

МЯСНИЧАЙ

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПОКРЫТИЕ

2 квартал 2018

Наименование выпуска	МясничайТД-БО-П01	МясничайТД-БО-П02
Состояние выпуска	в обращении	в обращении
Начало размещения	21.06.2018	20.08.2018
Дата погашения	10.06.2020	04.08.2021
Объем эмиссии	100 млн руб.	100 млн руб.

Аналитики

Денис Видяйкин
dv@uscapital.ru

Иван Рожков
ir@uscapital.ru

ТД «Мясничий» — часть вертикально интегрированного холдинга Goldman Group из Красноярскa



Консолидированные активы холдинга

Ключевые бизнес-процессы в рамках холдинга

ООО НК «Сангилен»	ООО «Агроэлита»	ООО «Атамановское ХПП»	ООО «Объединение АгроЭлита»	ООО «ПЗК»	ООО ТД «Мясничий»
Собственная нефтебаза, которая занимается оптовой торговлей ГСМ и поставляет топливо для внутригрупповых нужд.	Хозяйство, которое выращивает зерно на собственных сельскохозяйственных площадях.	Собранный урожай поставляется на стратегический склад зерна, где также располагается линия производства комбикормов.	Произведенные комбикорма для свиней передаются в свинокомплекс «Агроэлита», комплекс выращивает животных самостоятельно и закупает в живом весе на убой.	После процедур убоя, разделки и последующего созревания продукция направляется в центр торговли «ПЗК».	В дальнейшем продукция поставляется в розничные магазины фирменной сети «Мясничий».
<p>Консолидированные активы</p> <p>Доля в активах холдинга</p> <p>16%</p> <p>460 млн руб.</p>	<p>7%</p> <p>200 млн руб.</p>	<p>2%</p> <p>65 млн руб.</p>	<p>60%</p> <p>1,8 млрд руб.</p> <p>Является поручителем выпуска биржевых облигаций ТД «Мясничий».</p>	<p>4%</p> <p>115 млн руб.</p> <p>Логистический терминал «Монолит Плюс», где арендуются площади для собственного оборудования «ПЗК».</p>	<p>3,5%</p> <p>100 млн руб.</p> <p>Является эмитентом выпуска биржевых облигаций.</p>

Сеть «Мясничий» является сегментом розничного сбыта произведенной продукции



Основной актив — розничные магазины, количество которых планируется увеличивать через сетевой ритейл

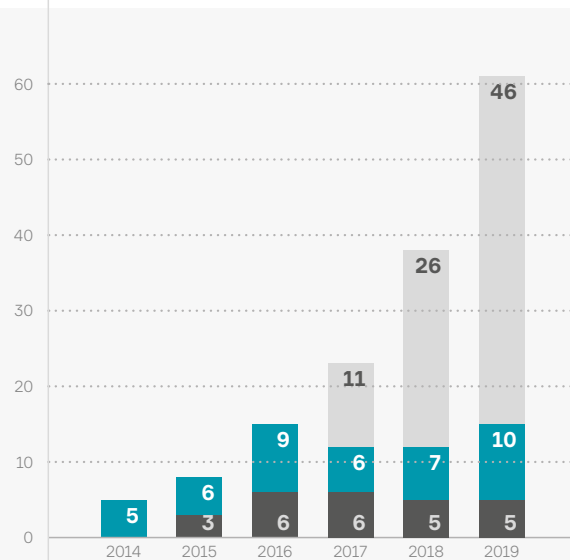
Актив ТД «Мясничей» — это розничная сеть. Однако большинство точек — это партнерские магазины, открытые совместно с торговой сетью «Командор» в формате shop in shop. В дальнейшем холдинг видит это направление своим драйвером роста вкупе с запуском продажи франшизы, которая также базируется на shop in shop формате.

Структура розничной сети



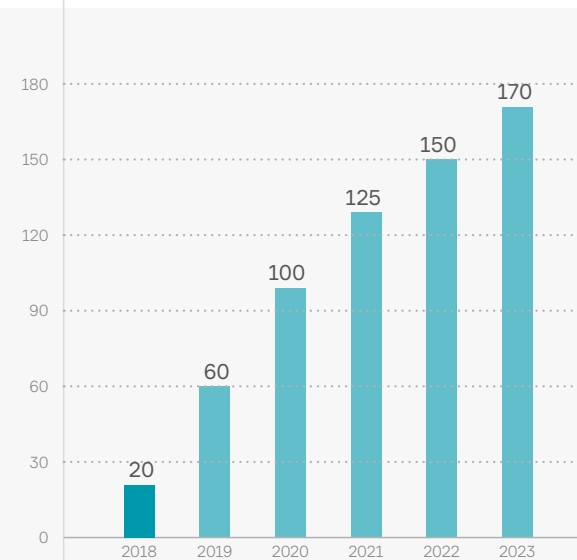
- 11 отделов в сетевых магазинах Красноярска
- 6 фирменных магазинов
- 3 нестационарных магазина
- 4 точки в сетевых магазинах за пределами Красноярска

Динамика развития сети магазинов «Мясничей»



- Shop in shop
- Магазины
- Купавы/автолавки

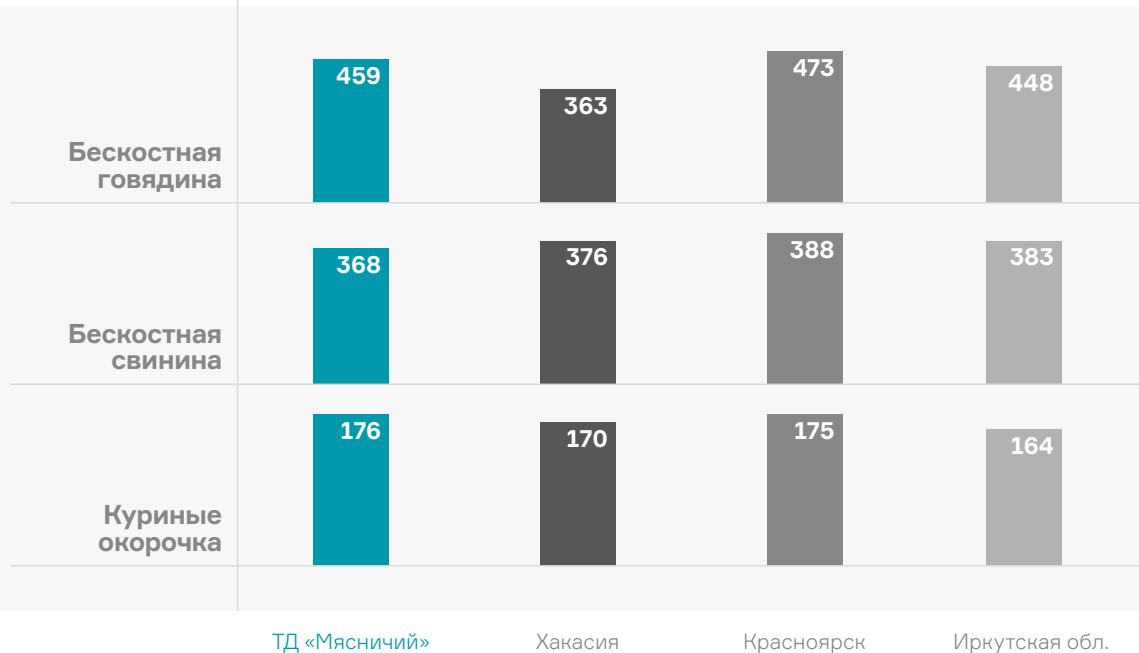
Планируемый рост количества магазинов в рамках франчайзинга



Региональная экспансия сети может стать хорошей возможностью для роста бизнеса

Красноярский край — удачный регион для «Мясничего», благодаря большому объему потребления мяса и высокому уровню цен, позволившим бренду закрепиться на рынке. В дальнейших планах компании — развитие в Хакасии и Иркутской области, где стоимость продукта заметно ниже, что скажется на снижении рентабельности бизнеса. Однако это возможно компенсировать большим объемом реализации: в данных регионах низкий уровень проникновения сетевой торговли, и современный бренд «Мясничий» с высоким уровнем стандартов обслуживания может занять существенную долю на рынке ввиду минимальной конкуренции со стороны федеральных сетей.

