

# Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

14 июня 2006 г.

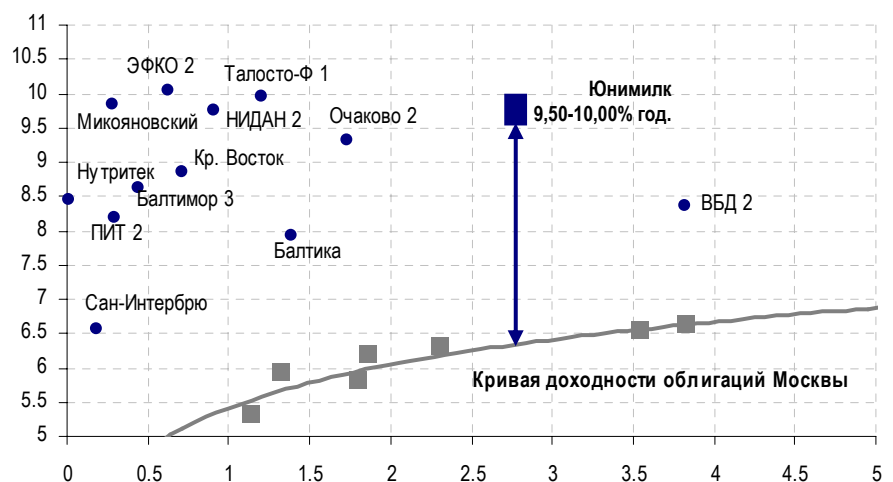
## Юнимилк: Простоквашино — это АКТУАЛЬНО

### Резюме

- Юнимилк — одна из крупнейших компаний пищевой отрасли России и Украины. По итогам 2005 г. Юнимилк занимал 9,5% российского и 14% украинского рынков молочных продуктов.
- Бренды Юнимилк «Простоквашино», «Актуаль», «Тёма», «ПЕТМОЛ» и прочие представлены во всех сегментах рынка молочной продукции.
- В 2005 г. выручка компании составила 13,2 млрд руб. (+43% к 2004 г.). В этом году, за счет включения новых предприятий и увеличения продаж на существующих мощностях, выручка вплотную приблизится к 1 млрд долл.
- Присоединение новых производственных активов позволит также реализовать «эффект масштаба», т.е. позитивно повлияет на операционную рентабельность.
- Долговая нагрузка Юнимилк постепенно снижается, хотя и остается сравнительно высокой (по итогам прошлого года долг/ЕБИТДА — 6,1х). По итогам 2006 г. соотношение долг/ЕБИТДА прогнозируется на уровне 3,5х.
- В 2005 г. цены на молочную продукцию росли примерно теми же темпами, что и цены на сырое молоко. Таким образом, крупные производители могут перенести рост издержек на конечного потребителя. Кроме того, основной рост спроса показывают сегменты продуктов с высокой добавленной стоимостью.

«Справедливый» спред Юнимилк к кривой облигаций Москвы составляет 320—370 б.п.

Оценка доходности Юнимилк 1 на 13.06.06, % год.



«Справедливый» спред облигаций Юнимилк к кривой облигаций Москвы составляет 320—370 б.п.

---

## Краткое описание эмитента

---

ОАО «Компания ЮНИМИЛК» — основная компания группы ЮНИМИЛК («Юнимилк», «Компания»), производителя молочной продукции, одной из крупнейших компаний пищевой отрасли в России и Украине.

По результатам 2005 г. общий объем продаж молочной продукции ЮНИМИЛК составил 629 тыс. тонн, что на 16% больше, чем в 2004 г. Чистая выручка компании за 2005 г. составила 13,2 млрд руб. (+43% к 2004 г.).

По данным AC Nielsen, на конец 2005 г. Юнимилк занимает 9,5% молочного рынка в натуральном выражении в России и 14% — в Украине, уступая только Вимм-Билль-Данну.

---

## Кредитная история

---

*Кредиторы — крупные российские и иностранные банки*

Основными банками-контрагентами компании являются Московский Международный Банк, Сбербанк, HVB (Украина), Уралсиб, Промсвязьбанк, Альфа-Банк, Абсолют Банк и Райффайзенбанк.

