



# **ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАО «Мироновский Хлебопродукт»**

Разработано FIVEX ANALYTICS GROUP © для компании Онлайн-капитал  
Глава департамента по исследованию финансовых рисков

кандидат экономических наук Фурсова В.А.

Руководитель проекта:

ведущий аналитик Мизик О.В.

*В случае копирования материалов ссылка на FIVEX ANALYTICS GROUP  
обязательна ©*

## АННОТАЦИЯ

В отчете представлен обзор финансово-хозяйственной деятельности ПАО "Мироновский хлебопродукт".

С учетом данных ПАО "Мироновский хлебопродукт" и на основе методологии оценки стоимости компаний рассчитана рыночная стоимость предприятия.

Для оценки рыночной стоимости компании использовались следующие методы:

- свободных денежных потоков на собственный капитал (FCFE);
- на основе стоимости привлечения капитала (FCFF);
- рыночный (метод сравнения).

Для анализа использовались:

- финансовая отчетность ПАО "Мироновский хлебопродукт" за 2010 - 2011 г.г. ([www.mhp.com.ua](http://www.mhp.com.ua));
- данные компаний – аналогов ([www.cherkizovo-group.ru](http://www.cherkizovo-group.ru), [www.astralfoods.com](http://www.astralfoods.com), [www.tyson.com](http://www.tyson.com), [www.sandersonfarms.com](http://www.sandersonfarms.com), [www.pilgrims.com](http://www.pilgrims.com), [www.yurun.com.hk](http://www.yurun.com.hk), [www.nipponham.co.jp/en](http://www.nipponham.co.jp/en), [www.kernel.ua/ru](http://www.kernel.ua/ru), [www.astartakiev.com](http://www.astartakiev.com));
- данные информационных сайтов [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance), [www.reuters.com](http://www.reuters.com);
- данные рейтингового агентства Standard & Poors ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com));
- данные [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com).

## СОДЕРЖАНИЕ

1. Характеристика финансово - хозяйственной деятельности ПАО "Мироновский хлебопродукт"	3
1.1. История возникновения компании	3
1.2. Краткая характеристика финансово - хозяйственной деятельности компании	4
2. Оценка стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт" по модели свободных денежных потоков на собственный капитал (FCFE)	8
3. Оценка стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт" на основе стоимости привлечения капитала (FCFF)	12
4. Рыночный подход к оценке стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт"	18
5. Средневзвешенная оценка стоимости предприятия	37
Выводы	39
ПРИЛОЖЕНИЯ	41

# I. ХАРАКТЕРИСТИКА КОМПАНИИ ПАО "МИРОНОВСКИЙ ХЛЕБОПРОДУКТ"

## 1.1. История возникновения компании

ПАО "Мироновский хлебопродукт" (МХП) — одна из ведущих агропромышленных компаний Украины.

В 1998 году Юрий Косюк выступил инициатором основания АОЗТ «Мироновский хлебопродукт». Компания получила контрольный пакет акций в ОАО «Мироновский завод по изготовлению круп и комбикормов» («ЗИКК»), став одним из ведущих зерноторговых предприятий в Украине.

В 1999 году МХП приобрел и модернизировал птицефабрику «Перемога» и начал производство мяса птицы.

В 2001 году в состав МХП вошли птицефабрика «Дружба народов Нова» и «Старинская птицефабрика», которая специализируется на выращивании родительского поголовья птицы.

В 2002 году на рынок вышел бренд охлажденного куриного мяса «Наша ряба».

В 2004 году был введен в эксплуатацию завод по переработке семян подсолнечника.

В 2005 году МХП начал строительство растениеводческого бизнеса.

В 2006 году начало работу крупнейшее в Украине предприятие по производству мясных полуфабрикатов - Мироновский мясоперерабатывающий завод «Легко» (ТМ «Легко!»). В этом же году МХП завершил выпуск еврооблигаций на сумму 250 миллионов долларов США.

В 2007 году введена в эксплуатацию первая линия ЗАО «Мироновская птицефабрика». С выходом линии на полную мощность объем производства группы был увеличен на 70 %.

В 2008 году МХП провел первичное публичное размещение акций в форме глобальных депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже под тикером МНРС. В этом же году группа получила

контроль над 80 % акций компании по производству мясных изделий «Украинский бекон».

В июне 2009 года было закончено строительство второй линии Мироновской птицефабрики, в результате чего мощность компании составила около 200 тысяч тонн курятины в год. В настоящее время Мироновская птицефабрика - самое мощное предприятие на украинском рынке промышленного производства курятины и одно из самых мощных предприятий этого направления в Европе. В сентябре «Мироновский хлебопродукт» дополнил существующие мощности по переработке подсолнечника на Мироновском ЗИКК запуском новых мощностей на Катеринопольском элеваторе. Это позволяет МХП удовлетворить увеличенный спрос на подсолнечниковый протеин, который необходим для производства комбикормов. Кроме того, одним из видов деятельности Катеринопольского элеватора является производство масла для экспорта. На данный момент предприятие работает на полную мощность (620 тонн семян подсолнечника в сутки).

В 2010 году в Винницкой области начато строительство нового комплекса замкнутого цикла по производству мяса птицы. Общая мощность производства к 2017 году составит около 440 тыс. тонн куриного мяса в год. Комплекс рассчитан на 4 производственные линии, что в два раза превосходит производственные мощности Мироновской птицефабрики. Будущий комплекс будет состоять из бройлерной птицефабрики (инкубатор, 38 площадок для выращивания, убойный цех), комбикормового завода, маслопрессового завода и инфраструктуры, обслуживающей предприятие. Новая птицефабрика расположена около города Ладыжин, и уже в 2013 году начнёт работу её первая линия мощностью в 110 тыс. т. курятины в год.

## ***1.2. Краткая характеристика финансово - хозяйственной деятельности компании***

У МХП три основных направления деятельности:

- птицеводство и сопутствующие производства;
- растениеводство (выращивание кукурузы, подсолнечника, пшеницы, рапса);
- другие сельскохозяйственные операции (производство свежей говядины премиум-класса, фуа-гра, колбасных изделий и копченостей, фруктов).

### ***Птицеводство***

Деятельность сегмента связана с производством и переработкой мяса птицы - производство охлажденной курятины, продуктов быстрого приготовления из курятины, подсолнечного масла, комбикорма.

Компания владеет четырьмя бройлерскими птицефабриками, двумя комплексами по разведению родительского поголовья и производству инкубационного яйца, имеет три комбикормовых завода и ряд элеваторов для хранения масличных и зерновых культур. При каждой из птицефабрик работает перерабатывающий завод. Общая мощность переработки перерабатывающих заводов МХП составляет 3,6 млн. голов цыплят-бройлеров в неделю для производства 29 тыс. тонн мяса в месяц.

Современный комплекс «Мироновская птицефабрика» включает в себя инкубатор, 24 площадки по выращиванию бройлеров и перерабатывающий завод, мощностью переработки около 220 тыс. тонн курятины в год.

Широкий выбор продукции охлажденной курятины продается под премиальным брендом «Наша Ряба», который является наиболее узнаваемым на рынке мяса птицы в Украине. Торговая марка "Наша Ряба" предлагает широкий ассортимент нефасованной продукции (реализовывается в традиционной рознице, в том числе через 2 600 франчайзинговых торговых точек по Украине), а также инновационные виды упаковки продукции: мясо птицы в СЕС пленке, упаковка в среде защитного газа, вакуумная упаковка и упаковка на лотке под пищевой пленкой.

Готовые блюда продаются под маркой «Легко!». МХП является лидирующим производителем инновационных продуктов быстрого

приготовления в Украине. Торговая марка «Легко!» - это замороженные готовые мясные продукты, которые производит Мироновский мясоперерабатывающий завод «Легко». На заводе работает пять технологических линий, мощность которых составляет 120 тонн готовой продукции в день.

### ***Растениеводство***

Деятельность сегмента связана с обработкой земель, производством сельскохозяйственных культур для собственных нужд компании и для продажи. Компания выращивает кукурузу, подсолнечник, пшеницу и рапс. Кукуруза и семена подсолнечника используются на заводах МХП, пшеница и рапс продаются третьим лицам.

### ***Другая сельскохозяйственная деятельность***

Сегмент сосредоточен на производстве и реализации колбас и копченостей (предприятия «Дружба народов» и «Украинский бекон»), мяса гуся и фуа-гра («Снятинская птицефабрика»), фруктов («Крымская фруктовая компания») и других агропромышленных продуктов.

«Дружба народов» - интегрированное предприятие по производству мяса, которое было создано в 2007 году. На предприятии занимаются разведением рогатого скота и свиней.

«Украинский бекон» в настоящее время производит приблизительно 50 тонн колбас и копченостей в сутки под торговыми марками «Бащинский» и «Европродукт».

Предприятие входит в десятку крупнейших мясоперерабатывающих предприятий Украины и находится в Донецкой области.

МХП — единственный промышленный производитель гусятины и фуа-гра в Украине. Мощности производства сосредоточены в г. Снятин (Ивано-Франковская область). Птицекомплекс включает подразделения по выращиванию родительского поголовья, инкубатор, 53 птичника и перерабатывающий завод.

Широкий ассортимент фруктов (яблоки, груши, персики, виноград, земляника, сливы и вишни) производит «Крымская фруктовая компания», плантации которой расположены в Крыму. 50 % земель

хозяйства отведены под яблочные сады. Большая часть садов была посажена в 2007 году. Первые прибыли от урожая ожидаются через 5-7 лет после посадки.

МХП занимаемся доставкой своей продукции в дистрибуционные центры и франчайзинговые точки по всей территории Украины. Значительная часть продукции реализуется через сеть фирменных франчайзинговых магазинов.

В 2011 г. МХП собрал 1,71 млн. тонн зерновых и масличных культур, что на 87,5% больше, чем в 2010 г. (табл.1)

**Таблица 1 - Объемы производства зерновых и масличных культур в 2010 – 2011 г.г. (тонн).**

Объемы производства (тонн)	2010	2011	Изменение
Кукуруза	492642	1022783	107,61
Пшеница	183785	267250	45,41
Подсолнечник	65455	73735	12,65
Рапс	9010	25400	181,91
Другие	162166	322,900	-99,80
<b>Всего</b>	<b>913058</b>	<b>1712068</b>	<b>87,51</b>

*Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт"*

В 2011 г. объем реализованной курятины увеличился на 9% до 370,9 тыс. тонн (табл.2). Средний уровень цен за 4 кв. 2011 г. вырос на 18% до 17 грн. за 1 кг курятины по сравнению с аналогичным периодом 2010 г.