Цены в регионах текущего и будущего присутствия эмитента по состоянию на конец июля 2018 г. руб./кг



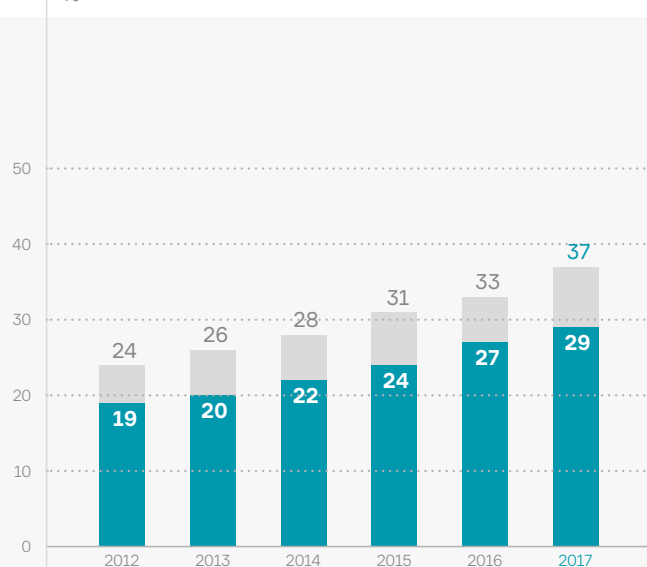
Потребление мяса и доля сетевой торговли в рассматриваемых регионах



Но так ли перспективен формат shop in shop в сетевом продуктовом ритейле?

Мы считаем, что ставка на данный формат вполне оправдана. Крупные сети все больше консолидируют рынок, перетягивая на себя трафик, но формат крайне зависим от состояния сети-партнера. В случае «Мясничего» потеря популярности магазинов «Командор» несет большие риски, поскольку крупные федеральные сети не практикуют такой формат.

Динамика доли сетевой торговли в обороте розничной торговли в РФ %



● Доля сетевой продуктовой розницы.

● Доля 10 крупнейших сетей.

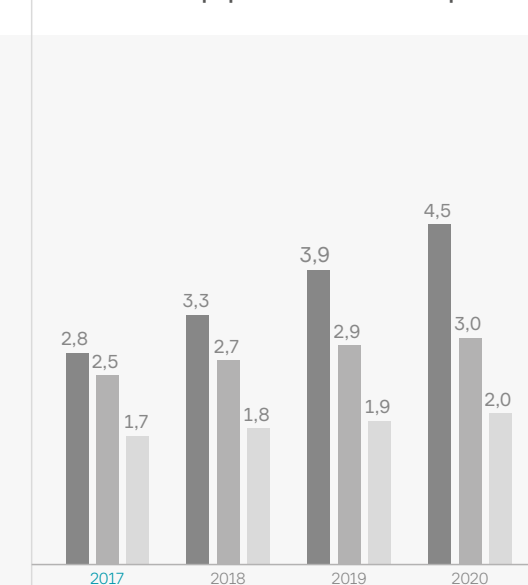
Источник: Исследование РБК, INFOline

Топ-3 критерия выбора продовольственного магазина*



* Разрешалось отмечать несколько вариантов ответа, в процентах от общего числа респондентов.

Прогноз розничного товарооборота в ключевых форматах сетевой торговли



● Розничный товарооборот в формате дискаунтер, трлн руб.

● Супермаркет, трлн руб.

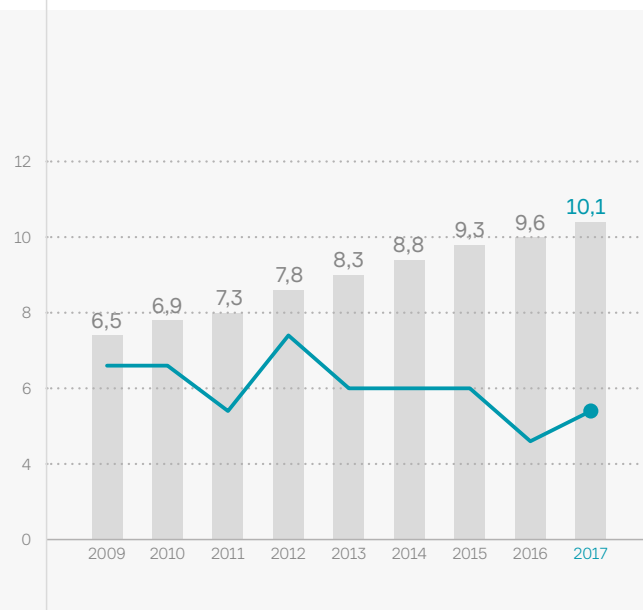
● Гипермаркет, трлн руб.

Вне зависимости от того, в каком направлении будет развиваться «Мясничий», рынок мясной продукции насыщен

В России замедляется темп прироста производства мяса, с 2009 г. растет экспорт мяса и значительно снижается импорт. Совокупность данных факторов говорит о насыщении российского рынка мяса, которое ускоряется из-за низких доходов населения. По данным ФОМ, в 2017 г. на мясе экономил каждый четвертый россиянин, на колбасе — каждый пятый.