Облигационный заем — первый для компании. Около 40% от суммы привлеченных средств пойдет на рефинансирование краткосрочной задолженности Юнимилк.

---

## Акционеры

---

*Юнимилк принадлежит менеджменту*

ОАО «Компания ЮНИМИЛК» был организован в 2002 г. холдингом «Планета». В 2004 г. менеджмент компании и г-н Блох (бывший президент ОАО «Сибнефть») выкупили доли «Планеты».

На сегодняшний день контролирующими акционерами являются менеджмент Компании, в том числе Генеральный директор г-н А.А. Бесхмельницкий, и г-н А.С. Блох.

---

## Корпоративная структура

---

*В отчетности за 2005 г. — всего 10 заводов, но их количество более чем удвоится с 2006 г.*

По итогам 2005 г. отчетность Компании по МСФО консолидирует 10 производственных предприятий в России и Украине и две торговых компании. С 1 января 2006 г. в отчетность по МСФО попадут еще 13 предприятий, сделки по приобретению которых в настоящее время одобряются Федеральной антимонопольной службой. Оперативный контроль над этими предприятиями уже осуществляется менеджментом Юнимилк.

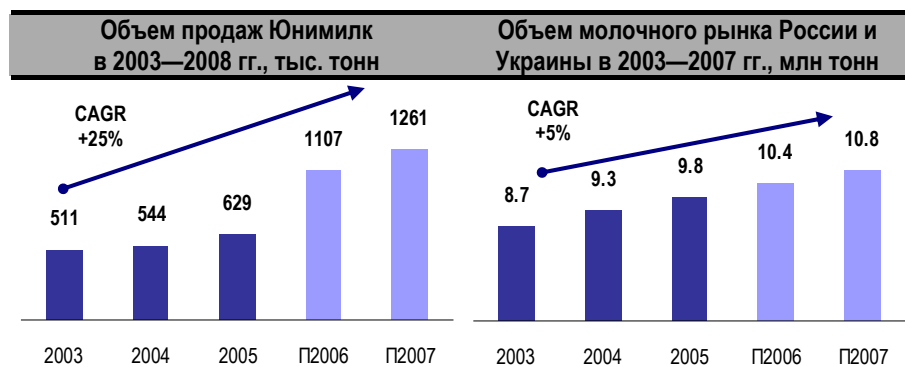
---

## Операционная деятельность

---

*Рост продаж Юнимилк — выше рынка*

Совокупный объем молочных рынков России и Украины, по данным Росстата и Юнимилк, растет примерно на 5% ежегодно (в натуральном выражении). При этом объем продаж компании в натуральном выражении за последние 2 года рос примерно на 11% в год., т.е. существенно превышал среднерыночные показатели.

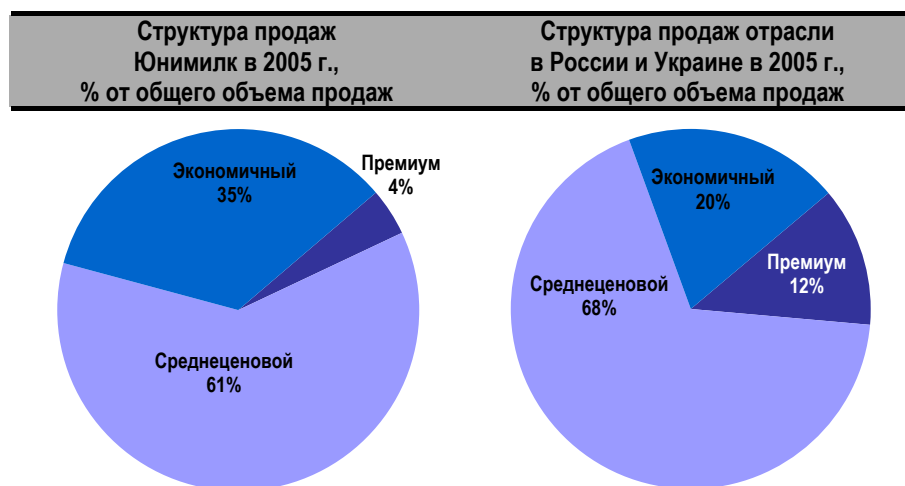


Источник: Юнимилк, Росстат, 2006—2007 гг. — прогноз

**В 2006 г. — 80% рост продаж**

Компания прогнозирует резкий рост объемов продаж в 2006 г. — почти на 80%. Этот прогноз в первую очередь базируется на интеграции результатов купленных за 2005—2006 гг. молочных заводов. Напомним, что эта сделка с формальной точки зрения пока дожидается одобрения ФАС.

