

## ЮНИМИЛК Трудно быть вторым

- **Невысокие показатели за прошлый год.** Мы проанализировали отчетность компании ЮНИМИЛК за 2006 г. по МСФО и пришли к выводу, что рынок, видимо, недооценивал агрессивность стратегии развития предприятия. Программа экспансии оказалась весьма дорогостоящей: во-первых, на насыщенном рынке компания не могла воспользоваться преимуществами первопроходца, а во-вторых, акционеры отказались от привлечения финансирования за счет продажи акций. После стабилизации рынка долговых обязательств облигации компании, как мы полагаем, покажут относительно слабую ценовую динамику, и в этой связи мы не рекомендуем покупать данные инструменты на текущих уровнях. Принимая во внимание рыночную конъюнктуру, среди бумаг отрасли мы отдаем предпочтение облигациям Группы Черкизово (эта компания меньше по размеру, однако является публичной, более рентабельной и имеет меньшую долговую нагрузку).
- **Рост любой ценой.** Увеличение выручки на 36% в 2006 г. связано, прежде всего, с консолидацией новых активов. Помимо затрат на их приобретение (на эти цели ушло 11% выручки) ЮНИМИЛК инвестировал значительные средства в модернизацию производства, развитие дистрибуции, ребрендинг, обновление организационной структуры и информационных систем. Оборотный капитал заметно вырос из-за увеличения продаж через сети розничной торговли, а также в связи с предоплатой поставок молока. В результате долг компании повысился, а покрытие процентных платежей снизилось. Средневзвешенная процентная ставка в конце 2006 г. составляла 11.32%, акции основных «дочек» находились в залоге, а также предприятие нарушило некоторые дополнительные условия кредитного соглашения на небольшую сумму.
- **Последние новости.** Недавно ЮНИМИЛК получил контроль над компанией Эдельвейс – крупнейшим производителем молочной продукции в Республике Татарстан (на этот актив претендовал и Вимм-Билль-Данн). Хотя покупка может хорошо вписаться в структуру компании ЮНИМИЛК, стоимость сделки является достаточно высокой (около USD100 млн). Кроме того, покупателю придется инвестировать значительные средства в развитие сырьевой базы в Татарстане. Если сделка была профинансирована денежными средствами, то ЮНИМИЛКу, возможно, пришлось еще больше увеличить долг.
- **Повышение эффективности.** Осенью 2006 г. отпускная цена продукции ЮНИМИЛКа не изменилась из-за отказа от региональных брендов в пользу федеральных. Десятка крупнейших брендов приносит 95% выручки против 68% годом ранее, но развитие многих из них все еще требует крупных инвестиций. В 2006 г. средняя цена за килограмм продукции достигла USD0.85, превысив аналогичный показатель 2005 г. (на 13%, что соответствует инфляции). ЮНИМИЛК производит в настоящее время 1 100 наименований продукции, к концу года планируется снизить показатель на 200 единиц, а за следующий год – еще на 500. Основной завод компании (Петмол) будет выведен из центра Санкт-Петербурга (предполагаемый объем инвестиций USD62 млн); кроме того, предстоит реструктуризация системы сбыта.
- **Повод для оптимизма.** На наш взгляд, компании вряд ли удастся быстро улучшить кредитоспособность. Однако изменение структуры капитала может оказать поддержку облигациям ЮНИМИЛКа, поскольку кредиты акционеров составляют 20% совокупного долга. С точки зрения оценки бизнеса логично было бы конвертировать эту часть долга в акционерный капитал накануне стратегической продажи или публичного размещения.

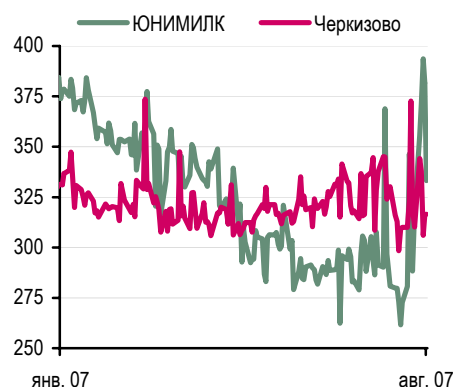
Петр Гришин, CFA  
+7 (495) 258 7789  
PGrishin@rencap.com

### Основные показатели по МСФО

USD млн, если не указано иное	2006	2005	2006 к 2005
Выручка	867.28	500.86	73.2%
Валовая прибыль	177.89	95.37	86.5%
Скорректированный EBITDA	43.09	31.96	34.8%
Валовая рентабельность	20.5%	19.0%	+1.5 п. п.
Рентабельность по EBITDA	5.0%	6.4%	-1.4 п. п.
Процентные платежи	33.85	19.54	73.3%
Капитальные вложения/EBITDA	221%	81%	--
Оборотный капитал/EBITDA	-171%	-29%	--
Совокупный долг /EBITDA	416.19	230.15	80.8%
Совокупный долг/EBITDA	9.66	7.20	--
Доля краткосрочного долга	34%	47%	--

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

### ЮНИМИЛК и Группа Черкизово: спреды облигаций относительно кривой ОФЗ, б. п.



Источники: оценки Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

#### Заместитель начальника отдела анализа акций

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

#### Банковский сектор

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

#### Химия и машиностроение

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

#### Компании второго эшелона

+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
Efaritov@rencap.com

#### Потребительский сектор

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

#### Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
Ayazykov@rencap.com

#### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
Rnash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

#### 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

#### Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
Dweaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр

#### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

#### Телекоммуникации

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

#### Украинский рынок акций, стратегия

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

#### Редакционно-издательский отдел,

##### выпуск на русском языке

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

#### Рынок долговых обязательств, стратегия

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

#### Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
Pgrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Расконов  
Наргиз Садыхова

#### 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  
Трэвис Джонс

© 2007 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