**Таблица 2 - Объемы продаж курятины в 2010 – 2011 г.г. (тонн).**

	4 кв. 2010	4 кв. 2011	Изменение	2011
Объем продаж курятины (тонн)	81900	88900	9%	370900
Цена за кг, грн.	14,35	17,00	18%	15,00

*Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт"*



Основные финансовые показатели ПАО "Мироновский хлебопродукт" представлены в таблице 3.

**Таблица 3 - Финансовые показатели компании  
за 9 мес. 2010-2011 г.г., млн. долл.**

Финансовые показатели (USD млн)	9 мес. 2010 30.09.2010	9 мес. 2011 30.09.2011	Изменение
Выручка	676,10	879,66	30%
Чистая прибыль	158,02	200,83	27%
Активы	1464,31	1864,50	27%
Капитал	589,74	826,21	40%

*Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт"*

Январь-сентябрь 2011 г. компании удалось завершить с чистой прибылью 200,83 млн. долл., что на 27% больше, чем годом ранее. Выручка МХП выросла на 30% до 879,66 млн. долл.

Учитывая высокую стоимость строительства птицефабрики в Винницкой области, большая часть полученной прибыли будет направлена на реализацию этого проекта.

Активы компании и капитал увеличились на 27% и 40% соответственно.

*Источник: [www.mhp.com.ua](http://www.mhp.com.ua)*

## **2. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАО "МИРОНОВСКИЙ ХЛЕБОПРОДУКТ" ПО МОДЕЛИ СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ (FCFE)**

Оценка стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт" основывается на таких предположениях как: наличие начального периода высокого роста, переходного периода, а также заключительной фазы стабильного роста.

Прогнозные данные для оценки ПАО "Мироновский хлебопродукт" приведены в табл. 4

**Таблица 4 – Прогнозные данные для оценки ПАО "Мироновский хлебопродукт" (за 2011 г.)**

Показатели	дол. США
Чистая прибыль на 1 акцию (Current Earnings per share)	\$2,33
Капитальные затраты на акцию (Current Capital Spending/sh)	\$3,00
Амортизация на 1 акцию (Current Depreciation / share)	\$0,64
Выручка от реализации на акцию (Current Revenues/ share)	\$10,36
Неденежный рабочий капитал на акцию (Current Non-cash Working Capital/ share )	\$5,05
Изменения в рабочем капитале (Chg. Working Capital/share)	\$0,75

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Мы ожидаем для ПАО "Мироновский хлебопродукт" период быстрого роста продолжительностью в 5 лет и переходный период в течение 10 лет. Мы также полагаем, что в период стабильного роста темпы роста предприятия будут составлять 5%, коэффициент Beta понизится до 1,1. Безрисковая ставка и премия за риск в будущем останутся на прежнем уровне.

В таблице 5 представлены ожидаемые свободные денежные потоки на акцию в 2012-2015 г.г.

**Таблица 5 – Ожидаемые свободные денежные потоки в период быстрого роста (2012- 2016 г.г.)**

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016
Прибыль на акцию	\$3,17	\$4,31	\$5,86	\$7,96	\$10,82
- (капитальные затраты -обесценивание) ((CapEx-Depreciation) *(1-DR)), ( долл.)	\$2,73	\$3,71	\$5,04	\$6,85	\$9,32
-изменения в рабочем капитале (Chg. Working Capital*(1-DR), (долл.)	\$1,54	\$2,10	\$2,85	\$3,88	\$5,27
Свободные денежные потоки на капитал (Free Cashflow to Equity) , (долл.)	(\$1,10)	(\$1,50)	(\$2,04)	(\$2,77)	(\$3,77)
<b>Приведенная стоимость, (долл.)</b>	<b>(\$0,92)</b>	<b>(\$1,04)</b>	<b>(\$1,18)</b>	<b>(\$1,34)</b>	<b>(\$1,52)</b>

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

В таблице 6 представлены ожидаемые свободные денежные потоки на акцию в переходный период 2017-2027 г.г.

**Таблица 6 – Ожидаемые свободные денежные потоки в переходный период (2017- 2027 г.г.)**

Показатели	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Terminal Year
Прибыль на акцию	\$14,38	\$18,66	\$23,64	\$29,21	\$35,20	\$41,31	\$47,22	\$52,50	\$56,75	\$59,59	\$62,57
- (капитальные затраты - обесценивание) ((CapEx-Depreciation)*(1-DR)), (долл.)	\$12,38	\$16,07	\$20,35	\$25,15	\$30,30	\$35,57	\$40,65	\$45,20	\$48,86	\$51,3	\$11,89
-изменения в рабочем капитале (Chg. Working Capital*(1-DR), (долл.)	\$6,55	\$7,89	\$9,17	\$10,27	\$11,02	\$11,27	\$10,87	\$9,74	\$7,83	\$5,23	\$5,49
Свободные денежные потоки на капитал (FCFE), (долл.)	(\$4,55)	(\$5,29)	(\$5,88)	(\$6,21)	(\$6,13)	(\$5,53)	(\$4,31)	(\$2,43)	\$0,06	\$3,06	\$45,19
Beta	1,586	1,532	1,478	1,424	1,37	1,316	1,262	1,208	1,154	1,1	1,1
Стоимость капитала (Cost of Equity)	19,52%	19,19%	18,87%	18,54%	18,22%	17,90%	17,57%	17,25%	16,92%	16,60%	16,60%
Приведенная стоимость, (долл.)	(\$1,54)	(\$1,50)	(\$1,41)	(\$1,25)	(\$1,04)	(\$0,80)	(\$0,53)	(\$0,26)	\$0,01	\$0,24	

Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Оценка стоимости акции представлена в табл. 7.

Таблица 7 – Стоимость акции

Показатели	долл.
Приведенная стоимость FCFE в период быстрого роста (Present Value of FCFE in high growth phase), долл.	(\$6,02)
Приведенная стоимость FCFE в переходный период (Present Value of FCFE in transition phase), долл.	(\$8,09)
Приведенная стоимость заключительной стоимости компании (Present Value of Terminal Value of stock), долл.	\$29,97
<b>Стоимость акции (Value of stock), долл.</b>	<b>\$15,87</b>
Потенциал роста акции компании, %	17%

Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Анализ чувствительности изменения стоимости акции от темпов роста в стабильный период представлен на рис. 1. Стоимость капитала остается неизменной.

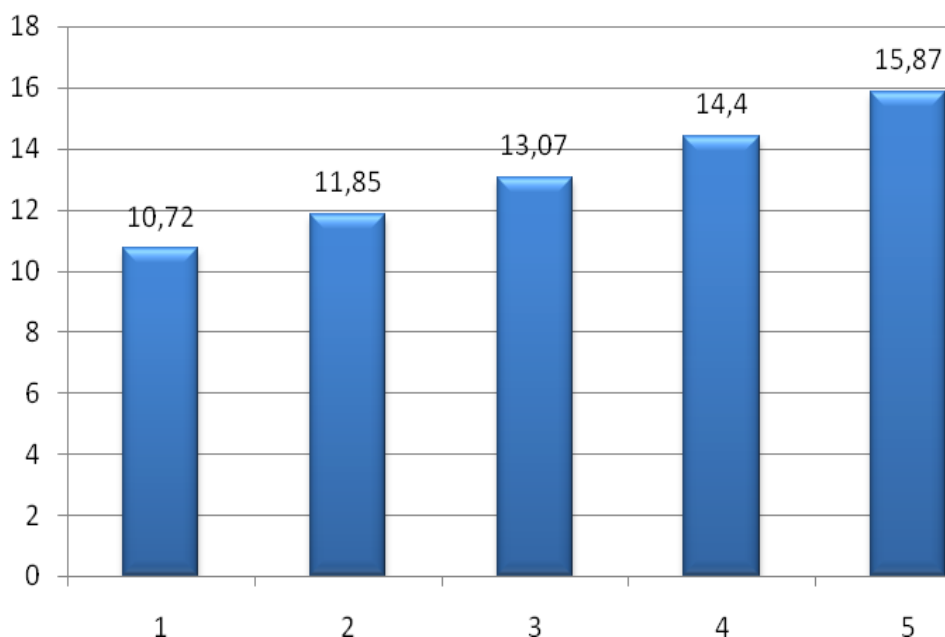


Рис. 1 – Анализ чувствительности цены акции от темпов роста

Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

**Рассчитанная оценочная стоимость** акционерного капитала ПАО "Мироновский хлебопродукт" на основе оценки свободных денежных потоков на собственный капитал составила:

**1757,92 млн. долл.** (стоимость 1 акции – **15,87** долл. США).

**Текущая рыночная стоимость** предприятия по состоянию на 17.02.2012 г. составила 1500,93 млн. дол. (стоимость акции – 13,55 долл.) (Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт").

Потенциал роста компании составляет 17%.

**Следовательно, на сегодня компания недооценена.**

### **3. ОЦЕНКА ПАО "МИРОНОВСКИЙ ХЛЕБОПРОДУКТ" НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА**

Стоимость фирмы рассчитывается путем дисконтирования свободных денежных потоков компании по ставке, равной средневзвешенной стоимости привлечения капитала. Данная величина включает налоговый выигрыш, связанный с долгом (при использовании стоимости долга после уплаты налогов для определения стоимости капитала), и ожидаемый дополнительный риск, обусловленный долгом (в виде более высокой стоимости привлечения собственного капитала и долга при повышенных долговых коэффициентах).

В общем случае стоимость фирмы представляет собой приведенную стоимость ожидаемых свободных денежных потоков, поступающих в фирму.