Наиболее растущий сегмент на молочной рынке — высший среднеценовой. В России объем продаж в этом сегменте вырос с 25% до 32% от общего объема продаж. В этом сегменте Юнимилк представлен двумя национальными торговыми марками — «Простоквашино» и «Био-баланс».



Источник: Юнимилк, Райффайзенбанк

**Бренды компании в основном сосредоточены в среднеценовом сегменте**

**Питьевые йогурты, творог и детское питание — локомотивы роста**

Компания прогнозирует, что наиболее быстрорастущим сегментом продаж станут питьевые йогурты и творог, т.е. продукты премиум и среднеценовой категорий. При этом именно для продвижения продуктов в этих сегментах Юнимилк прикладывает наибольшие усилия.

Кроме того, по-прежнему активно будет расти сегмент детского питания, где рост рынка в следующие 2-3 года оценивается на уровне как минимум 25—30% в год. В этом секторе рынка Юнимилк представлен брендом «Тёма», под которым продается не только детская молочная продукция, но и мясные консервы, пюре и соки для детей.

Кстати, уровень маркетинговых затрат (как в относительном, так и в абсолютном размере) компании пока ниже, чем у конкурентов. На этапе становления Юнимилк большее внимание уделял отладке и построению разветвленной системы дистрибуции. При этом сравнительно недорогие рекламные кампании проводились в основном на региональной основе.

Уже на 2006 г., на фоне постепенного снижения доли постоянных производственных затрат, компания планирует повысить уровень рекламной активности — с 210 млн руб. в 2005 г. — примерно вдвое. При этом сумма затрат в относительном выражении (% от продаж) вырастет всего на 1,0—1,2% в силу прогнозируемого роста объемов продаж.

Основные национальные торговые марки Юнимилк по ценовым категориям на конец мая 2006 г.			
	Семейное потребление	Здоровье	Детские продукты
Премиум			 
Высший среднеценовой			
Низший среднеценовой			
Эконом	Село Луговое		

Источник: Юнимилк

**Юнимилк может компенсировать рост издержек за счет повышения цен**

Существенным моментом для поддержания и улучшения операционной эффективности Юнимилк является возможность повышения цен на продукцию компании для компенсации растущих издержек на сырье. История последних лет показывает, что компании это вполне по силам.

В 2005 г. средняя выручка на тонну увеличилась с 17 тыс. до 21 тыс. руб. за тонну (24%), в том числе за счет улучшения ассортимента (роста продаж в высшей среднеценовой категории при сокращении доли небрендованной продукции) — на 5%.

Таким образом, компания с лихвой компенсировала 17% рост цен на сырое молоко.

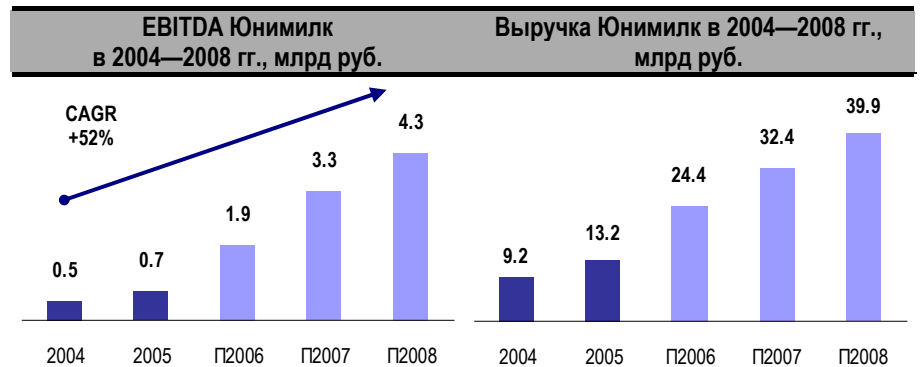
**Впервые за 15 лет в 2006 г. в стране начался рост производства сырого молока**