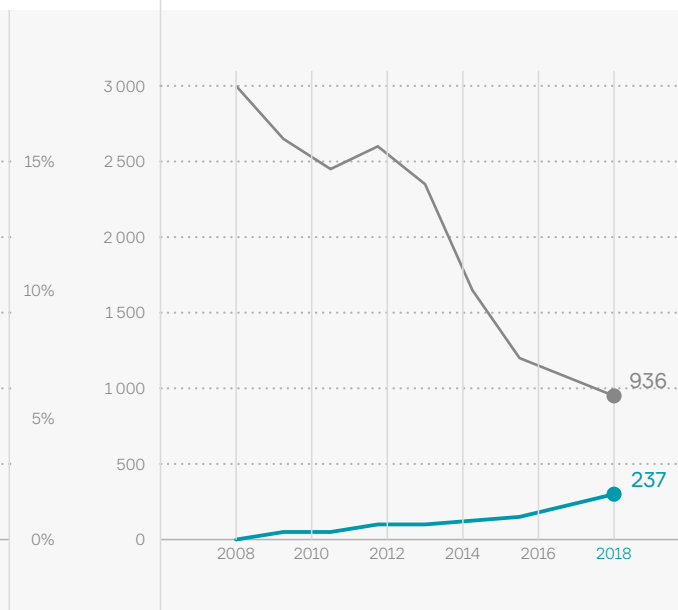
Динамика объема производства мяса в РФ

Объем производства мяса
млн т



● Объем производства
● Темп прироста

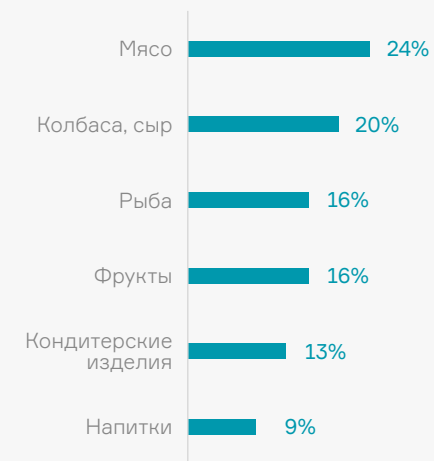
Экспорт/импорт мяса
тыс. т



● Экспорт
● Импорт

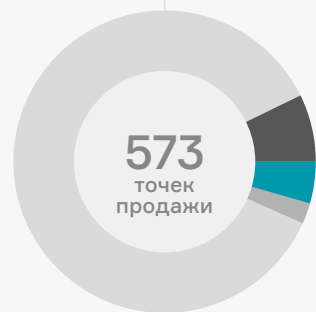
На каких продуктах экономят россияне

Опрос ФОМ, 2017
процент от опрошенных



На рынке Красноярского края, несмотря на его насыщенность, есть большой потенциал для роста

Структура количества точек по продаже мяса в Красноярске ед.

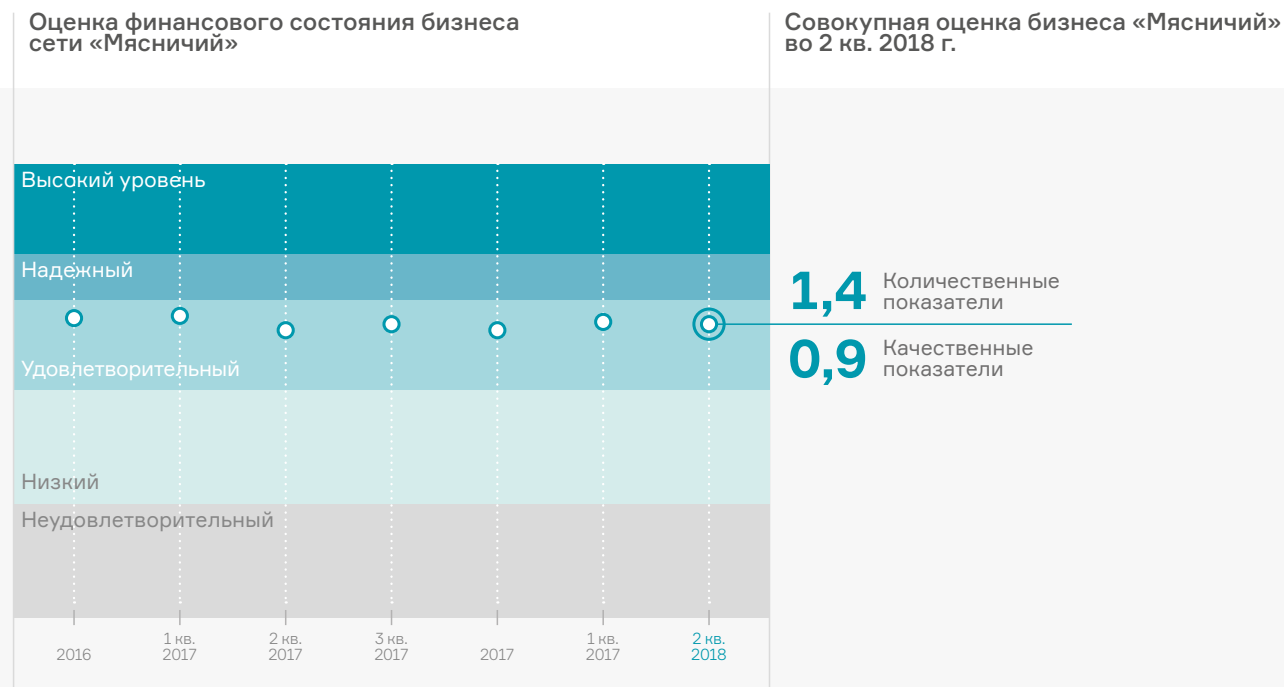


- ТД «Премьер»
- ТД «Мясничий»
- «Провинция»
- Прочие продавцы, включая федеральные сети и микрорынки

В Красноярском крае один человек потребляет в среднем 85 кг мяса в год. При населении Красноярска 1,09 млн чел. на конец 2017 г. емкость мясного рынка можно оценить в 92,8 тыс. тонн в год. В 2017 г. «Мясничий» реализовал 2,6 тыс. тонн — это примерно 3% от общего объема. Потенциал рынка большой, при этом основную конкуренцию формату сетевой торговли в Красноярске составляют классические микрорынки, расположенные по всему городу.

Согласно разработанной оценке USC, финансовое состояние сети «Мясничий» во втором квартале — удовлетворительное

Мы оцениваем финансовое состояние «Мясничего» как удовлетворительное, близкое к надежному. Рентабельность продаж сети, рассчитанная на основе бухгалтерских данных, очень высокая для своей отрасли — 13,5%, в то время как средняя рентабельность розничной торговли, по данным ФНС — 2,3%. Компания также демонстрирует быстрый оборот запасов, не превышающий 25 дней, и низкую долговую нагрузку: долг/ЕБИТ 0,7х. Негативной тенденцией во втором квартале стал рост периода оборота запасов и кредиторской задолженности, а также снижение выручки.

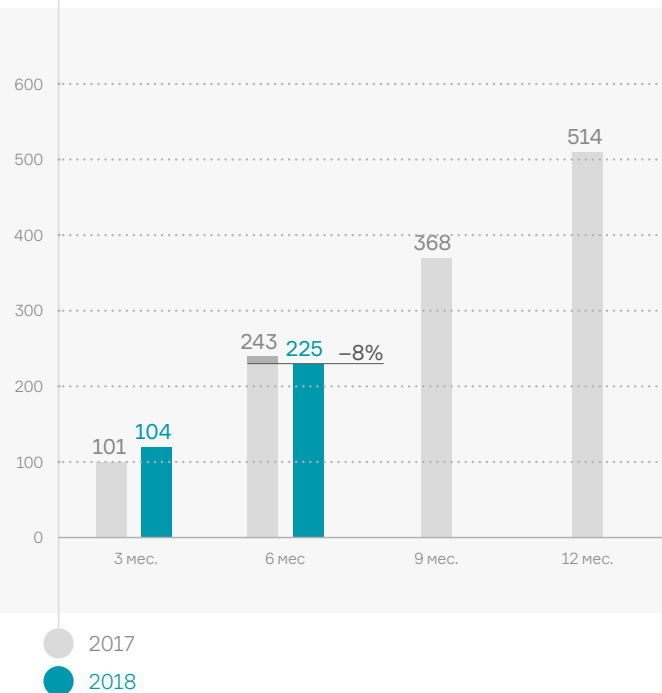


Здесь и далее мы оцениваем финансовое состояние только эмитента ООО ТД «Мясничий» без учета долговой нагрузки и финансовых показателей компаний холдинга.