Исходные данные для оценки ПАО "Мироновский хлебопродукт" приведены в табл. 8

**Таблица 8 – Исходные данные для оценки ПАО "Мироновский хлебопродукт" (за 2011 П)**

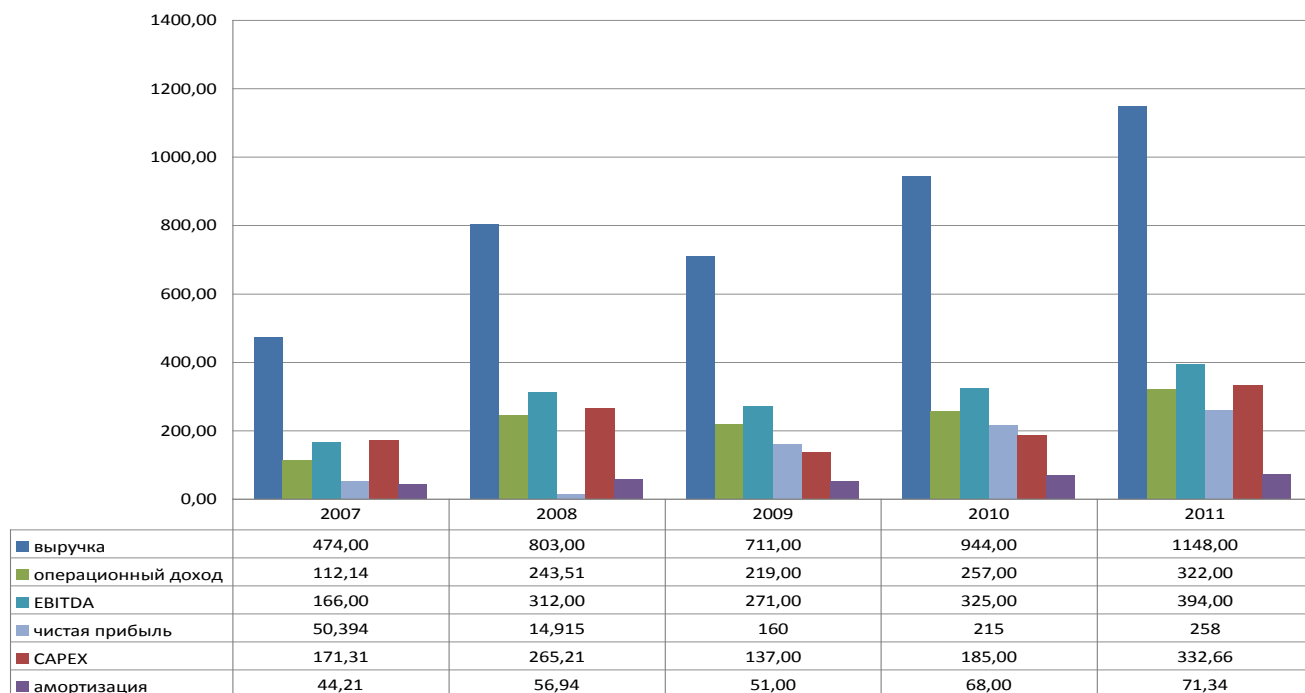
<b>Показатели</b>	<b>Млн. дол. США</b>
ЕБИТ (Current EBIT)	\$322,00
Чистая прибыль (Current Net Income)	\$258,00
Процентные расходы (Current Interest Expense)	\$68,04
Капитальные затраты (Current Capital Spending)	\$332,66
Амортизация (Current Depreciation & Amort'n)	\$71,34
Эффективная ставка налога на прибыль (Tax Rate on Income)	1,00%
Текущая выручка от реализации (Current Revenues)	\$1 148,00
Текущий недежный рабочий капитал (Current Non-cash Working Capital)	\$559,63
Изменения в рабочем капитале (Chg. Working Capital)	\$82,96
Балансовая стоимость долга (Book Value of Debt)	\$869,00
Балансовая стоимость собственного капитала (Book Value of Equity)	\$869,58
Денежные средства и ценные бумаги (Cash & Marketable Securities)	\$137,00

*Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт", расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Мы полагаем, что в период стабильного роста темпы роста предприятия будут находиться на уровне 5%, долговой рычаг предприятия останется на прежнем уровне 36,7%, а коэффициент Beta понизится до 1,1. Безрисковая ставка, премия за риск и ставка налога на прибыль в будущем останутся на прежнем уровне.

В данной модели мы использовали другой подход для расчета безрисковой ставки, а также другие темпы роста выручки, капитальных затрат и амортизации.

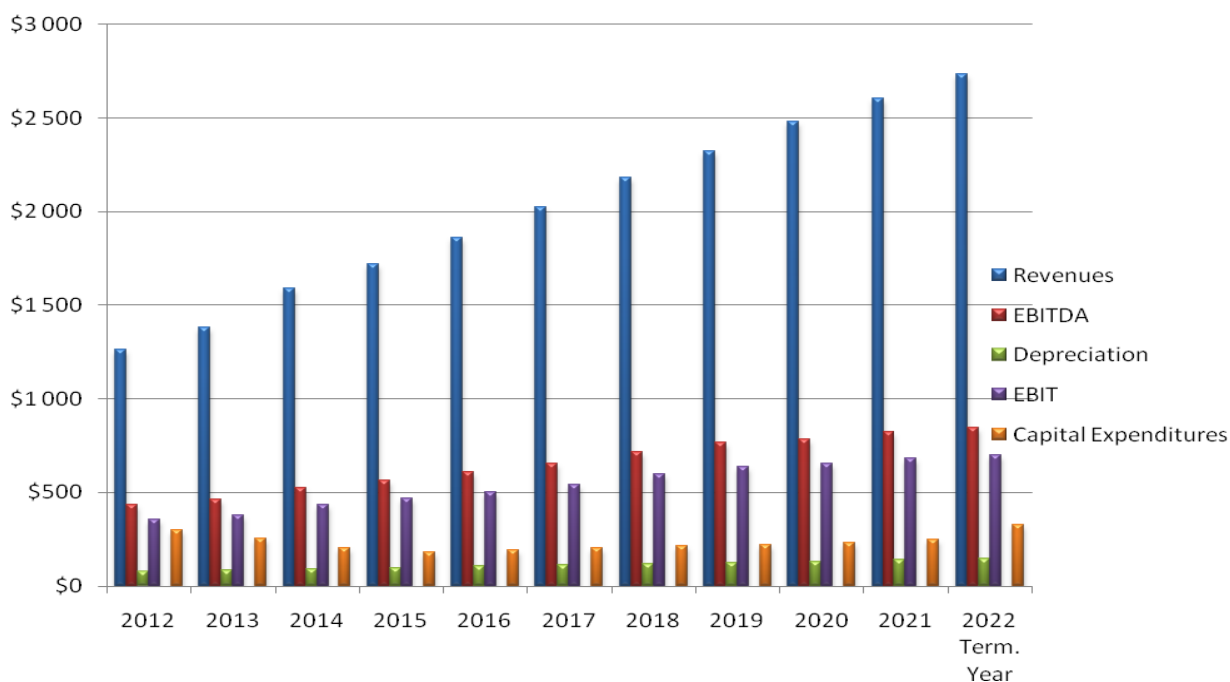
Исторические данные роста выручки от реализации, чистой прибыли, амортизации и капитальных затрат наведены на рис. 2.



**Рис. 2 – Исторические данные основных показателей компании в 2007-2011 г.г. (млн. долл.)**

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Прогноз роста выручки, операционной прибыли, амортизации и капитальных затрат представлены на рис. 3 и табл. 9.



**Рис. 3 - Прогноз основных показателей компании в 2012 - 2022 г.г.**

**Таблица 9 – Прогноз основных показателей компании  
в 2012 - 2022 г.г.**

Год	Выручка (Revenues)	ЕБИТДА	Амортизация (Depreciation)	ЕБИТ	Капитальные затраты (Capital Expenditures)	Изменения в рабочем капитале (Change in working capital)	Свободные денежные потоки FCFF
2012	\$1 263	\$433	\$78	\$355	\$299	\$46	\$85
2013	\$1 381	\$461	\$84	\$377	\$254	\$47	\$156
2014	\$1 587	\$526	\$93	\$433	\$204	\$82	\$235
2015	\$1 720	\$565	\$97	\$467	\$183	\$53	\$324
2016	\$1 860	\$609	\$105	\$504	\$192	\$56	\$355
2017	\$2 022	\$654	\$112	\$542	\$202	\$65	\$382
2018	\$2 180	\$718	\$119	\$599	\$212	\$63	\$436
2019	\$2 321	\$764	\$125	\$639	\$223	\$56	\$479
2020	\$2 477	\$786	\$132	\$654	\$234	\$63	\$483
2021	\$2 601	\$820	\$138	\$682	\$246	\$50	\$518
Term. Year	\$2 731	\$847	\$145	\$701	\$325	\$52	\$463

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Данные для оценки стоимости привлечения капитала в течение анализируемого периода представлены в табл. 10.

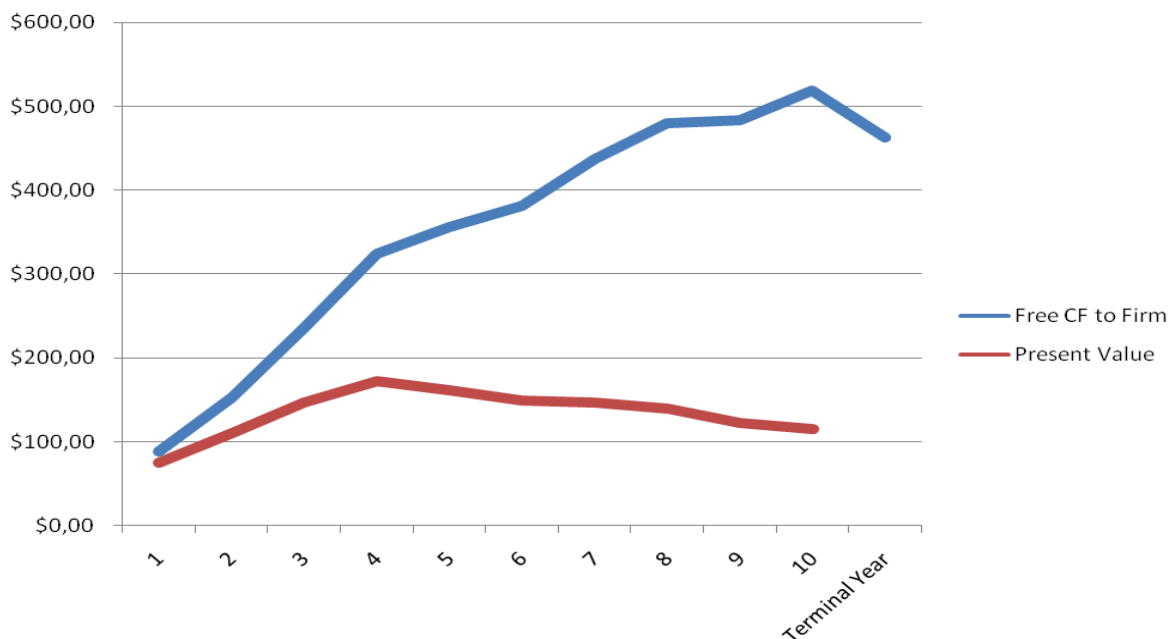
**Таблица 10 – Оценка стоимости привлечения капитала.**

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,53	1,42	1,32	1,21	1,10	1,10
Стоимость собств. капитала (Cost of Equity)	20,57%	20,57%	20,57%	20,57%	20,57%	19,92%	19,27%	18,63%	17,98%	17,33%	17,33%
Стоимость привлеч. капитала (Cost of Debt)	11,00%	10,79%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%
Долговой коэффициент (Debt Ratio)	36,67%	36,67%	36,67%	36,67%	36,67%	38,33%	40,00%	41,67%	43,33%	45,00%	45,00%
Стоимость капитала (Cost of Capital)	17,06%	16,98%	17,02%	17,02%	17,02%	16,46%	15,92%	15,40%	14,91%	14,43%	14,43%
Cum. WACC	1,17061	1,36941	1,60249	1,87524	2,19442	2,55561	2,96248	3,41877	3,92840	4,49534	

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Свободные денежные потоки ПАО "Мироновский хлебопродукт" представлены на рис. 4.