Кроме того, по информации «Ведомостей» и отраслевых экспертов, существенные инвестиции в сектор производства сырого молока, сделанные в последние годы, похоже, начали приносить дивиденды. В I кв. 2006 г. валовые надои молока в России впервые за последние 15 лет выросли и оказались на 0,5% выше, чем за тот же период прошлого года, подсчитали эксперты Института конъюнктуры аграрного рынка (ИКАР). Об этом же говорят и данные Росстата: 5,8 млн т в этом году против 5,78 млн т — в прошлом. Мы ожидаем, что эта новая тенденция замедлит рост цен на основное сырье Юнимилка уже в 2006 г.

## Финансовое состояние эмитента

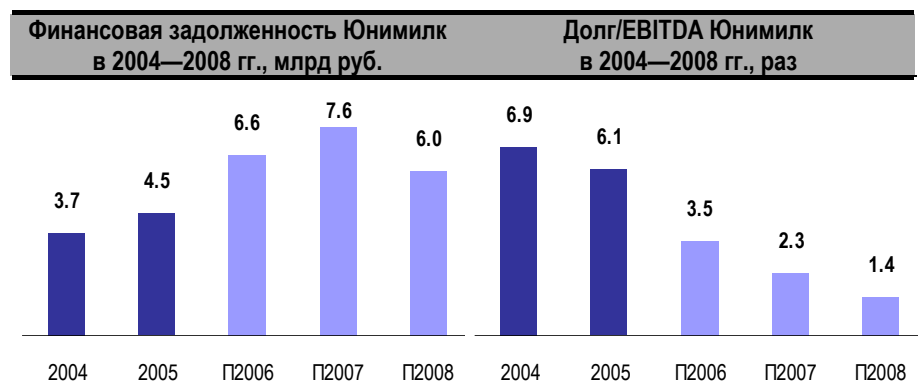
**ЕБИТДА в 2006 г. составит около 2 млрд руб.**

Резкий рост объемов производства за счет интеграции новых заводов и увеличения переработки на существующих производственных мощностях, запланированный на 2006 г., приведет к столь же существенному росту показателей ЕБИТДА.



Источник: отчетность по МСФО, 2006—2008 — прогноз (консервативный сценарий) — Юнимилк

При этом добавление указанных предприятий в группу не приведет к увеличению финансовой задолженности, так как банковские долги новых заводов уже находятся на балансе Юнимилк.



Источник: отчетность по МСФО, 2006—2008 — прогноз (консервативный сценарий) — Юнимилк

**Финансовая нагрузка постепенно снижается, в 2006 г. показатель долг/ЕБИТДА будет уже весьма близок к оптимальному**

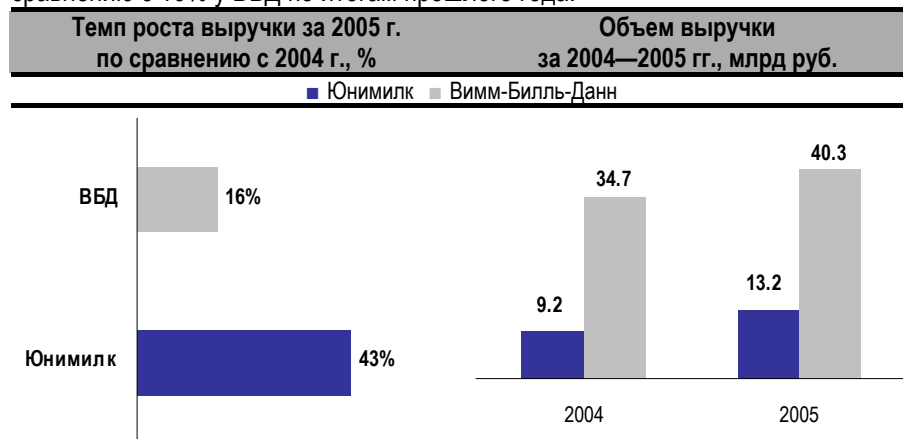
Хотя долговые показатели Юнимилк по итогам 2005 г. выглядят агрессивно, с учетом существенного роста ЕБИТДА по итогам 2006 г., относительная финансовая нагрузка продолжит снижаться. Юнимилк уже вложил более 2,5 млрд руб. в реконструкцию производственных активов, приобретенных до 2004 г. Таким образом, на сегодняшний момент реконструкция абсолютного большинства существующих производственных активов группы завершена.