В первом полугодии выручка эмитента снизилась на 8%

Мы связываем снижение выручки в первом полугодии с падением посещаемости магазинов, потому что средние цены в городе на ключевую продукцию «Мясничего» за год кардинально не изменились. Значительно снизились цены на куриные окорочка, но общая доля курицы в поставках «Мясничего» составляет 9%.

Динамика выручки «Мясничий» за квартал
млн руб.



● 2017

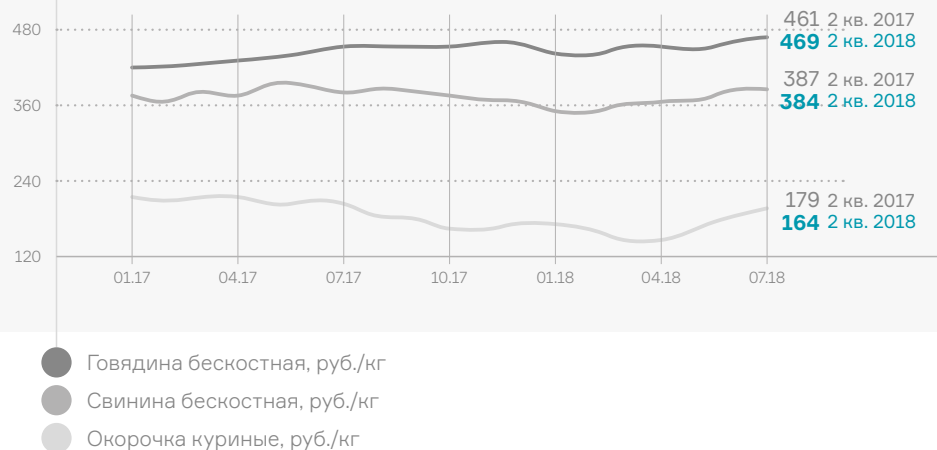
● 2018

* Средняя квартальная выручка в 2016 г.

Структура поставок «Мясничий» за 1-е полугодие
в стоимостном выражении



Средние цены в Красноярске
руб./кг



● Говядина бескостная, руб./кг

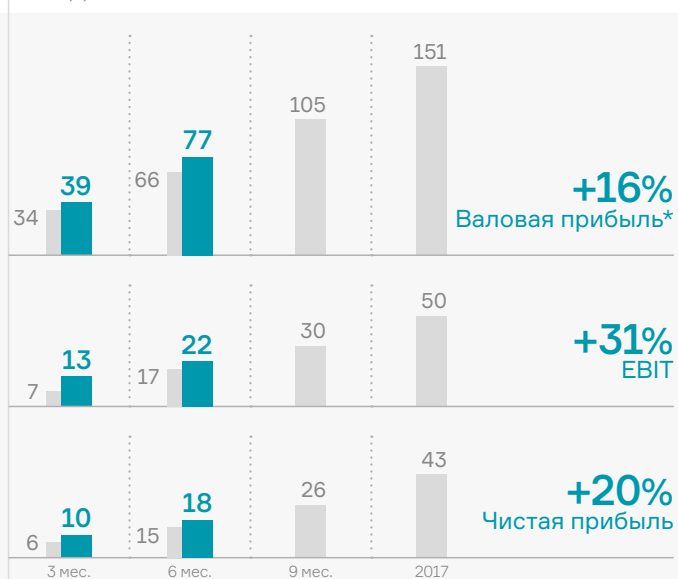
● Свинина бескостная, руб./кг

● Окорочка куриные, руб./кг

Рентабельность по ключевым показателям прибыли выросла

В среднем прирост основных показателей прибыли к первому полугодю 2017 г. составил 22%.

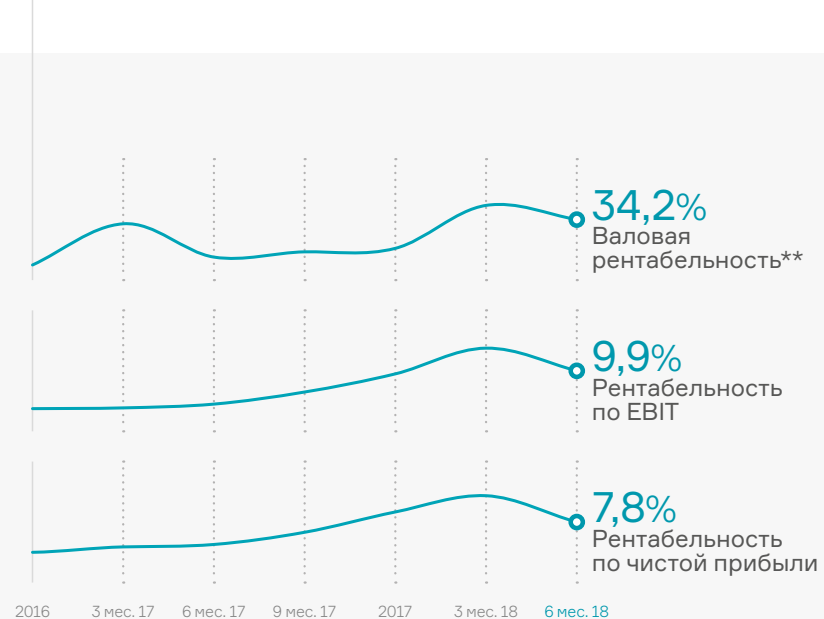
Динамика ключевых финансовых показателей и рентабельности
млн руб.



● 2017 г.

● 2018 г.

