комплекса мощностью 105 тыс. т в год в Брянской области. Срок окупаемости проекта – порядка 8 лет. Проект финансируется кредитами Газпромбанка (12,6 млрд руб.).

Структура инвестиций 2004–2010 гг.



Динамика инвестиций 2007–2015 гг., млн руб.



Источник: данные компании

Источник: данные компании

## Финансовое положение компании

Инвесторам доступна консолидированная аудированная отчетность группы АПХ «Мираторг» по МСФО с 2007 по 2010 г. Ее аудитором является международная компания ЗАО «Мазар» (Mazars S.A.). Кроме того, ежеквартально группа готовит консолидированную отчетность, последняя доступная – за 1К11.

*Инвесторам доступна ежеквартальная отчетность по МСФО.*

Обратим внимание, что консолидированная отчетность включает финансовые показатели как компаний, в которых ООО «АПХ «Мираторг» является контролирующим акционером, так и ряда компаний, где холдинг имеет потенциальное право голоса (АПХ «Мираторг» владеет опционом на приобретение 100%-ных долей в этих компаниях).

По итогам 2010 г. выручка группы достигла 34,4 млрд руб. На протяжении 2007–2010 гг. средние темпы роста выручки компании составили 13,3%. В том числе выручка от продажи продукции собственного производства росла на 130% в год до 17 млрд руб. в 2010 г., в то время как выручка от перепродажи снизилась на 22% до 17,1 млрд руб.

*В 2011–2015 гг. средние темпы роста выручки превысят 10%.*

В 1К11 группе удалось получить выручку от реализации в размере 8,2 млрд руб., что на 28% выше, чем за аналогичный период прошлого года. Выручка от продажи продукции собственного производства увеличилась на 35,2%, превысив половину всей выручки группы (51%).

В 2011–2015 гг. группа прогнозирует средние темпы роста выручки (CAGR) на уровне 10,2%. Основным источником этой динамики должны стать продажи продукции собственного производства. Одновременно ожидается снижение продаж импортной продукции. За счет ввода новых свинокомплексов (13 шт. до конца 2012 г.) и птицеводческой фермы компания планирует увеличить выручку до 43,5 млрд руб. по итогам 2012 г. и до 49 млрд руб. – по итогам 2013 г. По оценкам менеджмента компании, доля выручки от продукции собственного производства по итогам 2011 г. превысит 80%.

*С 2007 г. по 2010 г. рентабельность по EBITDA выросла с 6,1% до 19,5%.*

В 2010 г. мы оцениваем EBITDA компании в 6,7 млрд руб. Средние темпы роста (CAGR) данного показателя в 2007–2010 гг. составили 67,3%. Столь высокие темпы оказали положительное влияние на показатель рентабельности по EBITDA, который увеличился с 6,1% в 2007 г. до 18,4% по итогам 2010 г. Основным фактором роста стало увеличение продаж более доходной продукции собственного производства, использование современных технологий откорма животных, а также усиление вертикальной интеграции в рамках группы. В 2010 г. мясоперерабатывающее предприятие преодолело точку безубыточности.

В 2011–2015 гг. Группа ожидает дальнейшего увеличения эффективности операций за счет полного обеспечения животных собственными кормами (до конца 2012 г. после ввода третьего комбикормового завода) и повышения эффективности использования бойни (с 2 до 3 млн т в год, что позволит снизить себестоимость забоя в 1,5–2 раза).