Инвестиции в предприятия, приобретенные во второй половине 2005 г. и в 2006 г. будут осуществляться как за счет собственных средств, так и за счет облигационного займа 1-ой серии. По итогам 2007 г. существенного роста финансовой задолженности не планируется.

## Оценка справедливой доходности

Юнимилк — единственное крупное российское предприятие, специализирующееся на молочных продуктах и детском питании. Второй крупный российский производитель молочных продуктов — Вимм-Билль-Данн (ВБД) — занимается также производством соков. Тем не менее, сравнение двух предприятий дает базу для оценки «справедливой» доходности предстоящего выпуска.

Объем выручки ВБД (крупнейшего российского пищевого холдинга) в 3 раза больше, чем у Юнимилк. Но Юнимилк растет существенно быстрее +43% по сравнению с 16% у ВБД по итогам прошлого года.



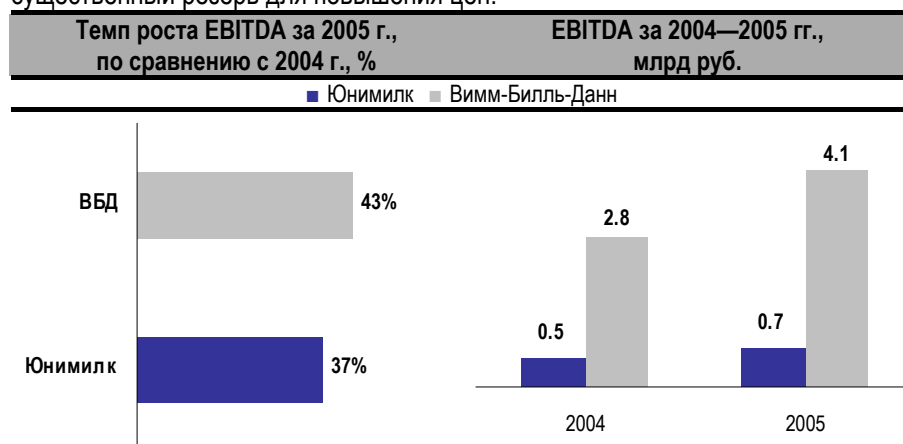
Темпы роста выручки Юнимилк в 2005 г. существенно выше, чем у ВБД

Источник: отчетность по МСФО, ВБД — ГААП

+13 предприятий и выручка в 2006 г. будет около 1 млрд долл.

При этом включение 13 новых предприятий в финансовую отчетность Компании в этом году приведет к почти 80%-ному росту выручки. Объем продаж уже в этом году должен вплотную приблизиться к отметке в 1 млрд долл. На российском рынке традиционно «размер имеет значение». Поэтому такой рост продаж может привести к переоценке спредов Юнимилк.

Юнимилк уступает ВБД по рентабельности операций по двум причинам: 1) из-за существенно большей прибыльности сокового сегмента ВБД; 2) из-за относительно более низкого уровня цен на молочную продукцию Юнимилка. Так валовая рентабельность Юнимилка составляет 18,6% против 25,4% - в молочном сегменте у ВБД. Иными словами, у Юнимилка имеется существенный резерв для повышения цен.



Рост Юнимилка — не самоцель, основная задача — улучшение рентабельности.