Показатели рентабельности



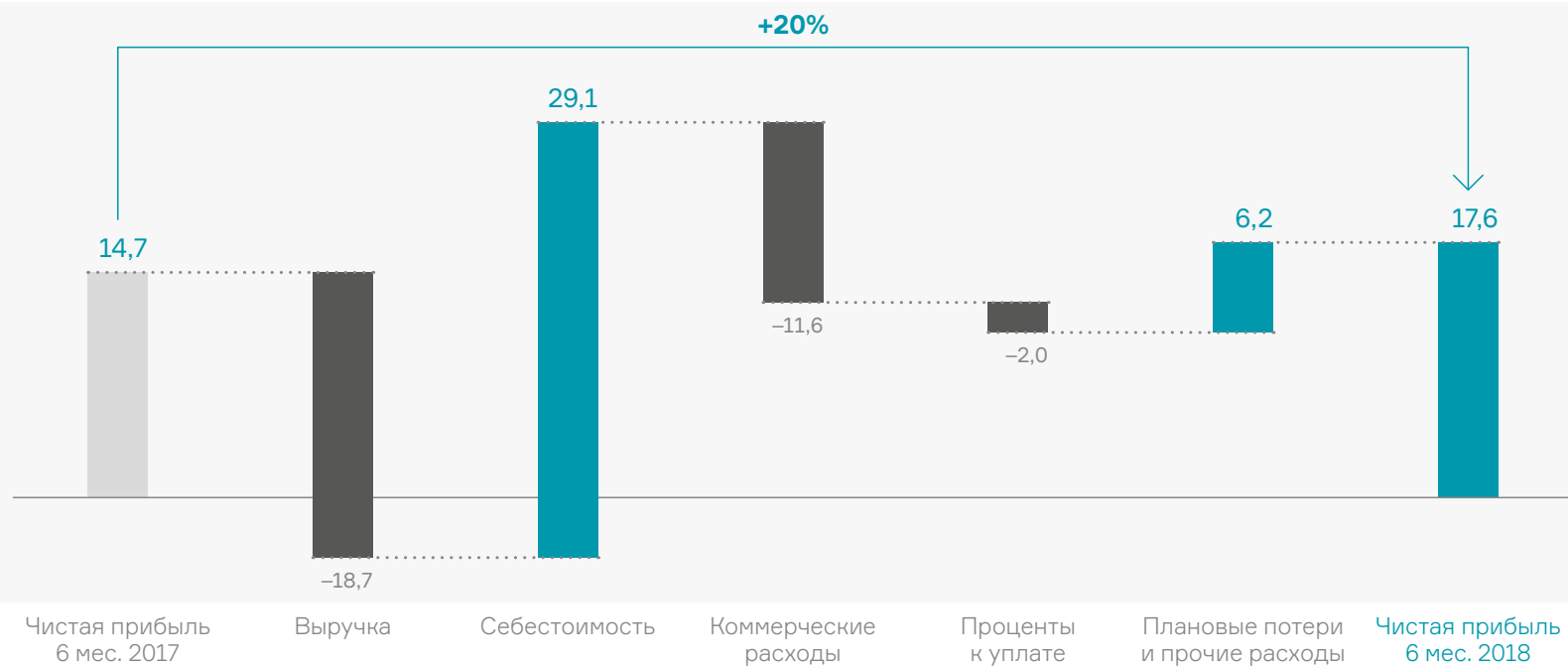
* Рост указан относительно 2 кв. 2017 г.

** Рентабельность указана за 2 кв. 2018 г.

Эмитент добился прироста чистой прибыли за счет сокращения потерь продукции и общей себестоимости

Снижению себестоимости способствует разработанная в рамках холдинга Goldman Group технология разделки мяса и внутренняя информационная система электронного управляющего магазином, которая сравнима с известной на рынке «Додо ИС». В то же время закономерен рост коммерческих затрат, связанный с увеличением точек в формате Shop in shop — на ФОТ, аренду и обслуживание помещений, включая коммунальную плату.

Финансовые показатели, которые повлияли на рост чистой прибыли сети
Накопленные показатели за 1-е полугодие
млн руб.



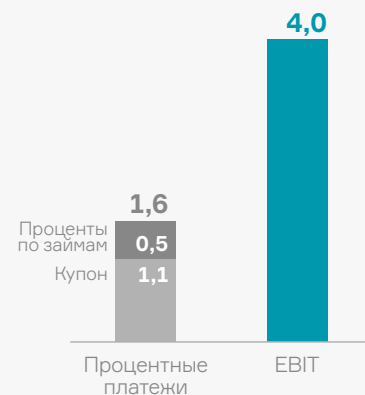
Долговая нагрузка эмитента находится на низком уровне

Долг на конец 1-го полугодия не превышал 8% в выручке, отношение долг/ЕВИТ составляло 0,7х. В конце июня эмитент начал размещать биржевые облигации объемом 100 млн руб. Компания направляет привлеченные от эмиссии инвестиции на пополнение оборотного капитала и расширение сети. Прибыль от развития сети и оборотного капитала позволит осуществить полное погашение займа в соответствующие сроки. Даже при текущей прибыли эмитент способен обслуживать заем и погасить более 60% выпуска.

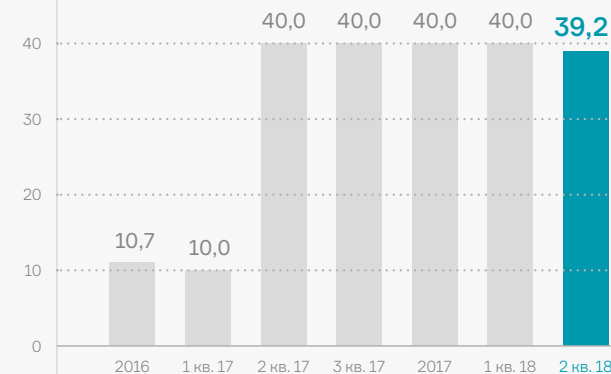
Кредитный портфель на 30.06.2018 г., млн руб.



Платежи по займам млн руб.



Динамика финансового долга сети млн руб.



