

Информация о компании

- Юнимилк – быстрорастущая компания рынка молочной продукции России и Украины, объединяющая на данный момент 23 молочных предприятий в России и 2 на Украине. Основные торговые марки: «Простоквашино», «ТЁМА», «Актуаль», «Лиассон», «ПЕТ-МОЛ», «Био-Баланс», «Село Луговое», «Френди», «Доктор Бренд». Продукция реализуется в России, Украине и Казахстане. Контролирующими акционерами выступает менеджмент компании, в том числе гендиректор А.Бесхмельницкий и бывший президент Сибнефти А.Блох.
- По итогам 2005 года рыночная доля компании в стоимостном выражении оценивалась на уровне 8% в РФ и 12% - на Украине. Для сравнения доли рынка молочных продуктов основных конкурентов заемщика в России: ВБД – 29%, Данон – 12%. В июне ФАС одобрила приобретение Юнимилком доли в капитале 14 молочных заводов, которые будут консолидироваться в отчетности группы с 1 января 2006 г. С учетом этих предприятий рыночная доля группы в РФ в натуральном выражении выросла с 9,5% до 15%.
- Выручка компании в 2005 г. составила 13,2 млрд. руб., что на 43% больше показателя 2004 г. За счет консолидации новых предприятий заемщик планирует увеличить выручку в этом году на 80% - примерно до 1 млрд. руб. EBITDA в 2005 году составляла 0,7 млрд. руб. В этом году планируется ее рост до 1,9 млрд. руб.
- Компания характеризуется очень высокой долговой нагрузкой: соотношение долг/EBITDA по итогам прошлого года составило 6,3. По итогам 2006 г. Юнимилк планирует сократить данный коэффициент до 3,5.

Общая характеристика отрасли

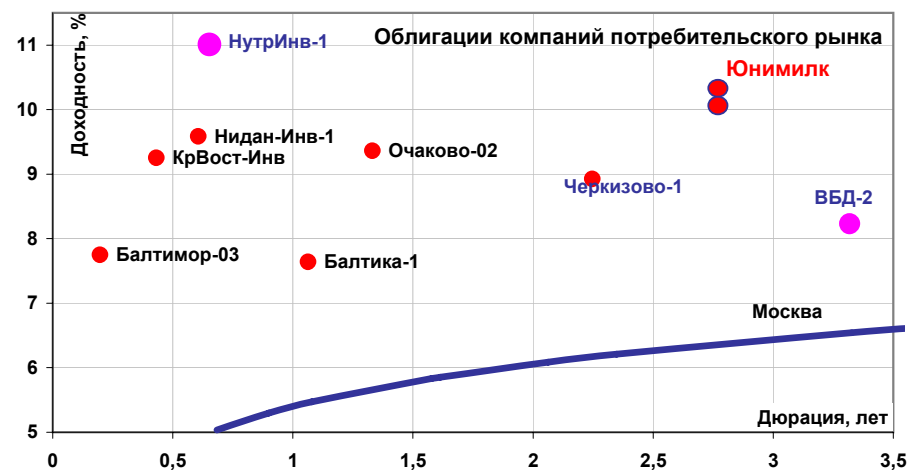
- Молочный рынок РФ, по экспертным оценкам, характеризуется невысокими темпами роста – 4-5% в год (украинский более динамичен – около 9%), высокими темпами роста цен на сырое молоко и низкой рентабельностью.
- Производство упакованных молочных продуктов в РФ в 2005 г. составило 8,6 млн. т, на Украине – 1,2 млн т.
- По потреблению молочных продуктов РФ существенно уступает Европе – 72 кг в год против 100-110 кг.
- Наиболее перспективным сектором рынка является производство продукции с высокой добавленной стоимостью – десертов, творожных масс и йогуртов и детского питания. Так десертно-йогуртовая группа занимает менее 20% рынка в натуральном выражении и около 40% - в стоимостном.