**Рис. 4 - Ожидаемые свободные денежные потоки в 2012-2022 г.г.**

Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Основные показатели и **ожидаемые свободные денежные потоки в период стабильного роста** отражены в табл. 11. Стоимость компании по нашим расчетам в конце периода быстрого роста составит 4907,16 млн. долл.

**Таблица 11 – Основные показатели и ожидаемые свободные денежные потоки в период стабильного роста**

Показатели	
Темпы роста в стабильный период	5,00%
FCFF в стабильный период, млн. долл.	\$462,84
Стоимость собственного капитала в стабильный период	17,33%
Собственный капитал/(собственный капитал+долг)	55,00%
Стоимость долга после налогообложения в период стабильного роста	10,89%
Долг/(собственный капитал+долг)	45,00%
Стоимость привлечения капитала в период стабильного роста	14,43%
<b>Стоимость компании в конце периода быстрого роста, млн. долл.</b>	<b>\$4 907,16</b>

Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Расчетная стоимость ПАО "Мироновский хлебопродукт" и цена 1 акции представлены в табл. 12.

**Таблица 12 – Основные показатели и ожидаемые свободные денежные потоки в период стабильного роста**

Показатели	млн. долл.
Приведенная стоимость FCFF в период быстрого роста (Present Value of FCFF in high growth phase), млн. долл.	\$1 342,79
Приведенная стоимость заключительной стоимости компании (Present Value of Terminal Value of Firm), млн. долл.	\$1 091,61
Стоимость компании (Value of Firm), млн. долл.	\$2 434,40
+ Стоимость денежных средств, финансовых активов и не производственных активов (Value of Cash, Marketable Securities & Non-operating assets), млн. долл.	\$137,00
- Рыночная стоимость долга (Market Value of debt), млн. долл.	\$869,00
Рыночная стоимость собственного капитала (Market Value of Equity), млн. долл.	\$1 702,40
<b>Рыночная стоимость акции (Market Value of Equity/share), долл.</b>	<b>\$15,37</b>
<b>Потенциал роста акции компании, %</b>	<b>13,4%</b>

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Анализ чувствительности изменения стоимости акции от стоимости привлечения капитала и темпов роста (в стабильный период) представлен в табл. 13.

**Таблица 13 – Анализ чувствительности изменения цены акции в зависимости от стоимости привлечения собственного капитала и темпов роста компании**

	Темпы роста					
		1%	2%	3%	4%	5%
Стоимость привлечения собственного капитала	20,51-17,33	14,83	14,96	15,09	15,22	15,37
	20,51	14,32	14,44	14,56	14,69	14,83
	19	15,61	15,74	15,87	16,01	16,16
	18	16,52	16,65	16,79	16,94	17,1
	17	17,48	17,62	17,77	17,93	18,09
	16	18,49	18,64	18,79	18,96	19,14

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

**Рассчитанная оценочная стоимость** акционерного капитала ПАО "Мироновский хлебопродукт" на основе стоимости привлечения капитала составила:

**1702,53 млн. долл.** (стоимость 1 акции – **15,37** долл. США).

**Текущая рыночная стоимость** предприятия по состоянию на 17.02.2012 г. составила 1500,93 млн. дол. (стоимость акции – 13,55 долл.) (Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт").

Потенциал роста компании составляет 13,4%.

**Следовательно, на сегодня компания недооценена.**

#### **4. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПАО "МИРОНОВСКИЙ ХЛЕБОПРОДУКТ"**

Для расчета оценки ПАО "Мироновский хлебопродукт" рыночным методом были выбраны следующие компании: ОАО «Группа Черкизово», Astral Foods, Tyson Foods Inc., Sanderson Farms Inc., Pilgrim's Pride Corp., China Yurun Food Group, Nippon Meat Packers, Kernel Holding S.A., Astarta Holding N.V.

##### **ОАО «Группа Черкизово»**

ОАО «Группа Черкизово» было создано в 2005 году, объединив в качестве управляющей компании в единый холдинг две группы предприятий — АПК «Черкизовский» и АПК «Михайловский».

ОАО «Группа Черкизово» — вертикально интегрированная агропромышленная компания с полным производственно-сбытовым циклом, охватывающим все звенья аграрной цепи — от производства комбикормов до производства мясной продукции и ее реализации.

Компания работает в трех основных производственных сегментах:

- Мясопереработка;
- Птицеводство;
- Свиноводство.

В сегменте «Птицеводство» компания занимается разведением и выращиванием кур, а также переработкой и продажей охлажденной и замороженной птицы. Группа «Черкизово» - один из лидирующих производителей как охлажденного, так и замороженного мяса птицы в России. Сегодня сегмент «Птицеводство» включает в себя четыре производственных блока, расположенных в Московской, Брянской, Липецкой и Пензенской областях.

В сегменте «Мясопереработка» деятельность Группы заключается в производстве и реализации продукции мясопереработки, преимущественно на территории европейской части России.

В сегменте «Свиноводство» компания разводит и выращивает свиней на предприятиях Московской, Липецкой, Вологодской и Тамбовской областей, а также реализует свиней в живом весе.

Производственные мощности включают 7 мясоперерабатывающих предприятий, осуществляющих производство колбасы, ветчины, мясных полуфабрикатов и других продуктов из мяса; 7 птицеводческих комплексов по производству и переработке мяса птицы, 4 комбикормовых завода; 10 свинокомплексов; а также торговые дома и компании.

Мощности Группы по производству комбикормов позволяют производить более 90% необходимых кормов. Компания создала масштабную дистрибьюторскую сеть, которая обеспечивает доставку продукции по всей территории России.

Группа владеет торговыми марками, известными на местном рынке, в том числе «Черкизовский», «Пять звезд», «Петелинка», «Куриное царство», «Империя вкуса», и располагает разнообразной клиентской базой.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 14.

**Таблица 14 - Основные финансовые показатели  
за 9 мес. 2010-2011 г.г.**

Финансовые показатели (USD млн)	9 мес. 30.09.2010	9 мес. 30.09.2011	Изменение
Выручка	867,5	1078,6	24%
Чистая прибыль	110,0	108,4	(1)%
Активы	1254,2	1664,6	33%
Капитал	651,6	720,2	11%

*Источник: данные ОАО «Группа Черкизово», расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

За 9 месяцев, завершившихся 30 сентября 2011г., выручка компании увеличилась на 24%, составив 1078,6 млн. долл., по сравнению с 867,5 млн. долл. за аналогичный период 2010 г.

Чистая прибыль снизилась на 1% и составила 108,4 млн. долл. по сравнению с 110,0 млн. долл. за 9 месяцев 2010 года.

Активы и капитал компании по состоянию на 30.09.2011 выросли на 33% и 11% соответственно.

*Источник: [www.cherkizovo-group.ru](http://www.cherkizovo-group.ru)*

### ***Astral Foods***

Astral Foods – один из ведущих производителей домашней птицы Южной Африки. Предприятия расположены в Южной Африке, Мозамбике, Свазиленде и Замбии.

Компания занимается разведением бройлеров, цыплят, производством комбикормов, яиц.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 15.

Выручка Astral Foods за год, закончившийся 30.09.2011 г. составила 4977,71 млн. долл. по сравнению с выручкой в 4840,05 млн. долл. за аналогичный период 2010 г. Рост выручки составил 2,8%.

**Таблица 15 - Основные финансовые показатели за год,  
завершившийся 30.09.2010 г., 30.09.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	12 мес. 30.09.2010	12 мес. 30.09.2011	Изменение
<b>Выручка</b>	4840,05	4977,71	2,8%
<b>Чистая прибыль</b>	210,54	251,60	19,5%
<b>Активы</b>	1809,24	1957,88	8,2%
<b>Капитал</b>	836,37	917,34	9,7%

*Источник: данные Astral Foods, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Чистая прибыль компании увеличилась на 19,5% по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. и составила 251,6 млн. долл.

Активы и капитал компании по состоянию на 30.09.2011 выросли на 8,2% и 9,7% соответственно.

*(Источник: [www.astralfoods.com](http://www.astralfoods.com))*

### ***Tyson Foods, Inc.***

Компания Tyson Foods Inc. (TSN) – крупнейший в мире производитель мяса и птицы. Компания была основана в 1935 г. Штаб-квартира находится в городе Спрингдейл (штат Арканзас, США). Tyson Foods Inc. является второй по величине компанией пищевой промышленности в списке самых крупных компаний США - Fortune 500.

Tyson Foods, Inc. занимается поставками курятины, говядины и свинины в более чем 90 стран мира. Партнерами компании являются такие корпорации как McDonald's, Wal-Mart, Burger King, Kroger и другие.

В 2010 г. Tyson Foods в партнёрстве с фирмой Syntroleum, которая занимается разработкой синтетических видов топлива, открыл в Гейсмаре (штат Луизиана, США) экспериментальный завод для испытания технологий преобразования низкосортных несъедобных жиров и смазочных материалов в дизельное топливо. Совместное предприятие Dynamic Fuels выпускает 397 тыс. литров в день.

Потенциальная производственная мощность завода — 284 млн. литров в год.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 16.

**Таблица 16 - Основные финансовые показатели за год, закончившийся 02.10.2010 г., 01.10.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	12 мес. 02.10.2010	12 мес. 01.10.2011	Изменение
Выручка	28430	32266	13,5%
Чистая прибыль	765	733	(4,2)%
Активы	10752	11071	3%
Капитал	5201	5685	9,3%

*Источник: данные Tyson Foods, Inc., расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Чистая прибыль компании за 2011 г., закончившийся 1 октября составила 733 млн. долл., что на 4,2% меньше, чем за аналогичный период прошлого года.

Выручка компании увеличилась на 13,5% и составила 32266 млн. долл.

Активы и капитал компании по состоянию на 01.10.2011 выросли на 3% и 9,3% соответственно.

*Источник: www.tyson.com*

## **Sanderson Farms Inc**

Sanderson Farms – один из ведущих американских производителей домашней птицы в США. Клиентами компании являются рестораны, оптовые дистрибьюторы и ритейлеры. Sanderson Farms принадлежит около 750 ферм.

Активы компании включают 10 заводов по переработке домашней птицы, 7 комбикормовых заводов и 8 инкубаторных станций. В январе 2011 г. был открыт новый завод в Кинстоне, Северная Каролина. Заводы

компании в Миссиссипи, Луизиане, Техасе, Джорджии и Северной Каролине обрабатывают более чем 9,7 млн. цыплят в неделю.

Компания продает свою продукцию под брендом Sanderson Farms®.

Акции компании торгуются на бирже NASDAQ под тикером SAFM. Основные финансовые показатели представлены в таблице 17.