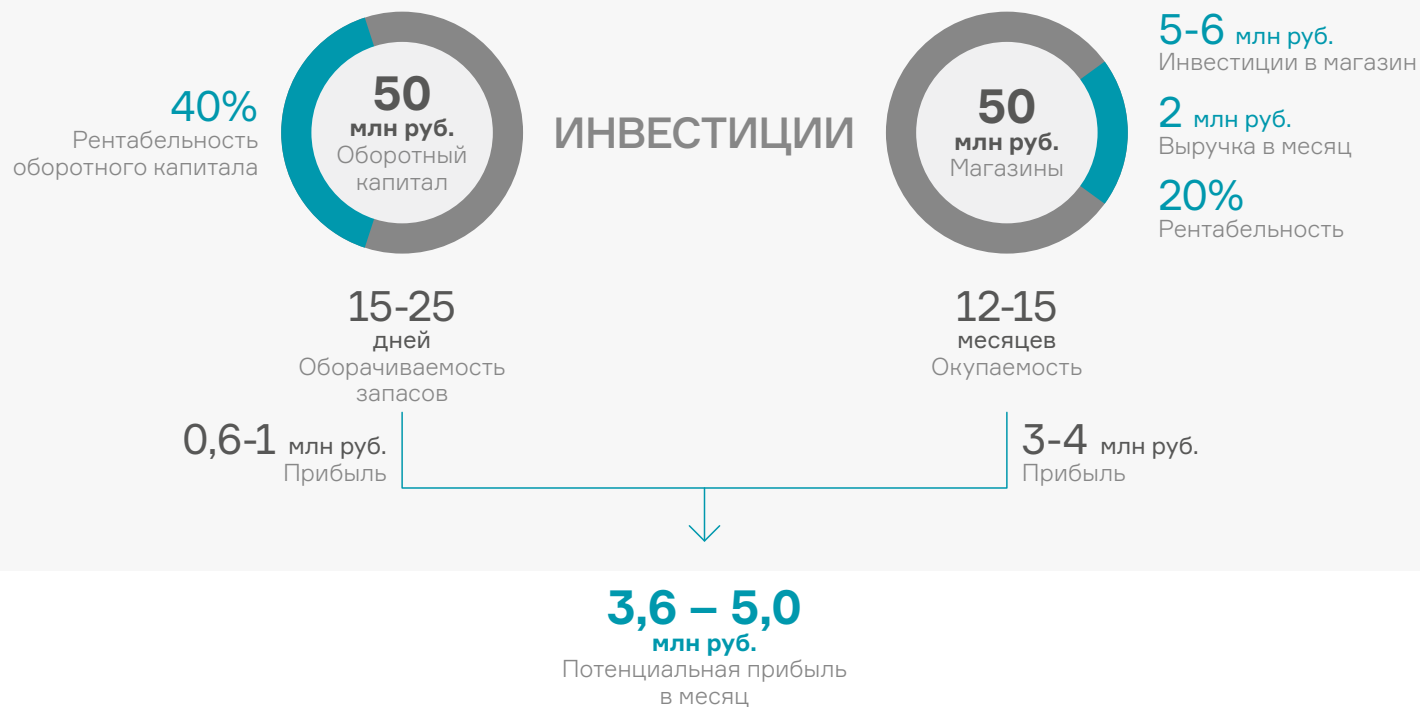
0,08x
Долг/Выручка

0,39x
Долг/Капитал

0,71x
Долг/ЕВИТ

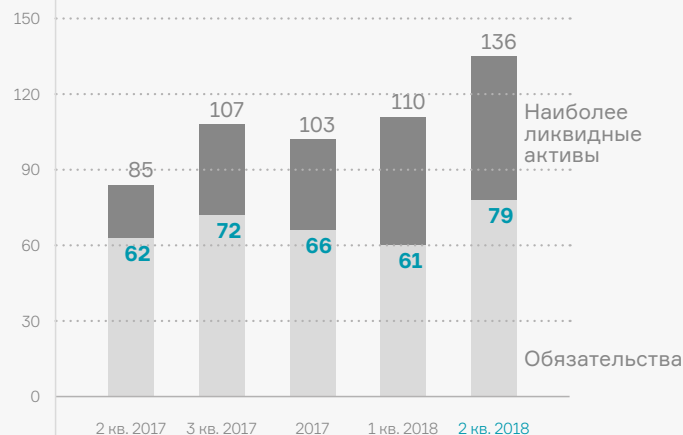
При текущей рентабельности и оборачиваемости компания погасит облигационный заем за счет дополнительной прибыли

По нашим оценкам, рентабельность одного розничного магазина сети «Мясничий» составляет 20%. При выручке в 2 млн руб. чистая прибыль в месяц составит 400 тыс. руб. Компания сможет получить прирост к чистой прибыли на уровне 3,6-5 млн руб., открыв 8-10 магазинов и вложив в оборотный капитал 50 млн руб. В этом случае годовая прибыль увеличится минимум на 43 млн рублей в 2019 году. Это значит, что эмитент сможет погасить облигационный заем из чистой прибыли.



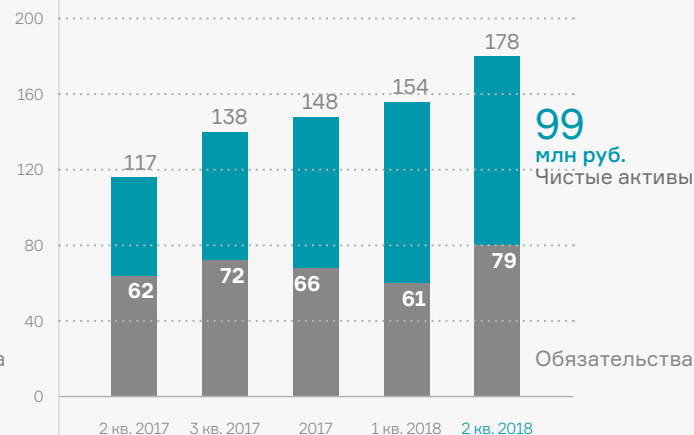
Текущие обязательства полностью покрываются ликвидными оборотными активами

Покрытие обязательств ликвидными активами
млн руб.



Задолженность покрывается наиболее ликвидными активами: запасами, дебиторской задолженностью, финансовыми вложениями и денежными средствами.

Покрытие обязательств всеми активами «Мясничий»
млн руб.



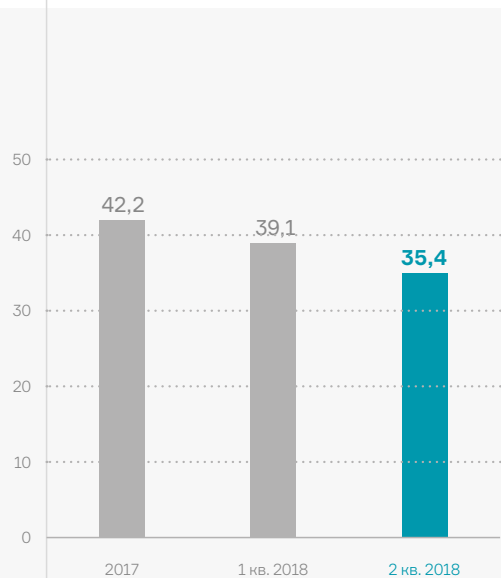
В структуре наибольшую долю занимает дебиторская задолженность, которая составляет порядка 10% от выручки сети за 4 квартала. Отдельно выделим нематериальные активы стоимостью 22 млн руб., куда входит оценка стоимости бренда «Мясничий».

Структура активов эмитента
млн руб.



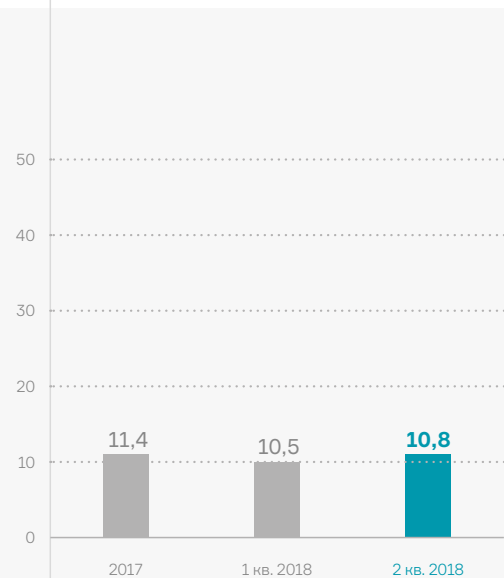
Ранее мы писали о том, что Красноярск — удачный город для сети «Мясничий», и это напрямую сказывается на рентабельности бизнеса. Сеть способна генерировать доход на инвестированный капитал порядка 40% годовых при стоимости капитала в 10,8%.

Динамика рентабельности бизнеса, выраженной ROIC в процентах



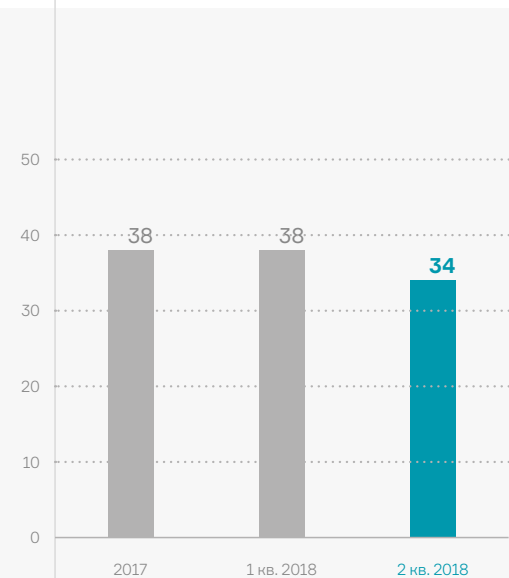
С каждого рубля инвестированного капитала эмитент приносит 35-42 коп. прибыли в год (или 35-42% годовых).

