

ЮНИМИЛК: итоги 2007 г. Вероятно, последние слабые результаты

■ **Кредитное качество улучшается, облигации переоценены.** На прошлой неделе ЮНИМИЛК опубликовал аудированную отчетность за 2007 г. по МСФО. Показатели в целом соответствуют нашим ожиданиям медленного изменения ситуации в компании (см. наш отчет «ЮНИМИЛК: трудно быть вторым» от шестого сентября 2007 г.). Долговая нагрузка остается высокой, несмотря на определенные улучшения в рентабельности и генерации денежных потоков. Мы не считаем, что опубликованные данные вызовут сужение спредов облигаций ЮНИМИЛКа. С апреля 2009 г. долговые инструменты компании торговались со спрэдом к выпуску ВБД-3 около 450 б. п., что соответствует доходности к оферте в сентябре 2009 г. ниже 14%. С таким уровнем доходности риск ЮНИМИЛКа не выглядит особенно интересным при текущей конъюнктуре рынка даже для инвесторов, предпочитающих стратегию «купить и держать». Тем не менее, мы позитивно оцениваем кредитный профиль эмитента, поскольку последние изменения в балансовом отчете говорят о наличии благоприятных тенденций.

■ **События начала 2008 г.** Во-первых, с марта началась коррекция на рынке сырого молока, вызванная в основном перепроизводством сухого молока в конце 2007 г. и стагнацией объемов выпуска в секторе из-за высокой потребительской инфляции. Поскольку отпускная цена не была снижена, валовая рентабельность ЮНИМИЛКа поднялась до рекордных уровней. Во-вторых, один из фондов Capital International стал миноритарным акционером ЮНИМИЛКа, увеличив его акционерный капитал на USD130 млн (пока в отчетности по МСФО эта сумма отражается как кредит от акционера). Соответствующие изменения в устав ЮНИМИЛКа уже были внесены, и мы ожидаем конвертации кредитов, предоставленных акционерами, в акционерный капитал в ближайшее время. Наконец, с первого апреля семнадцать ключевых производственных дочерних компаний (но не торговая компания ООО «Юнимилк») были присоединены к ОАО «ЮНИМИЛК». Теперь квартальная отчетность по РСБУ станет более показательной.

■ **Операционные результаты за 2007 г.** Органический рост объема выпуска в 2007 г. составил 10%, новые активы увеличили объем производства еще на 6% (приобретения также отразятся на показателях за 2008 г., поскольку молочный комбинат Эдельвейс и комбинат Тихорецкий были консолидированы первого мая и первого ноября соответственно). Переход от локальных брендов к национальным в течение прошлого года был довольно непростым, но во второй половине 2007 г. доля национальных брендов (в первую очередь, «Био Баланс» и «Простоквашино») в выручке компании превысила 80% против 50% годом ранее. На конец 2007 г. сегмент детского питания (бренд «Тёма») обеспечил 3% выручки и 7% валовой прибыли.

■ **Программа капиталовложений и приобретения.** В 2007 г. объем капиталовложений ЮНИМИЛКа вновь оказался значительным, и вряд ли ситуация изменится в 2008 г. (единственное исключение – наличие источника фондирования в виде новых вливаний акционерного капитала). Насколько мы понимаем, расходы в связи с переносом завода Петмол на новую площадку существенно увеличились по сравнению с первоначальным прогнозом. Новые приобретения оказали гораздо меньшее давление на долговую нагрузку, поскольку большинство сделок финансировалось на уровне акционеров, а соответствующие активы вносились в капитал ЮНИМИЛКа.

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 77 89
Pgrishin@rencap.com

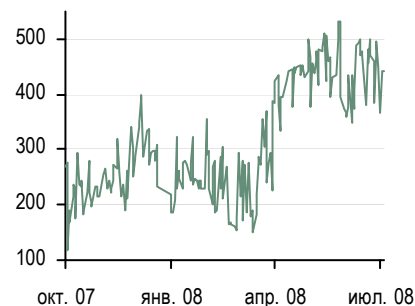
Таблица 1. Основные показатели по МСФО

Млрд руб., если не указано иное	2007	2006	2007 к 2006, %
Выручка	31.83	22.84	39%
Валовая прибыль	6.66	4.59	45%
ЕБИТДАР	1.86	1.09	70%
Валовая рентабельность	20.9%	20.1%	+0.8 п. п.
Рентабельность ЕБИТДАР	5.8%	4.8%	+1.0 п. п.
Управление оборотным капиталом/ЕБИТДАР	-71%	-175%	
Капвложения/ЕБИТДАР	151%	202%	
СДП	-2.37	-3.23	-26%
Скорректированный долг	14.70	9.11	61%
Долг/ЕБИТДАР	7.91	8.33	
ЕБИТДАР/Процентные расходы	1.52	1.23	

Долг - с учетом лизинга, но без учета кредитов акционеров. Процентные расходы - с учетом соответствующей части лизинговых платежей.

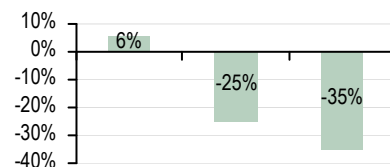
Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Спред облигаций ЮНИМИЛКа к кривой доходности ВБД, б. п.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Динамика цен в первой половине 2008 г.



Розничные
цены на
молочную
продукцию

Издержки
на сухое
молоко

Издержки
на сырое
молоко

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи 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 мог 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

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Рынок акций – Россия

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

Начальник отдела анализа акций

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

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Тилсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляк

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Лорен Мэнди

© 2008 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