### Основные показатели деятельности АПХ «Мираторг»

	2007	2008	2009	2010	1К11	1К10	г/г
Выручка	23 680	28 026	32 282	34 422	8 161	6 380	27,9%
ЕБИТДА	1 412	3 106	4 769	6 346	1 284	1 366	-6,0%
Рентабельность по EBITDA	6,0%	11,1%	14,8%	18,4%	15,7%	21,4%	-5,7 пп
Операционный денежный поток	-583	825	79	4 261	1 242	265	368,7%
Капитальные вложения	8 375	5 989	1 993	5 845	768	243	216,0%
Свободный денежный поток	-8 958	-5 165	-1 914	-1 584	474	22	2054,5%
Всего активов	28 237	40 715	45 980	55 655	56 046	47 664	17,6%
Собственный капитал	8 087	9 810	14 778	17 693	18 502	15 531	19,1%
Совокупный долг	15 310	21 900	25 222	31 253	31 276	26 180	19,5%
<i>Доля краткосрочного</i>	<i>14,2%</i>	<i>22,1%</i>	<i>30,1%</i>	<i>31,7%</i>	<i>26,3%</i>	<i>34,5%</i>	–
Денежные средства и	705	289	423	531	410	332	23,6%
<b>Показатели</b>							
Долг/Собственный капитал, х	1,89	2,23	1,71	1,77	1,69	1,69	–
ЕБИТДА/Проценты (с учетом	2,6	3,2	3,0	3,8	4,6	2,6	–
ЕБИТДА/Процентные расходы	1,8	2,0	1,6	2,0	1,8	1,5	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	10,3	7,0	5,2	4,8	4,9	5,2	–

Источник: данные АПХ «Мираторг», оценки Газпромбанка



Для дальнейшего улучшения рентабельности деятельности группа планирует нарастить производство продукции более высокого уровня переработки. В настоящее время доля такой продукции в выручке компании составляет порядка 5–10%.

*Сумма неиспользованных банковских лимитов составляет около 7 млрд руб.*

Расширение собственного производства агрохолдинга происходило за счет инвестиций в новые мощности. Основным источником вложений стали заемные средства. На конец марта 2011 г. консолидированный долг группы составил 31,3 млрд руб., практически не изменившись по сравнению с началом года и на 23,9% превысив его уровень на конец 2009 г. На 1 июня 2011 г. долг снизился до 30,5 млрд руб., а общий объем установленных банковских лимитов превышает 37 млрд руб.

Кредиты и займы, полученные входящими в группу предприятиями, обеспечены и имуществом агрохолдинга (стоимость 38,6 млрд руб. на 31 декабря 2010 г.), и поручительством, а также залогом долей еще не консолидируемых в отчетности предприятий.

Обратим внимание, что предприятия, консолидируемые в отчетности, являются поручителями по кредитам и займам не вошедших в периметр консолидации компаний общим объемом 5,3 млрд руб. Кандидатами на консолидацию (до конца 2012 г.) являются: ООО «Прохоровский комбикормовый завод» (2,5 млрд руб. – задолженность на 1 июня 2011 г.), ООО «СК Новояковлевский» (задолженность – 2,2 млрд руб.).

*На 31 марта 2011 г. соотношение Чистый долг / EBITDA снизилось до 4,9x.*

На протяжении последних лет показатели долговой нагрузки агрохолдинга постепенно улучшались на фоне роста денежного потока. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось с 10,3x (декабрь 2007 г.), до 4,9x на конец марта 2011 г.

На основе финансового плана агрохолдинга мы оцениваем показатели долговой нагрузки «Чистый долг/EBITDA» в 4,6x на конец марта 2011 г. Существенное снижение показателей долговой нагрузки ожидается после ввода новых мощностей, начиная с 2013 г., после чего они будут соответствовать уровню основных конкурентов (см Приложение).

*Благодаря субсидированию процентных ставок соотношение EBITDA/Проценты находится на комфортном уровне 4,6 x.*

Сгладить возможные последствия высокой долговой нагрузки компании удалось за счет государственной поддержки в части субсидирования процентной ставки (до 84,2% ставки рефинансирования), что помогает агрохолдингу поддерживать ликвидность на комфортном уровне при сравнительно высоких показателях долговой нагрузки. Показатель покрытия процентных платежей в 2008–2010 гг. находился в интервале от 3,0 до 4,6x. Структура долга предприятия комфортна: более 70% кредитов – длинные, с отсрочкой выплаты основного долга. По состоянию 1 июня 2011 г., до конца 2011 г. агрохолдингу предстоит погасить порядка 2,2 млрд руб.