Динамика средневзвешенной стоимости капитала в процентах



Стоимость всего капитала во втором квартале составила 10,8% годовых.

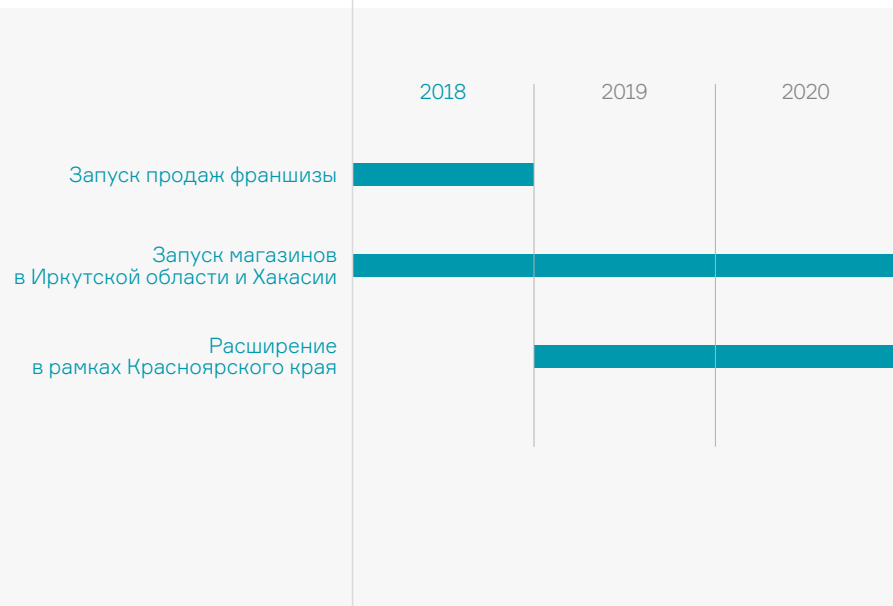
Динамика экономической прибыли, выраженной EVA млн руб.



В результате экономическая прибыль «Мясничий» положительна.

В рамках своей стратегии «Мясничий» планирует расширять сеть магазинов через собственное присутствие в Иркутской области и Хакасии, а также через франшизу по всей России.

Использование инвестиций
млн руб.



Ограничения и риски



- Серьезный риск
- Умеренный риск
- Незначительный риск

1

Выход федеральных сетей в Красноярск и уход сети «Командор».

Сеть «Командор» рискует проиграть конкуренцию с федеральными продовольственными сетями. Подобная ситуация уже сложилась на новосибирском рынке с местной сетью «Холидей».

2

Внутренние риски холдинга.

При банкротстве основных производственных компаний холдинга «Мясничий» столкнется с проблемами в рамках перекрестных обязательств.

3

Вспышка болезней животных.

Болезни представляют большую угрозу для собственного производства.

4

Дальнейшая стагнация доходов населения.

Снижение доходов населения сдерживает рост рынка мясной продукции, так как значительная часть населения экономит на мясе.

Заклучение

- В данном аналитическом покрытии мы рассмотрели розничную сеть фирменных магазинов «Мясничей», которая является конечным звеном сбыта в вертикально-интегрированном агрохолдинге из Красноярского края Goldman Group. Холдинг обладает мощностями по переработке зерна, свинофермой, мясоперерабатывающим комбинатом и оптовой нефтебазой.
- В июне «Мясничей» начал размещение биржевых облигаций, средства от которых будут направлены на расширение сети и пополнение оборотного капитала.
- Компания планирует выйти в Хакасию и Иркутскую область, где цены на мясо в среднем ниже на 11%, а сетевая торговля занимает только 25% рынка продуктовой розницы. В данных условиях компания снизит рентабельность, но компенсирует это значительной долей на рынке, где минимальна конкуренция со стороны сетевого ритейла.
- Компания будет развиваться преимущественно через shop in shop формат. Но это создает дополнительные риски и зависимость от компании-партнера. Также развитие будут ограничивать набирающие популярность в Сибири федеральные сети, которые не практикуют такой формат.
- Была проанализирована отчетность только торговой сети, в отчете не отражены кредитные риски всего холдинга. В целом основные риски мы видим в формате развития сети, зависимо от торгового партнера, внутренние риски холдинга (высокой взаимосвязанностью сети от производственных активов) и дальнейшей стагнацией доходов населения.
- Текущая долговая нагрузка находится на уровне 0,7х в отношении долг/ЕБИТ. В месяц ЕБИТ компании составляет в среднем 4 млн руб., платежи по текущим займам и купонам составят после размещения всего выпуска 1,6 млн руб. Из своей операционной деятельности «Мясничей» способен обслуживать облигационный заем без допущения дефолтов. В годовом выражении чистая прибыль за вычетом купонных платежей при текущей рентабельности может составить порядка 33 млн руб. Дополнительно мы ожидаем прирост к чистой прибыли по итогам 2019 г. не менее 40 млн руб. за счет инвестиций в сеть магазинов и оборотный капитал. Этого будет достаточно для погашения эмиссии из чистой прибыли эмитента.

Приложение 1

Показатели бухгалтерской отчетности
ООО ТД «Мясничий»