**Таблица 17 - Основные финансовые показатели за год, закончившийся 31.10.2010 г., 31.10.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	12 мес.	12 мес.	Изменение
	31.10.2010	31.10.2011	
Выручка	1925,45	1978,09	2,73%
Чистая прибыль	134,82	(127,08)	
Активы	841,62	948,52	12,70%
Капитал	645,71	506,90	(21,50)%

*Источник: данные Sanderson Farms Inc, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

За год, завершившийся 31.10.2011 г., компания получила убыток 127,08 млн. долл. против прибыли 134,82 млн. долл. за предыдущий период.

Выручка компании увеличилась на 2,73%, составив 1978,09 млн. долл., по сравнению с 1925,45 млн. долл. за аналогичный период 2010 года.

Активы компании по состоянию на 31.10.2011 выросли на 12,7%. Сумма капитала уменьшилась на 21,5%.

*Источник: www.sandersonfarms.com*

## **Pilgrim's Pride Corp**

Компания Pilgrim's Pride Corp. является одним из крупнейших в мире производителей мяса птицы. Компания была основана в 1946 г. и начинала свой бизнес как сеть продуктовых магазинов. Штаб-квартира находится в Грили, Колорадо.



Осенью 2008 г. Pilgrim's Pride Corp объявила о банкротстве. Причиной банкротства стало неудовлетворительное финансовое состояние, ухудшившееся на фоне роста цен на корма для кур и падение стоимости мяса птицы.

В декабре 2009 г. компания вышла из банкротства, когда бразильская мясная компания JBS S.A. приобрела 64% пакета акций Pilgrim's Pride через свое подразделение JBS USA Holdings Inc. За время банкротства компания была вынуждена закрыть и продать ряд предприятий, сократить производство, уволить много рабочих, а также продать мажоритарный пакет акций бразильской мясной компании JBS SA.

В настоящее время активы компании включают 29 заводов по переработке, 8 заводов по изготовлению готовой продукции, 32 комбикормовых завода, 40 инкубаториев, 14 дистрибьюторских центров.

Компания экспортирует продукцию в 95 стран мира и обрабатывает более 38 миллионов птиц в неделю.

Акции компании торгуются на Нью-йоркской фондовой бирже.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 18.

**Таблица 18 - Основные финансовые показатели за год, закончившийся 26.12.2010 г., 25.12.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	12 мес.	12 мес.	Изменение
	26.12.2010	25.12.2011	
<b>Выручка</b>	6881,63	7535,70	9,50%
<b>Чистая прибыль</b>	87,14	(496,77)	
<b>Активы</b>	3218,90	2879,55	(10,54)%
<b>Капитал</b>	1072,66	555,61	(48,20)%

*Источник: данные Pilgrim's Pride Corp, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

За год, завершившийся 25.12.2011 г., компания получила убыток 496,77 млн. долл. против прибыли 87,14 млн. долл. за 2010 г.

Выручка компании увеличилась на 9,5%, составив 7535,70 млн. долл., по сравнению с 6881,63 млн. долл. за аналогичный период 2010 года.

Активы компании по состоянию на 25.12.2011 уменьшились на 10,54%, капитал - на 48,20%.

*Источник: www.pilgrims.com*

## China Yurun Food Group

China Yurun Food Group – один из ведущих производителей мясной продукции в Китае. Компания предлагает широкий ассортимент продукции из свинины, включающий охлажденную свинину, замороженную свинину. Продукция продается под семейными брендами Yurun, Popular Meat Packing, Furun and Wangrun, Furun.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 19.

**Таблица 19 - Основные финансовые показатели за 6 мес., закончившийся 30.06.2010 г., 30.06.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	6 мес.	6 мес.	Изменение
	30.06.2010	30.06.2011	
Выручка	1112,74	2106,38	89,30%
Чистая прибыль	167,61	205,93	22,86%
Активы	2165,62	3113,41	43,77%
Капитал	1489,54	2039,98	36,95%

*Источник: данные China Yurun Food Group, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Выручка China Yurun Food Group за 6 месяцев 2011 г. составила 2106,38 млн. долл. по сравнению с выручкой в 1112,74 млн. долл. за аналогичный период прошлого года. Рост выручки составил 89,3%.

Чистая прибыль компании увеличилась на 22,86% по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. и составила 205,93 млн. долл.

Активы и капитал компании по состоянию на 30.06.2011 выросли на 43,77% и 36,95% соответственно.

Источник: [www.yurun.com.hk](http://www.yurun.com.hk)

## Nippon Meat Packers Inc

Nippon Meat Packers - крупнейшая японская компания, занимающаяся переработкой мяса.

Компания работает в трех основных производственных сегментах:

- Мясопереработка;
- Мясной сегмент;
- Дочерние компании.

В сегменте «Мясопереработка» компания производит и продает ветчину, колбасы и другую продукцию. В Мясном сегменте компания занимается разведением свиней, рогатого скота и бройлеров. Сегмент «Дочерние компании» занят производством и продажей молочных и водных продуктов.

В состав компании входит 84 филиала и девять дочерних обществ. Акции компании торгуются на биржах Tokyo Stock Exchange и Osaka Securities Exchange.

Основные финансовые показатели представлены в таблице 20.

**Таблица 20 - Основные финансовые показатели за 9 мес., закончившихся 31.12.2010 г., 31.12.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	*9 мес.	*9 мес.	Изменение
	31.12.2010	31.12.2011	
Выручка	9922,85	10271,07	3,5%
Чистая прибыль	209,53	142,09	(32,2)%
Активы	7678,94	7934,29	3,3%
Капитал	3681,65	3762,79	2,2%

Источник: данные Nippon Meat Packers Inc, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

\* Финансовый год заканчивается 31.03.2011г., 31.03.2012г.

За 9 месяцев, завершившихся 31.12. 2011 г., выручка компании увеличилась на 3,5%, составив 10271,07 млн. долл., по сравнению с 9922,85 млн. долл. за аналогичный период 2010 г.

Чистая прибыль снизилась на 32,2% и составила 142,09 млн. долл. по сравнению с 209,53 млн. долл. за 9 месяцев 2010 г.

Активы и капитал компании по состоянию на 31.12.2011 выросли на 3,3% и 2,2% соответственно.

*Источник: [www.nipponham.co.jp/en](http://www.nipponham.co.jp/en)*

### **Kernel Holding S.A.**

Компания Kernel Holding S.A. начала свою деятельность в середине девяностых годов прошлого столетия с экспорта украинской сельскохозяйственной продукции. В 2002 году компания расширяет свою деятельность путем приобретения первого маслоэкстракционного завода в г. Полтава (Украина) и первых сельхозпредприятий.

В 2004 г. компания приобретает торговую марку бутылированного подсолнечного масла «Щедрый Дар» вместе с небольшим заводом по переработке, экстракции и бутылированию подсолнечного масла на востоке Украины.

В 2006 г. компания завершает покупку производственных активов компании «Евротек», одного из крупнейших конкурентов на внутреннем рынке. В результате сделки производственные мощности компании возрастают вдвое, и Кернел занимает лидирующие позиции в агробизнесе Украины.

В 2007 г. проведено первичное публичное размещение акций на Варшавской фондовой бирже, а также заключено долгосрочное лицензионное соглашение с компанией «Чумак».

В 2008 г. компания купила второй по величине в Украине зерновой комплекс Трансбалктерминал – перевалка зерновых грузов в черноморском порту г. Ильичевск.

В 2010 г. Kernel Holding S.A. приобретает активы своего конкурента компании «Allseeds», увеличив тем самым производственные мощности по переработке семян подсолнечника на 565 тыс. тонн в год.

В августе 2011 года Kernel приобрел компанию «Русские масла» и вышел на российский рынок. За счет этого приобретения общая производительная мощность по переработке семян подсолнечника увеличилась на 400 тыс. тонн в год.

На сегодняшний день, Kernel Holding S.A. - крупнейшая диверсифицированная интегрированная компания в агропромышленном секторе Украины. Kernel является крупнейшим поставщиком украинского подсолнечного масла и шрота на международный рынок, ключевым поставщиком бутылированного масла на внутренний рынок и ведущим оператором в области предоставления услуг сельхозпроизводителям по хранению зерна на элеваторах, а также услуг по перевалке и экспорту зерна, растительного масла и шрота на терминалах в портах Черного моря. На международные рынки компания поставляет 10% экспортируемого из страны зерна.

Мощности компании включают: 7 маслоэкстракционных заводов в Украине и три – на территории России, 2 портовых терминала (в городах Ильичевск и Николаев), элеваторы на 37 предприятиях, более 210 тысяч гектар посевных площадей, 4 сахарных завода. Kernel ежегодно производят около 250 тыс. тонн сахара, благодаря чему компания занимает второе место по объемам переработки сахарной свеклы в Украине.

Основные финансовые показатели компании представлены в таблице 21.

**Таблица 21 - Основные финансовые показатели за год, завершившийся 30.06.2010 г., 30.06.2011 г.**

Финансовые показатели (USD млн)	12 мес.	12 мес.	Изменение
	30.06.2010	30.06.2011	
<b>Выручка</b>	1020,47	1899,12	86,1%
<b>Чистая прибыль</b>	151,70	226,05	49,0%
<b>Активы</b>	1124,77	1561,89	38,9%
<b>Капитал</b>	604,89	997,29	64,9%

*Источник: данные Kernel Holding S.A., расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

За год, завершившийся 30.06.2011 г., выручка компании увеличилась на 86,1%, составив 1899,12 млн. долл., по сравнению с 1020,47 млн. долл. за аналогичный период 2010 года.

Чистая прибыль увеличилась на 49% и составила 226,05 млн. долл. по сравнению с 151,7 млн. долл. за предыдущий период.

Активы и капитал компании по состоянию на 30.06.2011 выросли на 38,9% и 64,9% соответственно.

(Источник: [www.kernel.ua](http://www.kernel.ua))

### ***Astarta Holding N.V.***

Astarta Holding N.V. - один из ведущих вертикально-интегрированных агропромышленных холдингов, основанный в 1993 году. С 1997 г. по 2005 г. компания приобрела ряд агрофирм, сахарные заводы – Ярьесковского, Ждановский, Кобелякский, Веселоподольянский, Глобинский.

17 августа 2006 года проведено IPO компании ASTARTA Holding N. V. и начат её листинг на Варшавской фондовой бирже.

В 2007 г. происходит значительное расширение Холдинга за счёт покупки новых агрофирм и увеличения земли в аренде. В июле 2008 г. приобретён имущественный комплекс Наркевичского сахарного завода в Хмельницкой области. В феврале 2011 г. достигнута договоренность о покупке Новоивановского сахарного завода в Харьковской области.

Сегодня Astarta Holding N.V. - лидер сахарной и сельскохозяйственной отраслей Украины, который объединяет региональные подразделения, расположенные в Полтавской, Винницкой, Хмельницкой, Тернопольской, Харьковской и Житомирской областях.