В 2009–2010 гг. объем государственной помощи в виде субсидий составил порядка 1,6 млрд руб. в год, значительная их часть пришлось на возмещение части процентных платежей. Кроме того, до конца 2012 г. для компании ставка налога на прибыль установлена на уровне 0%, в 2013–2015 гг. – 18%.

В апреле акционеры компании заявляли о планах выйти на IPO не ранее чем через три года, когда будет завершена реализация основных инвестиционных проектов холдинга.

*Холдинг готов к проведению IPO через 3 года.*

Основные кредиторы АПХ «Мираторг» на 01.06.2011 г.

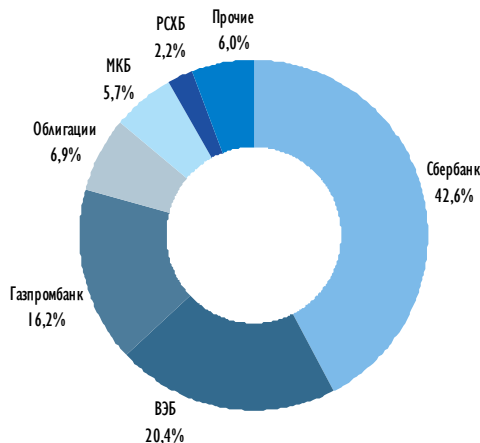
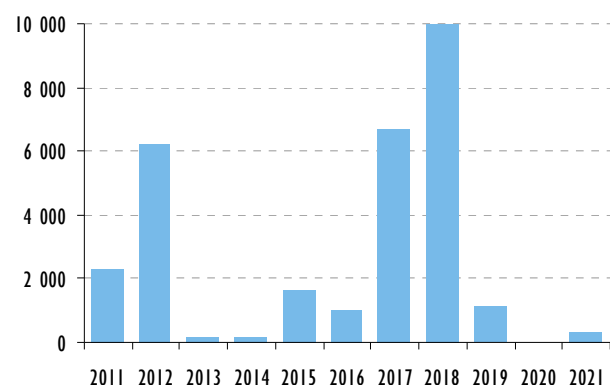


График погашения долга на 01.06.2011 г.



Источник: данные компании

Источник: данные компании



## ПРИЛОЖЕНИЕ Сравнительная таблица

	АПХ Мираторг (NR)		Группа Черкизово (–/B2/–)	
	МСФО 2009*	МСФО 2010*	US GAAP 2009	US GAAP 2010
Выручка	1 016	1 133	1 022	1 188
ЕВИТДА	150	209	180	218
<i>Рентабельность по ЕВИТДА</i>	<i>14,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,3%</i>
Операционный денежный поток	2	140	176	166
Капитальные вложения	-63	-192	-130	-171
Свободный денежный поток	-60	-52	46	-4
Всего активов	1 520	1 826	1 170	1 471
Собственный капитал	489	581	545	670
Совокупный долг	834	1 025	484	648
<i>Доля краткосрочного долга</i>	<i>30,1%</i>	<i>31,7%</i>	<i>22,4%</i>	<i>28,1%</i>
Денежные средства и эквиваленты	14	17	39	68
<b>Показатели</b>				
Долг/Собственный капитал, х	1,7	1,8	0,9	1,0
ЕВИТДА/Процентные расходы (с учетом субсидий), х	3,0	3,8	9,2	13,6
ЕВИТДА/Процентные расходы (без субсидий), х	1,6	2,0	3,8	3,7
Чистый долг/ЕВИТДА, х	5,5	4,8	2,5	2,7

\*- показатели пересчитаны из рублей в долл. США по среднему курсу 31,77 руб/долл. США для 2009 г., 30,38 руб/долл. США для 2010 г., и курсу на конец периода 30,24 руб/долл. США для 2009 г., 30,48 руб/долл. США для 2010 г.,

Источник: данные компаний, Газпромбанк