

ЮНИМИЛК

Полугодовая отчетность

- **Результаты за первое полугодие 2006 г.** ЮНИМИЛК представил консолидированную отчетность за январь-июнь, согласованную (reviewed) с KPMG. Мы провели сравнение этих данных с показателями управленческой отчетности, опубликованной ранее. При этом мы самостоятельно преобразовали в доллары показатели, выраженные в рублях, поскольку в предоставленной отчетности все результаты (включая отчет о прибылях и убытках) были пересчитаны в доллары не по среднему курсу, а на конец периода.
- **Выручка: обманчивая динамика.** Результаты за полугодие объявлены как *pro forma*, однако это относится к юридической структуре основного бизнеса, а не к новым дочерним предприятиям, которые по-прежнему консолидируются в отчетности с даты приобретения. Таким образом, мы не принимаем во внимание высокие темпы роста выручки. Более адекватно оценить динамику показателей можно будет после публикации отчетности будущих периодов.
- **Рентабельность: небольшая коррекция.** По сравнению с данными управленческой отчетности уровень выручки практически не изменился, однако валовая рентабельность оказалась несколько ниже (на 1.6 п. п.), а рентабельность EBITDA – выше (на 0.2 п. п.). Несмотря на некоторое улучшение, по показателям рентабельности ЮНИМИЛК по-прежнему заметно отстает от ВБД, демонстрирующего рост рентабельности (в первом полугодии 31.2% по валовой прибыли и 15.2% по EBITDA).
- **Региональные сегменты: Россия отстает.** Российский сегмент компании менее рентабелен, что, возможно, связано с ростом цен на молочное сырье. В России валовая прибыль ЮНИМИЛКа составляет всего 20.1% от выручки, а на Украине – 27.8%. Хотя в российском сегменте компания пока не достигла порога безубыточности на уровне чистой прибыли, ее убыток теперь незначителен.
- **Оборотный капитал: высокие потребности.** В настоящее время ЮНИМИЛК занимается укреплением связей с молочными фермами и финансированием будущих поставок сырья, поэтому рост оборотного капитала по-прежнему оказывает существенное влияние на операционный денежный поток. За счет поставок продукции розничным сетям оборотный капитал также оказывается под давлением (по нашим оценкам, на долю крупнейших десяти продуктовых ритейлеров приходится свыше 20% выручки компании).
- **Долговая нагрузка: небольшое снижение.** Уровень финансового долга компании по новым данным совпадает с указанным в управленческой отчетности и равен USD290 млн. ЮНИМИЛК продолжил рефинансировать долг с помощью субординированных займов на уровне кипрской холдинговой компании. Показатель Долг/EBITDA несколько снизился (до 4.6x с 6.7x в 2005 г.). После отчетной даты были выпущены облигации на 2 млрд руб., и лишь 40% выручки предполагалось направить на рефинансирование долга.
- **Спрэды облигаций: пока не меняются.** В целом мы по-прежнему положительно оцениваем кредитное качество эмитента, рассчитывая на дальнейшее улучшение показателей ЮНИМИЛКа. Компания постепенно повышает качество раскрытия информации, но на основе имеющихся данных выводы делать пока рано. Небольшое снижение долговой нагрузки соответствует данным управленческой отчетности, следовательно, опубликованные результаты не содержат существенной новой информации. Таким образом, публикация показателей за полугодие, на наш взгляд, не окажет влияния на котировки облигаций компании.

Петр Гришин
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Павел Мамай
+7 (495) 258 7708
PMamai@rencap.com

Основные финансовые показатели

USD млн, если не указано иное	1 пол. 2006	1 пол. 2005
Выручка	392.0	204.8
Валовая прибыль	81.9	41.9
Валовая рентабельность	20.9%	20.4%
Модифицированная EBITDA	31.5	15.8
Рентабельность EBITDA	8.0%	7.7%
Чистая прибыль	1.9	(3.0)
Денежный поток от изменений оборотного капитала	(34.3)	(12.4)
Денежный поток от инвестиционной деятельности	(50.8)	(12.0)
	1 пол. 2006	2005
Долгосрочный долг	103.0	89.2
Краткосрочный долг	187.2	93.4
Совокупный долг	290.2	182.7
Долг/EBITDA	4.6	6.7

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyshin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100