Основными направлениями деятельности компании являются производство высококачественного сахара и сопутствующей продукции (мелассы и сухого гранулированного жома), выращивание и реализация зерновых и масличных культур, а также производство мяса и молока (рис. 5).

Мощности по производству сахара состоят из 8 сахарных заводов, которые могут перерабатывать более 33 тыс. тонн сахарной свеклы в сутки. Четыре из них расположены в Полтавской области, один в Винницкой области, один в Хмельницкой области и два в Харьковской

области. Стратегической целью компании является 100% обеспечение заводов сырьем, выращенным агрофирмами Холдинга. В 2011 г. доля собственной свеклы составила около 80% от общего объема переработки. Сахарная свекла выращивается, преимущественно, собственными сельскохозяйственными предприятиями, а также закупается у независимых производителей, расположенных вблизи сахарных заводов.



**Рис. 5 - Основные направления бизнеса Astarta Holding N.V.**

*Источник: данные Astarta Holding N.V.*

По результатам производственного сезона 2011 года, агропромхолдинг произвел 16% украинского свекловичного сахара, что позволило ему укрепить позицию наибольшего производителя этого продукта в стране. Благодаря реализации стратегии вертикальной интеграции, с годами создан полный цикл производства: от выращивания сахарной свеклы до производства сахара.

Основные финансовые показатели компании представлены в таблице 22.

Чистая прибыль Astarta Holding N.V. за 9 месяцев 2011 г. составила 1058,05 млн. долл. по сравнению с прибылью в 824,24 млн. долл. за аналогичный период прошлого года. Рост прибыли составил 28,4%.

**Таблица 22 - Основные финансовые показатели  
за 9 мес. 2010-2011 г.г.**

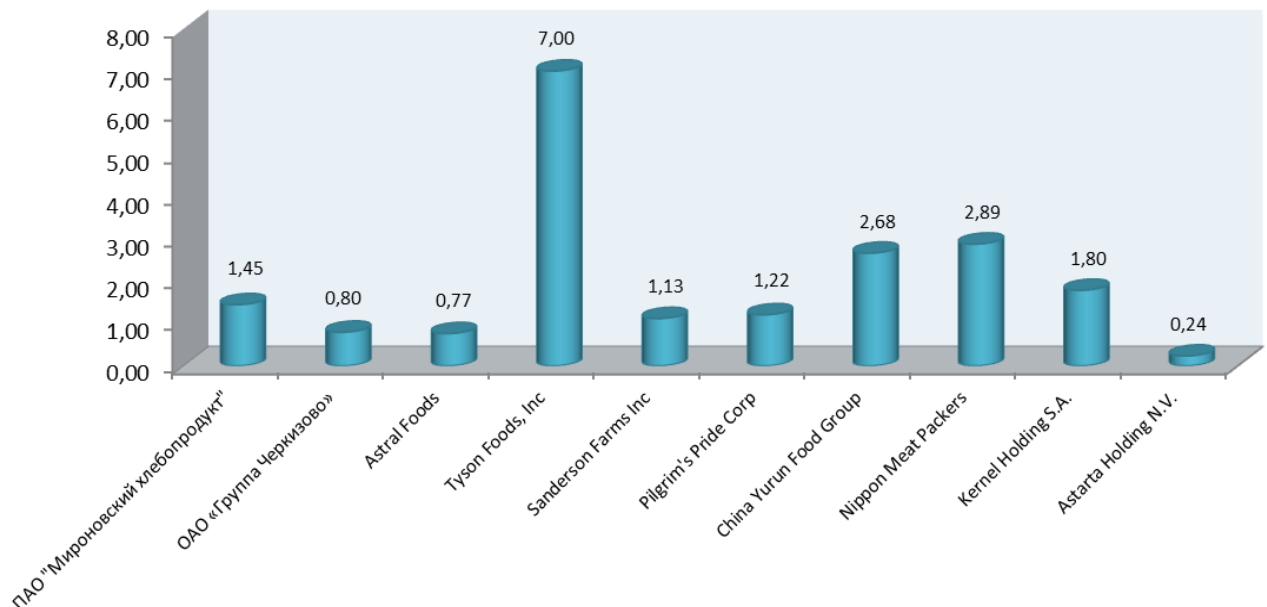
Финансовые показатели (USD млн)	9 мес.	9 мес.	Изменение
	30.09.2010	30.09.2011	
<b>Выручка</b>	1581,80	2114,29	33,7%
<b>Чистая прибыль</b>	824,24	1058,05	28,4%
<b>Активы</b>	3716,84	5875,45	58,1%
<b>Капитал</b>	2179,56	3272,83	50,1%

*Источник: данные Astarta Holding N.V., расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Чистая прибыль Astarta Holding N.V. за 9 месяцев 2011 г. составила 1058,05 млн. долл. по сравнению с прибылью в 824,24 млн. долл. за аналогичный период прошлого года. Рост прибыли составил 28,4%. Выручка компании за 9 месяцев 2011 г. увеличилась на 33,7% по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. и составила 2114,29 млн. долл. Активы и капитал компании по состоянию на 30.09.2011 выросли на 58,1% и 50,1% соответственно.

*Источник: [www.astartakiev.com](http://www.astartakiev.com)*

Рыночная стоимость рассмотренных компаний и ПАО "Мироновский хлебопродукт" представлена на рис. 6.



**Рис. 6 – Рыночная капитализация ПАО "Мироновский хлебопродукт" и предприятий – аналогов (млрд. дол.) по состоянию на 17.02.2012 г.**

*Источник: данные [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance), [www.reuters.com](http://www.reuters.com), [www.mhp.com.ua](http://www.mhp.com.ua)*



Корреляционный анализ основных финансовых показателей компаний-аналогов ПАО "Мироновский хлебопродукт" и их мультипликаторов показал, что в наибольшей степени оказывают влияние на увеличение/уменьшение мультипликаторов ряд финансовых показателей, которые отражены в таблицах 23, 24. Поэтому, именно эти показатели были использованы для сопоставительного анализа и определения оценочного мультипликатора для ПАО "Мироновский хлебопродукт".

**Таблица 23 – Фундаментальные финансовые показатели компаний-аналогов**

Компания	Страна, валюта	Рыночная стоимость (Мср.) млн. *	Объем продаж (Sales) млн. **	ЕБИТДА млн. **	Прибыль (Earnings) млн. **	Стоимость предприятия (EV,) млн.	Процентные обязательства , млн.	Обязательства всего, млн.	Размер активов, млн.	Собственный капитал, млн.
МХП	Украина, дол. США	1454,46	1148,00	394	258,00	2238,34	869,00	994,92	1864,50	826,21
ОАО «Группа Черкизово»	Россия, дол. США	802,82	1399,3	228,9	142,85	1542,49	741,02	944,40	1664,62	689,91
Astral Foods	ЮАР, дол. США	769,24	4977,71	458,67	251,60	792,10	128,05	1040,54	1957,88	910,73
Tyson Foods, Inc	США, дол. США	7003,05	32266,00	1729,00	733,00	8337,40	2215,00	5446,00	11227,00	5753,00
Sanderson Farms Inc	США, дол. США	1127,11	1978,09	-136,72	-127,08	1391,64	284,78	441,62	948,52	506,90
Pilgrim's Pride Corp	США, дол. США	1216,10	6881,63	370,26	90,33	2664,01	1524,50	2338,29	2999,69	658,87
China Yurun Food Group	Китай, дол. США	2679,46	2748,51	417,40	350,30	2288,65	680,45	1066,67	3113,41	2039,98
Nippon Meat Packers	Япония, дол. США	2894,46	12861,00	731,78	217,13	4165,89		3893,12	7595,33	3673,306
Kernel Holding S.A.	Украина, дол. США	1797,58	1899,12	309,63	226,05	2011,70	387,198	538,88	1561,89	997,29
Astarta Holding N.V.	Украина, дол. США	237,50	334,56	147,74	123,76	893,20	1668,02	2602,62	5875,45	3272,83

\* капитализация представлена по состоянию на 17.02.2012 г.

\*\* данные рассчитаны за последние 4 квартала (1-3 кв. 2011 г. и 4 кв. 2010 г. или за 1-4 кв. 2011 г.).

Источник: данные компаний (по состоянию на 31.12.2010 г., 31.03.2011г., 30.06.2011г., 30.09.2011г.), данные [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance), [www.reuters.com](http://www.reuters.com) расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Показатели риска компании, прогнозные значения объемов продаж и прибыли за 2011 г., а также рост компаний в течение 5 летнего периода и мультипликатор PEG представлены в табл. 24.

Как видно из табл., самые высокие темпы роста наблюдаются у Nippon Meat Packers (594,8%) и Kernel Holding S.A. (171,44%). При этом значения PEG – самые низкие – 0,03 и 0,04 соответственно, что говорит о том, что компании недооценены.

Наиболее низкое значение – у ПАО "Мироновский хлебопродукт" (10,81%). Снижение темпов роста наблюдается у компании Astral Foods (-2,35%).

Уровень риска ПАО "Мироновский хлебопродукт" является самым высоким среди компаний аналогов (1,64) и превышает среднее значение по анализируемым предприятиям (1,07).

**Таблица 24 – Сравнительный анализ финансовых показателей сопоставимых компаний**

Наименование компании	Объем продаж (Sales) 2012 П**	Прибыль (earnings) на 1 акцию 2012 П**	Beta*	EPS 5 лет **	PEG
ПАО "Мироновский хлебопродукт"	1214,49	2,33	1,64	10,81	0,13
ОАО «Группа Черкизово»	-	-	1,59	39,93	0,14
Astral Foods	9435,29	1159,70	0,47	- 2,35	- 4,76
Tyson Foods, Inc	34396,60	2,00	1,08	-	-
Sanderson Farms Inc	2244,66	3,57	0,43	-	-
Pilgrim's Pride Corp	7811,15	0,31	1,60	-	-
China Yurun Food Group	32107,20	1,28	1,21	36,56	0,03
Nippon Meat Packers	1007570,00	55,97	0,55	594,8	0,03
Kernel Holding S.A.	2200,66	3,21	0,91	171,44	0,04
Astarta Holding N.V.	3642,47	30,40	1,21	57,92	0,07

Источник: данные [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance)\*, [www.reuters.com](http://www.reuters.com) \*\*, расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

В оценке мы использовали мультипликаторы EV/Sales, P/E, EV/EBITDA, P/S и Price to Book (табл. 25, 26; рис.7, 8).

Сравнительный анализ значений мультипликатора EV/Sales ТММ показал, что значение данного показателя ПАО "Мироновский хлебопродукт" (1,95) выше среднего значения по предприятиям-

аналогам (0,94), что свидетельствует о том, что компания переоценена относительно рынка. Также, значения, превышающие нормативное наблюдались у Astarta Holding N.V. (2,67), ОАО «Группа Черкизово» (1,10) и Kernel Holding S.A. (1,06).