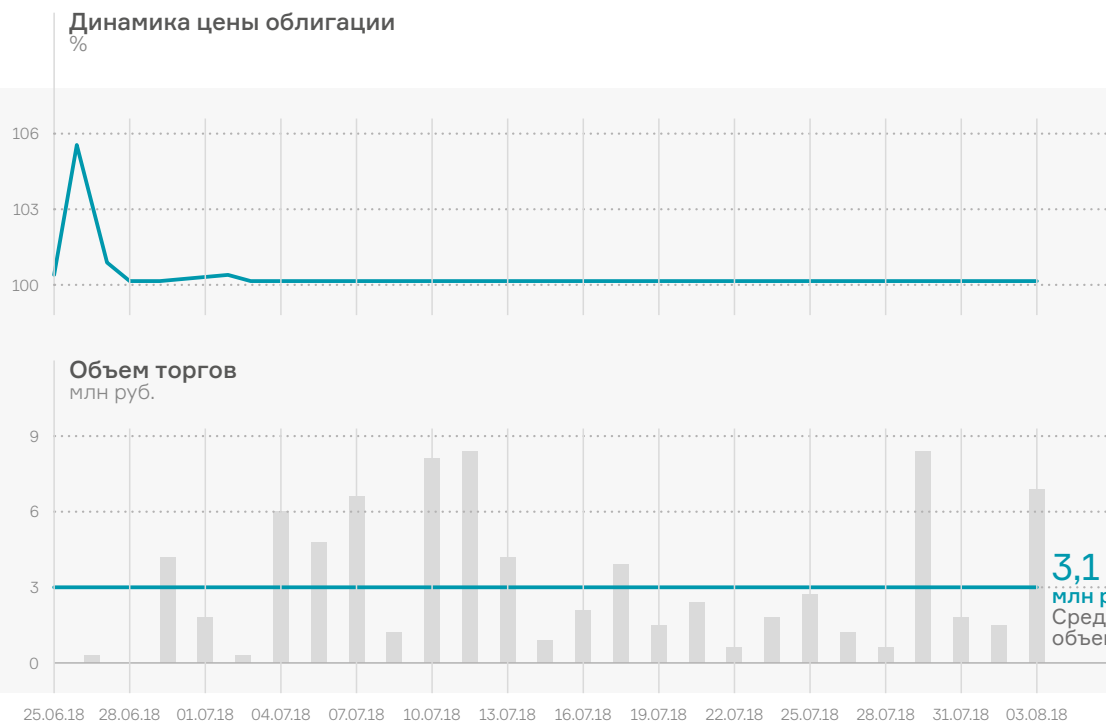
Показатели тыс. руб.	2016	1 кв. 17	2 кв. 17	3 кв. 17	2017	1 кв. 17	2 кв. 18
Валюта баланса	73 784	79 755	116 768	137 893	148 285	153 651	178 186
Основные средства	26 942	25 850	32 178	30 953	22 325	20 941	19 890
Собственный капитал	39 660	45 570	54 368	65 640	82 437	92 674	99 327
Запасы	26 256	27 979	27 187	21 097	12 509	25 824	34 368
Дебиторская задолженность	13 698	16 002	38 211	61 963	73 355	54 338	57 358
Кредиторская задолженность	23 424	24 185	22 400	32 253	25 848	20 977	39 661
Финансовый долг	10 700	10 000	40 000	40 000	40 000	40 000	39 198
долгосрочный	0	0	0	0	0	0	0
краткосрочный	10 700	10 000	40 000	40 000	40 000	40 000	39 198
Выручка	514 198	100 927	243 273	368 489	514 346	103 889	224 560
Валовая прибыль Ф2	134 258	33 946	66 379	105 079	150 709	38 610	76 740
ЕВIT Ф2	34 006	6 852	17 006	30 327	49 895	12 513	22 325
Чистая прибыль Ф2	29 291	5 852	14 650	25 913	42 767	10 237	17 580
Долг / Выручка	0,02	0,02	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Долг / Капитал	0,27	0,22	0,74	0,61	0,49	0,43	0,39
Долг / ЕВIT	0,31	0,31	1,18	1,03	0,80	0,72	0,71
Валовая рентабельность	26,11%	33,63%	27,29%	28,52%	29,30%	37,16%	34,17%
Рентабельность по ЕВIT	6,61%	6,79%	6,99%	8,23%	9,70%	12,04%	9,94%
Рентабельность по чистой прибыли	5,70%	5,80%	6,02%	7,03%	8,31%	9,85%	7,83%

Приложение 2

Бумаги ликвидны во вторичном обращении с постоянной ценой

С момента размещения торги проходят практически ежедневно. По состоянию на начало августа 2018 г. доходность к оферте находилась на уровне 13,7%.

Наименование выпуска	МясничийТД-БО-П01
Ставка купона	13,5%
Начало размещения	21.06.2018
Дата погашения	10.06.2020
Объем эмиссии	100 млн руб.



Приложение 3

Методология оценки USC

Составляющие качественной оценки

Концепция и инфраструктура компании
 Оценка рынка сбыта и отрасли
 Чувствительность бизнеса и менеджмент
 Исполнение обязательств
 Юридическая структура

Оценка количественных показателей основана на сравнительном анализе с усредненными показателями компаний-представителей отраслей, в которых функционирует анализируемая компания.

По результатам сравнения каждому показателю присваивается оценка, полученная эмпирически, которая умножается на вес, обозначающий вклад каждого показателя в общую платежеспособность.

Оценка качественных показателей происходит через присвоение баллов за многие аспекты деятельности компании, которые мы считаем важными при анализе платежеспособности, основываясь на опыте реализации долговых программ.

Таким образом формируется интегральная оценка, отражающая финансовое состояние эмитента с учетом отраслевой специфики и компаний-конкурентов. В нашей классификации используются 5 категорий уровней платежеспособности:

ВЫСОКИЙ

Компания-лидер в своем сегменте с высоким уровнем платежеспособности и низкими рисками для инвестиций.

НАДЕЖНЫЙ

Промежуточный уровень, когда компания является устойчивой на рынке, но имеет ряд недостатков: низкая рентабельность, высокое соотношение долга к активам либо к показателям прибыли.

УДОВЛЕТВОРИТЕЛЬНЫЙ

Компания платежеспособна, но имеет ряд недостатков, связанных с операционной деятельностью: в последнее время наблюдалось падение показателей, рост долговой нагрузки, рост срока оборачиваемости и т.п.

НИЗКИЙ

Компания может испытывать проблемы с платежеспособностью, инвестиции являются рисковыми.

НЕУДОВЛЕТВОРИТЕЛЬНЫЙ

Компания находится на пороге банкротства и отражает финансовые показатели не в полной мере.

Количественные показатели

Показатели рентабельности: по чистой прибыли, активов, инвестиций в компанию и т. п.
 Финансовый долг к EBITDA/EBIT
 Отношение долга к активам
 Коэффициент автономии
 Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами
 Коэффициент текущей ликвидности
 Показатели оборачиваемости и др.



Представленная информация в виде аналитического отчета под названием «Аналитическое покрытие» подготовлена аналитиками «Юнисервис Капитал» (общество с ограниченной ответственностью, именуемое в дальнейшем Компания) на основе открытых источников, заслуживающих доверия, по нашему мнению, а также информации, которую предоставляют компании, упомянутые в отчете. Мы рекомендуем использовать информацию, размещенную в отчете, исключительно в ознакомительных целях, так как мы не можем гарантировать точности и полноты представленных данных из-за того, что Компания не ведет аудита или иной проверки предоставляемой информации. Данная информация должна рассматриваться исключительно как личное мнение аналитиков, чьи имена указаны на начальной странице текущего отчета, относительно организаций, рынков, описываемых событий и их взаимосвязей, но стоит учитывать, что мнение Компании может отличаться от мнения аналитиков. Мы настоятельно рекомендуем не принимать инвестиционных или любых иных решений, руководствуясь лишь данным отчетом. Пользователи должны принимать решения самостоятельно или с помощью привлеченных независимых консультантов, если сочтут нужным, на основе собственного анализа, где данный отчет может выступать лишь одним из факторов, влияющих на принятие решения. Ни Компания, ни аналитики не несут ответственности за действия, совершенные на основе информации, изложенной в настоящем отчете. Информация, изложенная в отчете, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов, при этом единственным источником опубликования текущей информации выступает сайт Компании — uscapital.ru. Информация, содержащаяся в отчетах, может изменяться в дальнейшем по усмотрению Компании без уведомлений, если иное не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении.

ООО «Юнисервис Капитал»
Россия, 630007, Новосибирск, ул. Спартак, 12/1, 11 этаж

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

Елена Франчук

se@uscapital.ru
+7 (383) 349-57-76, доб. 214

ОТДЕЛ ПО СВЯЗЯМ С ОБЩЕСТВЕННОСТЬЮ

Артём Иванов

as@uscapital.ru
+7 (383) 349-57-76, доб. 209

uscapital.ru

info@uscapital.ru

+7 (383) 349-57-76

8 (800) 301-38-31