Источник: отчетность по МСФО, ВБД — ГААП

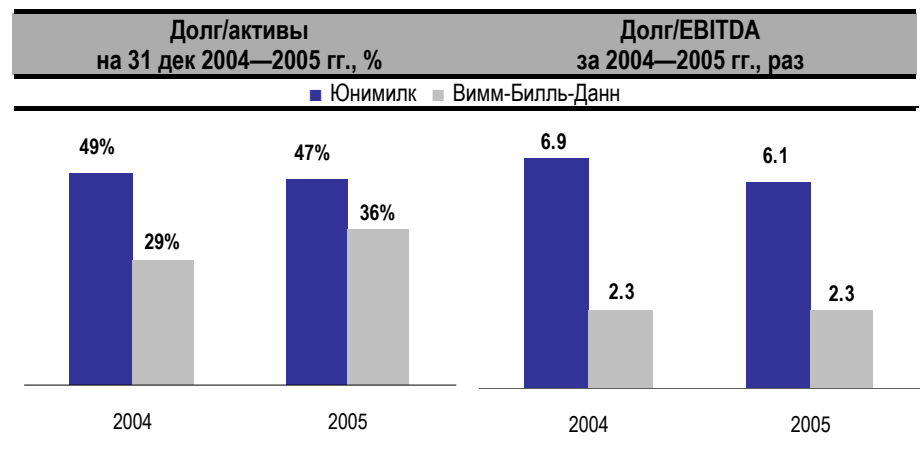
Впрочем, уже в 2006 г. показатели рентабельности EBITDA двух компаний должны существенно сближаться. Так, компания прогнозирует рост этого показателя с 6% до 8%. Основными факторами, позитивно влияющими на рост EBITDA, станут:

- Увеличение средней выручки на тонну за счет развития национальных брендов и высокомаржинальных продуктов,
- «эффект масштаба»,
- использование низкочастотного высокотехнологичного оборудования, которым была переоснащена основная масса существующих мощностей,
- снижение темпов роста цен на сырое молоко,
- за счет роста выручки.

Показатель EBITDA в этом году вплотную приблизится к 2 млрд руб.

Коэффициенты долговой нагрузки Юнимилк постепенно снижаются. Эта тенденция продолжится и в 2006 г. — в первую очередь за счет высокого темпа роста бизнеса Юнимилк.

*Долг/EBITDA Юнимилк по окончании 2005 г. снизился до 6,1 раз*



Источник: отчетность по МСФО, ВБД — ГААП

Хотя долговые коэффициенты кажутся высокими, темп роста Юнимилк в значительной степени компенсирует такую нагрузку.

### Оценка справедливого спреда

По совокупности финансовых данных мы оцениваем «справедливый» спред облигаций Юнимилк к бумагам ВБД на уровне 150—200 б.п.

Доходность некоторых рублевых корпоративных облигаций на 13 июня 2006 г.				
Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Дюрация до погашения / оферты, лет	Доходность до погашения / оферты, % год	Спред к кривой облигаций Москвы, б.п.
ВБД 2	3 000	3,8	8,40	167

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

Мы оцениваем «справедливый» размер премии бумаг Юнимилк к кривой облигаций Москвы на уровне 320—370 б.п.

## Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ООО «Юнимилк Финанс»
Поручители	ОАО «Компания ЮНИМИЛК» ОАО «Самаралакто» ОАО «Шадринский МКК» ОАО «Ялуторовскмолоко» ОАО «ПЕТМОЛ»
Номинал выпуска	2,0 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Дата размещения	22 июня 2006 г.
Срок до погашения	5 лет
Срок до оферты	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	<ul style="list-style-type: none"><li>около 40% (т.е. примерно 800 млн руб.) будет направлено на рефинансирование текущей краткосрочной задолженности;</li><li>около 60% (примерно 1,2 млрд руб.) — на финансирование капитальных вложений</li></ul>



---

**Райффайзенбанк Австрия**


---

Адрес 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1  
 Телефон 721—28—46  
 Факс 721—99—01

---

**Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций**


---

**Член правления, руководитель дирекции обслуживания корпоративных клиентов**

Павел Гурин pgourine@raiffeisen.ru

**Начальник управления корпоративного финансирования и инвестиционно—банковских операций**

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru

**Группа структурирования**

Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru  
 Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru  
 Дмитрий Румянцев droumiantev@raiffeisen.ru  
 Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru

---

**Операции на рынке корпоративных облигаций**


---

**Продажи**

Наталья Пекшева npekcheva@raiffeisen.ru (+7495) 721 36 09  
 Александр Тен aten@raiffeisen.ru (+7495) 775 52 31

**Торговые операции**

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7495) 721 99 76  
 Дмитрий Акулов dakulov@raiffeisen.ru (+7495) 721 99 76

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.