Оценка справедливой доходности

- Дюрация займа Юнимилк – примерно 2,65 года. В качестве ориентиров рассматриваем близкие по бизнесу Вимм-Билль-Данн и Нутритек, занимающийся производством детского и лечебного питания. С точки зрения финансовых показателей с оговоркой на различия в бизнесе (особенно по рентабельности) допустимо сравнение с производителем мясных продуктов «Черкизово».
- Основной сложность при оценке - нестабильность финансового состояния заемщика, характерное для компаний роста. Данные 2005 года значительно хуже прогнозных данных 2006-го, но последние компании еще только предстоит подтвердить финансовой отчетностью. Почти двукратное увеличение выручки и снижение коэффициентов долговой нагрузки после консолидации новых активов способно улучшить кредитное качество заемщика. В то же время при низкой рентабельности он может столкнуться с проблемой, когда присоединение новых активов будет сопровождаться снижением эффективности деятельности уже имеющихся. Примерно в такой ситуации оказался Нутритек.
- Юнимилк существенно уступает ВБД по масштабам бизнеса и кардинально – по долговой нагрузке. Правда, надо учитывать, что в отчетности ВБД за 2005 год не учтен заем на 3 млрд. руб., привлеченный в декабре 2005 г. В то же время по рентабельности, которая у ВБД выше благодаря производству соков, в 2006 г. заемщик планирует нагнать конкурента. На наш взгляд, с учетом существенного проигрыша по основным финансовым показателям в 2005 г. с одной стороны и перспективы улучшения данных показателей в 2006 г., а также более короткой дюрации Юнимилк с другой, спред по доходности к выпуску ВБД-2 может составлять около 200 б.п.
- Юнимилк в 2006 г. собирается существенно опередить Черкизово по выручке и EBITDA, при этом коэффициенты долговой нагрузки, как ожидается, будут сопоставимы. В то же время у Юнимилк проигрыш по рентабельности. Сравнение с Черкизово по финансовым показателям (долговая нагрузка и рентабельность) и дюрации позволяет говорить о премии по доходности на уровне 100 б.п.
- Нутритек близок по бизнесу и сопоставим по масштабам (на основе отчетности за 2004 г. и планов до 2008 г.), но актуальной консолидированной отчетности группы в открытом доступе нет. Поэтому бумаги Нутритека можно рассматривать лишь в качестве «потолка» доходности Юнимилка.
- В результате справедливую доходность новых бумаг к 3-летней оферте оцениваем на уровне 10-10,2%, что соответствует ставке купона 9,7-9,9% годовых.

Параметры займа

Объем займа	2 000 000 000 руб.
Срок до погашения	5 лет
Дата погашения	06.09.2011
Досрочный выкуп	Оферта через 3 года по номиналу
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ставка купона	1 купон - на конкурсе. 2-10 купоны - равны 1 купону
Эмитент	ООО «ЮНИМИЛК Финанс»
Поручители	ОАО «Компания ЮНИМИЛК», ОАО «Самаралакто», ОАО «Шадринский МКК», ОАО «Ялutorовскмолоко», ОАО «ПЕТ-МОЛ»



Сильные стороны

- ♦ Высокие темпы роста. Так в 2005 г. выручка выросла на 43% по сравнению с 2004-м. Рост продаж в 2006 г. прогнозируется почти на 80%.
- ♦ Существенное увеличение доли рынка после приобретения новых предприятий.
- ♦ Опережающая динамика объема продаж по сравнению с темпами роста рынка - 11% против 5% за последние 2 года.
- ♦ Ориентированность компании не только на внутренний рынок, но и на наиболее перспективные рынки стран СНГ.