Значение мультипликатора P/S ПАО "Мироновский хлебопродукт" превышает среднее значение по предприятиям-аналогам (1,49 против 0,70), что свидетельствует о том, что компания переоценена.

**Таблица 25 – Мультипликаторы EV/Sales, EV/EBITDA, P/S**

Компания	EV/Sales TMM	EV / EBITDA TMM	P/S TMM
ПАО "Мироновский хлебопродукт"	1,95	5,68	1,49
ОАО «Группа Черкизово»	1,10	6,74	0,58
Astral Foods	0,16	1,73	0,62
Tyson Foods, Inc	0,26	4,82	0,21
Sanderson Farms Inc	0,70	-10,18	0,57
Pilgrim's Pride Corp	0,39	7,19	0,16
China Yurun Food Group	0,83	5,48	0,69
Nippon Meat Packers	0,32	5,69	0,22
Kernel Holding S.A.	1,06	6,50	0,91
Astarta Holding N.V.	2,67	6,05	1,51
<b>Среднее значение по предприятиям-аналогам</b>	<b>0,94</b>	<b>5,54</b>	<b>0,70</b>

*Источник: данные [www.google.com](http://www.google.com), данные компаний (2010 – 2011 г.г.), расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Сравнительный анализ значений мультипликатора EV/EBITDA TMM показал, что значение данного показателя ПАО "Мироновский хлебопродукт" выше среднего значения по предприятиям-аналогам: EV/EBITDA TMM (5,68 и 5,54 соответственно), как и у ОАО «Группа Черкизово» (EV/EBITDA TMM 6,74), Pilgrim's Pride Corp (EV/EBITDA TMM 7,19), Nippon Meat Packers (EV/EBITDA TMM 5,69), Kernel Holding S.A. (EV/EBITDA TMM 6,50), Astarta Holding N.V. (EV/EBITDA TMM 6,05), что указывает на то, что данные предприятия переоценены относительно компаний-аналогов.

Значение мультипликатора P/E ПАО "Мироновский хлебопродукт" ниже среднего значения по предприятиям-аналогам (7,18 против 9,11), что свидетельствует о том, что компания недооценена по сравнению со

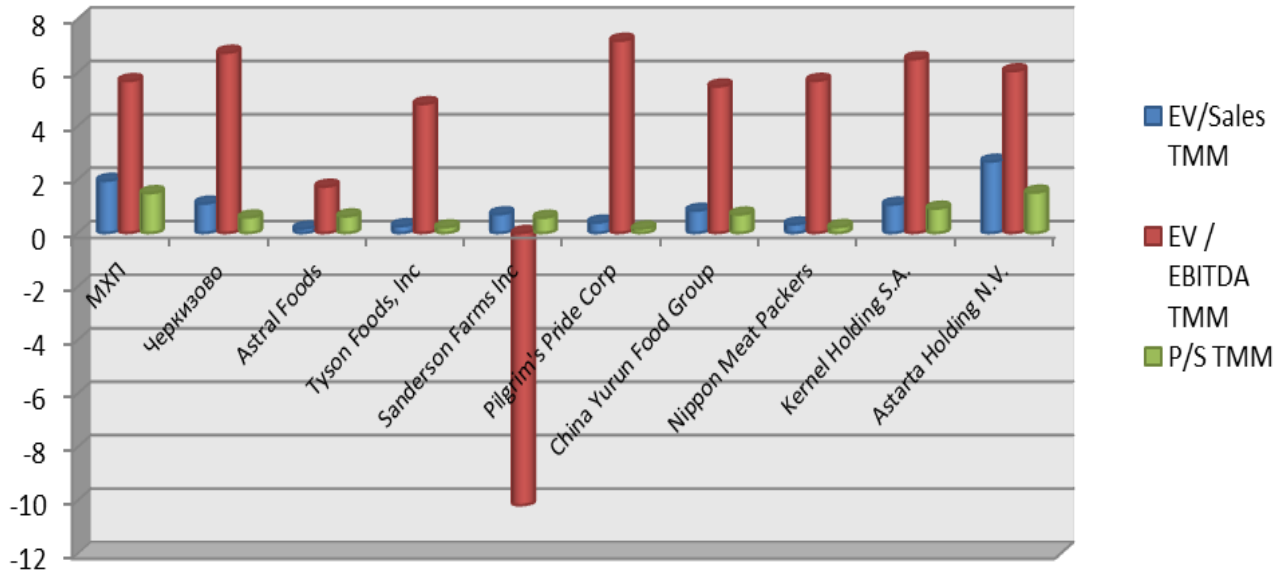
своими основными конкурентами (табл.26 , рис.8). Недооценены также компании ОАО «Группа Черкизово» (5,64), China Yurun Food Group (1,21), Kernel Holding S.A. (7,34) и Astarta Holding N.V. (4,08).

Значение мультипликатора Price to Book ПАО "Мироновский хлебопродукт" превышает среднее значение по предприятиям-аналогам (2,27 против 1,65), что свидетельствует о том, что компания переоценена. Самое высокое значение мультипликатора у компании Astral Foods (3,05), самое низкое – у Nippon Meat Packers (0,72).

**Таблица 26 – Мультипликаторы P/E, Price to Book**

Компания	P/E TMM	Price to Book TMM
ПАО "Мироновский хлебопродукт"	7,18	2,27
ОАО «Группа Черкизово»	5,64	1,14
Astral Foods	11,19	3,05
Tyson Foods, Inc	11,95	1,22
Sanderson Farms Inc	-	2,14
Pilgrim's Pride Corp	13,47	1,79
China Yurun Food Group	1,21	1,26
Nippon Meat Packers	19,97	0,72
Kernel Holding S.A.	7,34	1,66
Astarta Holding N.V.	4,08	1,28
Среднее значение по предприятиям-аналогам	9,11	1,65
среднее значение по индустрии	37,77	6,29
среднее значение по отрасли	30,53	6,02
P/E High - Last 5 Yrs. (по индустрии)	92,11	
P/E High - Last 5 Yrs. (по отрасли)	49,73	
P/E Low - Last 5 Yrs. (по индустрии)	19,55	
P/E Low - Last 5 Yrs. (по отрасли)	15,98	
МХП P/E High - Last 5 Yrs.	30,86	
МХП P/E Low - Last 5 Yrs.	7,38	

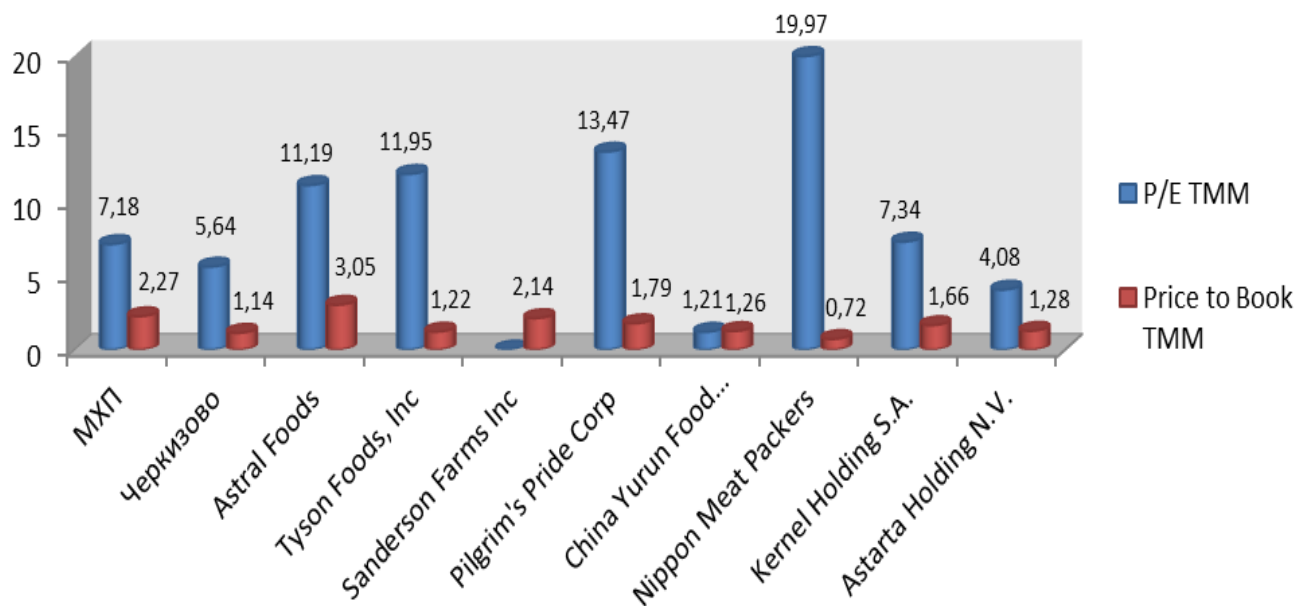
*Источник: данные [www.google.com](http://www.google.com), данные компаний (2010 – 2011 г.г.), расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*



**Рис. 7 – Мультипликаторы EV/Sales, EV/EBITDA, P/S,**

**ПАО "Мироновский хлебопродукт" и предприятий - аналогов**

Источник: данные [www.google.com](http://www.google.com), данные компаний (2010 – 2011 г.г.),  
расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP



**Рис. 8– Мультипликаторы P/E, Price to Book**

**ПАО "Мироновский хлебопродукт" и предприятий - аналогов**

Источник: данные [www.google.com](http://www.google.com), данные компаний (2010 - 2011 г.г.),  
расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP

Расчет справедливой стоимости акций ПАО "Мироновский хлебопродукт" по различным мультипликаторам и совокупная оценка представлены в табл. 27, 28.

**Таблица 27 – Справедливая стоимость акций ПАО "Мироновский хлебопродукт" по мультипликаторам P/E TMM, EV/Sales TMM, EV/EBITDA TMM, P/S, Price to Book TMM**

се База сравнения	ценовой ориентир по мультипликатору, дол. США	Текущая цена, дол. США	потенциал роста, %
P/E	21,23	13,55	56,68
EV/Sales TMM	9,83		-27,45
EV/EBITDA TMM	19,76		45,83
Price to Book TMM	12,33		-9,00
<b>Общая оценка</b>	<b>15,79</b>		<b>16,53</b>

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

**Рассчитанная стоимость акций** ПАО "Мироновский хлебопродукт" методом сравнения (ТММ) составила: 15,79 долл., стоимость предприятия – 1749,06 млн. долл. Потенциал роста составляет 16,53%. Мы рекомендуем покупать акции данного эмитента.

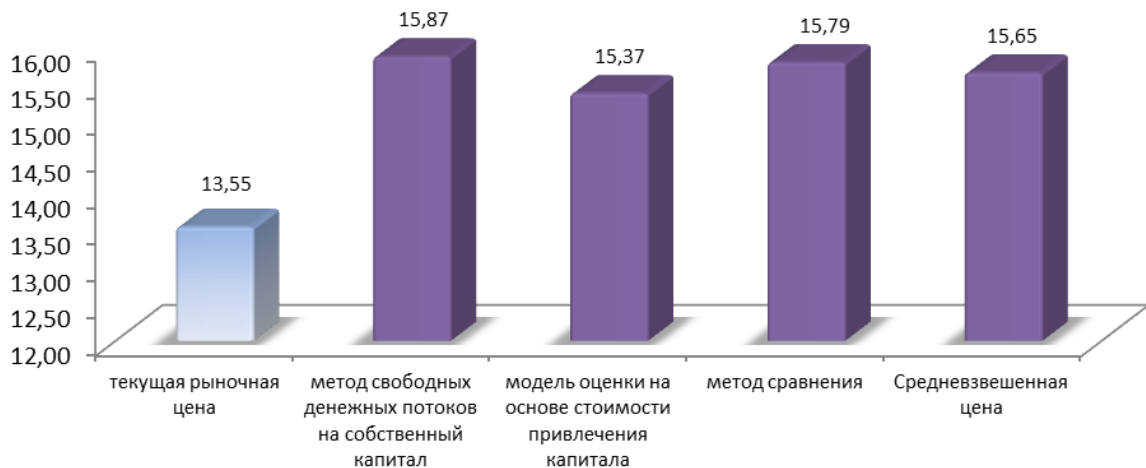
## **5. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАО "МИРОНОВСКИЙ ХЛЕБОПРОДУКТ"**

Результаты рассчитанной оценочной стоимости компании по различным методам представлены в таблице 28, рис. 9.

**Таблица 28 - Результаты расчетной стоимости  
ПАО "Мироновский хлебопродукт"**

Метод оценки	Стоимость предприятия, млн. долл.	Цена акции, долл.	Потенциал роста
Метод свободных денежных потоков на собственный капитал	1757,92	15,87	17,12
Модель оценки на основе стоимости привлечения капитала	1702,53	15,37	13,43
Метод сравнения	1749,06	15,79	16,53
<b>Средневзвешенная стоимость акции</b>	<b>1733,99</b>	<b>15,65</b>	<b>15,53</b>

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*



**Рис. 9 – Стоимость 1 акции ПАО "Мироновский хлебопродукт" по различным методам (долл. США)**

*Источник: расчеты FIVEX ANALYTICS GROUP*

Исходя из проведенной оценки стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт" различными методами, можно сделать вывод о том, что в соотношении с рыночной капитализацией по состоянию на 17.02.2012 г. компания на рынке недооценена, потенциал роста составляет **15,53%**. На основании рассчитанных данных средняя оценка стоимости компании составляет **1733,99** млн. долл., а рассчитанная стоимость акции – **15,65** долл.

## ВЫВОДЫ

1. ПАО "Мироновский хлебопродукт" (МХП) — одна из ведущих агропромышленных компаний Украины, основанная в 1998 году.

У МХП три основных направления деятельности:

- птицеводство и сопутствующие производства;
- растениеводство (выращивание кукурузы, подсолнечника, пшеницы, рапса);
- другие сельскохозяйственные операции (производство свежей говядины премиум-класса, фуа-гра, колбасных изделий и копченостей, фруктов).

Компания владеет четырьмя бройлерскими птицефабриками, двумя комплексами по разведению родительского поголовья и производству инкубационного яйца, имеет три комбикормовых завода и ряд элеваторов для хранения масличных и зерновых культур. При каждой из птицефабрик работает перерабатывающий завод.

Компания выращивает кукурузу, подсолнечник, пшеницу и рапс для собственных нужд компании и для продажи. Производит колбасы и копчености на предприятиях «Дружба народов» и «Украинский бекон», мяс гуся и фуа-гра («Снятинская птицефабрика»), фрукты («Крымская фруктовая компания») и другие агропромышленные продукты.

МХП занимается доставкой своей продукции в дистрибуционные центры и франчайзинговые точки по всей территории Украины.

Акции компании торгуются на Лондонской фондовой бирже под тикером МНРС.

2. *Рассчитанная оценочная стоимость* акционерного капитала ПАО "Мироновский хлебопродукт" на основе оценки свободных денежных потоков на собственный капитал составила:

*1757,92 млн. долл.* (стоимость 1 акции – 15,87 долл. США).

*Текущая рыночная стоимость* предприятия по состоянию на 17.02.2012 г. составила 1500,93 млн. дол. (стоимость акции – 13,55 долл.) (Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт").



Потенциал роста компании составляет 17%.

*Следовательно, на сегодня компания недооценена.*

3. *Рассчитанная оценочная стоимость* акционерного капитала ПАО "Мироновский хлебопродукт" на основе стоимости привлечения капитала составила:

*1702,53 млн. долл.* (стоимость 1 акции – 15,37 долл. США).

*Текущая рыночная стоимость* предприятия по состоянию на 17.02.2012 г. составила 1500,93 млн. дол. (стоимость акции – 13,55 долл.) (Источник: данные ПАО "Мироновский хлебопродукт").

Потенциал роста компании составляет 13,4%.

*Следовательно, на сегодня компания недооценена.*

4. *Рассчитанная стоимость акций* ПАО "Мироновский хлебопродукт" методом сравнения (ТММ) составила: 15,79 долл., стоимость предприятия – 1749,06 млн. долл. Потенциал роста составляет 16,53%. Мы рекомендуем покупать акции данного эмитента.

5. Исходя из проведенной оценки стоимости ПАО "Мироновский хлебопродукт" различными методами, можно сделать вывод о том, что в соотношении с рыночной капитализацией по состоянию на 17.02.2012 г. компания на рынке недооценена, потенциал роста составляет 15,53%. На основании рассчитанных данных средняя оценка стоимости компании составляет 1733,99 млн. долл., а рассчитанная стоимость акции – 15,65 долл.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1

### Баланс ПАО "Мироновский хлебопродукт" по состоянию на 31 декабря 2010 г., 30 сентября 2011 г. (млн. дол.)

	Notes	30 September 2011	31 December 2010
<b>ASSETS</b>			
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>			
Property, plant and equipment, net	4	931,167	744,965
Land lease rights, net		26,433	23,216
Deferred tax assets		7,824	5,190
Long-term VAT recoverable, net		20,879	24,017
Non-current biological assets		45,862	43,288
Other non-current assets		16,577	14,251
Total non-current assets		1,048,742	854,927
<b>CURRENT ASSETS</b>			
Inventories		130,585	113,491
Biological assets	5	263,867	135,410
Agricultural produce		97,560	113,850
Other current assets, net		19,327	21,331
Taxes recoverable and prepaid, net		108,697	107,824
Trade accounts receivable, net		59,088	53,395
Short-term bank deposits		8,137	134,460
Cash and cash equivalents		128,492	39,321
Total current assets		815,753	719,082
<b>TOTAL ASSETS</b>		<b>1,864,495</b>	<b>1,574,009</b>
<b>LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>			
<b>EQUITY ATTRIBUTABLE TO EQUITY HOLDERS OF THE PARENT</b>			
Share capital		284,505	284,505
Treasury shares		(40,555)	(40,555)
Additional paid-in capital		179,565	179,565
Revaluation reserve		18,781	18,781
Cumulative translation differences		(238,775)	(237,751)
Retained earnings		622,684	436,439
		826,205	640,984
<b>NON-CONTROLLING INTEREST</b>			
Total equity		43,371	29,384
		869,576	670,368
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>			
Long-term bank borrowings	6	80,078	58,426
Bonds issued	7	565,932	562,886
Long-term finance lease obligations	8	33,769	36,988
Other long-term payables		323	401
Deferred tax liabilities		5,889	2,502
Total non-current liabilities		685,991	661,203
<b>CURRENT LIABILITIES</b>			
Trade accounts payable		43,827	19,012
Other current liabilities		39,376	33,646
Accounts payable for property, plant and equipment		9,685	4,396
Short-term bank borrowings and current portion of long-term bank borrowings	6	155,918	140,092
Current portion of bonds issued	7	9,953	9,892
Interest accrued		26,604	11,573
Current portion of finance lease obligations	8	23,565	23,827
Total current liabilities		308,928	242,438
<b>TOTAL LIABILITIES</b>		<b>994,919</b>	<b>903,641</b>
<b>CONTINGENCIES AND CONTRACTUAL COMMITMENTS</b>			
<b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>		<b>1,864,495</b>	<b>1,574,009</b>
On behalf of the Board			

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2

### Отчет о прибылях и убытках компании за 9 мес. 2010-2011 г.г. (млн. дол.)

	Notes	2011	2010
REVENUE	11	879,662	676,101
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce		60,534	30,143
<b>COST OF SALES</b>		<u>(644,749)</u>	<u>(480,662)</u>
<b>GROSS PROFIT</b>		295,447	225,582
Selling, general and administrative expenses		(75,311)	(76,191)
VAT refunds and other government grants income		47,011	47,916
Other operating expenses, net		<u>(12,826)</u>	<u>(8,558)</u>
<b>OPERATING PROFIT</b>		<u>254,321</u>	<u>188,749</u>
Finance income		5,391	9,095
Finance costs		(51,725)	(49,632)
Foreign exchange (losses)/gains, net		(2,530)	12,492
Other (expenses)/income		<u>(452)</u>	<u>(625)</u>
<b>OTHER EXPENSES, NET</b>		<u>(49,316)</u>	<u>(28,670)</u>
<b>PROFIT BEFORE TAX</b>		205,005	160,079
Income tax (expense)/benefit		<u>(4,171)</u>	<u>(2,059)</u>
<b>PROFIT FOR THE PERIOD</b>	12	<u>200,834</u>	<u>158,020</u>
<i>Other comprehensive income/(loss)</i>			
Cumulative translation differences		(1,024)	4,197
<b>TOTAL COMPREHENSIVE INCOME FOR THE PERIOD</b>		<u>199,810</u>	<u>162,217</u>
<b>PROFIT ATTRIBUTABLE TO:</b>			
Equity holders of the Parent		186,245	150,739
Minority interest		14,589	7,281
<b>TOTAL COMPREHENSIVE INCOME ATTRIBUTABLE TO:</b>			
Equity holders of the Parent		185,221	154,936
Minority interest		14,589	7,281
<b>EARNINGS PER SHARE</b>			
Basic and diluted (USD per share):		1.73	1.38

Настоящий отчет подготовлен аналитиками, чьи имена указаны на титульном листе настоящего отчета. Целью данного отчета является предоставление справочной информации о компании. Все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Данный отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают только точку зрения аналитика.

Информация, представленная в настоящем документе, носит исключительно рекомендательный характер.