Возможности

- ♦ Запланированное повышение рекламной активности в 2006 году – примерно вдвое с 210 млн. руб. в 2005 г. – должно способствовать повышению узнаваемости брендов компании и увеличению спроса на продукцию.
- ♦ Улучшение ассортимента за счет увеличения доли продукции высшей среднеценовой категории и сокращения доли небрендовой продукции поможет повысить рентабельность и компенсировать рост цен на сырье.
- ♦ Рост производства сырого молока в 1 квартале 2006 года впервые за последние 15 лет может в дальнейшем перерасти в тенденцию и способствовать снижению себестоимости продукции компании.

Слабые стороны

- ♦ Слабые показатели рентабельности отрасли в целом и эффективности эмитента в частности. Валовая рентабельность Юнимилка – 18,6% против 25,4% в молочном сегменте ВБД.
- ♦ Высокие темпы роста цен на сырое молоко – 17% в 2005 г. вызывают повышение себестоимости, которое вынуждает поднимать цены на продукцию и способно вызвать смещение покупательского спроса на продукты-субституты.
- ♦ Доля продукции с высокой добавленной стоимостью в общем объеме выпуска у компании ниже, чем у ВБД и Данон.
- ♦ За последние 2 года компания получила чистый убыток 530 млн. рублей.
- ♦ Продажи сосредоточены на Урале, Северо-западе, Поволжье и Украине, в то время как на самый емкий рынок Москвы в 2005 году приходилось всего около 7% реализуемой продукции.

Угрозы

- ♦ Высокая долговая нагрузка в сочетании с низкой рентабельностью по EBITDA в дальнейшем способна вызвать проблемы с исполнением обязательств.
- ♦ Ограничение маркетинговых преимуществ брендов заемщика вследствие активно укореняющейся среди крупных ритейлеров практики торговли молочными продуктами под брендами торговых сетей.
- ♦ Усиление конкуренции в отрасли за счет прихода в перспективе на российский рынок крупных иностранных компаний.

Компании-ориентиры, параметры выпусков

	Объем выпуска, млн. руб.	Доходность к погашению, %	Доходность к оферте, %	Дата погашения	Дюр. к погашению, лет	Дата оферты	Дюр. к оферте, лет
НутриИнвестхолдинг, 01	1200	11,01	11,01	09.06.2009		12.06.2007	0,65
ВБД ИП, 2	3000	8,23		15.12.2010	3,32		
Черкизово, 1	1000	8,92	8,92	31.05.2011		05.06.2009	2,25

Компании-ориентиры, основные показатели

Эмитент	Юнимилк	Юнимилк	Черкизово	ВБД
Период	(Прогноз)	2005,00	2005,00	2005,00
Отчетность	МСФО	МСФО	МСФО	МСФО
Выручка, млн р.	24375,00	13188,31	15297,19	39190,66
EBITDA*, млн р.	1927,00	673,72	1758,54	3306,63
EBIT, млн р.		303,37	1185,22	1810,04
Чистая прибыль, млн р.	187,00	-260,59	478,26	847,68
Активы, млн р.		9462,24	11869,97	25782,55
Капитал, млн р.		1678,84	1750,70	10840,13
Займы и кредиты, млн р.	6634,00	4488,78	6046,58	598,75
в.т.ч. долгосрочные		1803,31	4033,59	51,09
в.т.ч. краткосрочные		2685,47	2012,99	547,66
Чистый долг, млн р.	6744,50	4237,03	5900,94	-2008,84
Рентаб-ть EBITDA	0,08	0,05	0,11	0,08
Рентаб-ть EBIT		0,02	0,08	0,05
Чистая рентабельность		-0,03	0,04	0,03
Чистый долг/капитал		2,52	3,37	-0,19
Чистый долг/активы		0,47	0,51	0,02
Чистый долг/выручка		0,34	0,40	0,02
Чистый долг/ EBITDA	3,50	6,29	3,36	-0,61
Чистый долг / EBIT		13,97	4,98	-1,11
EBITDA/проценты		1,15	3,96	н/д
EBIT/проценты		0,52	2,67	н/д
*Источник амортизации	МСФО	МСФО	МСФО	МСФО