

Ключевые финансовые показатели Группы СОРУС согласно консолидированной финансовой отчетности по МСФО* на 01.07.05 и 01.07.06, млн. долл.

Показатели	01.07.2005	01.07.2006
Выручка	127.37	140.18
EBIT	5.03	9.94
EBITDA	5.38	10.44
Чистая прибыль	3.51	7.16
Валюта баланса	61.83	82.98
Собственный капитал	20.25	30.14
Платный долг	18.35	39.43
Платный долг/выручка	0.07	0.14
Платный долг/EBITDA	1.71	1.89
% к уплате/EBITDA	0.26	0.24
Рентабельность EBITDA, %	4.22	7.45
Рентабельность чистой прибыли, %	2.76	5.11
Рентабельность собств капитала, %	34.64	47.52

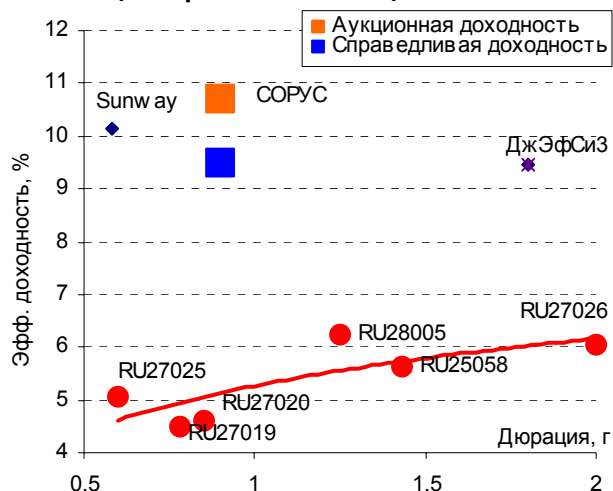
Источник: Группа СОРУС

Параметры облигационного займа

Эмитент	"СОРУС КАПИТАЛ" (ООО)
Дата размещения	ноябрь 2006
Номинал	1 000 рублей
Объем эмиссии	1200 млн. руб.
Период обращения	(1092 дней) 3 года
Оферта	1 год
Ставка купона	1й- купон на конкурсе, 2, 3, 4 равны первому, последующие - определяются Эмитентом
Количество купонных периодов	12
Торговая площадка	ММВБ
Организатор	АКБ "СОЮЗ" (ОАО)

Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)

Позиционирование облигационного займа



* Данные по отчетности по первому полугодью 2005 и 2006 гг. здесь и далее приведены в соответствии с отчетностью по МСФО, составленной Группой СОРУС, аудированной компанией ЗАО МКД, российским подразделением международной аудиторской ассоциации PKF International

РЕЗЮМЕ

9 ноября будет размещен первый выпуск облигационного займа Группы СОРУС номиналом 1.2 млрд. руб.

Группа СОРУС – одна из крупнейших в России торговых компаний, специализирующаяся на производстве, импорте и реализации плодоовощной продукции. Две трети в структуре фруктового импорта Группы занимают бананы. Активная бизнес-стратегия, вертикально интегрированная бизнес-структура на фоне умеренной долговой нагрузки характеризуют высокое кредитное качество Группы СОРУС.

Из положительных факторов кредитоспособности мы отмечаем:

- Устойчивые позиции на основном для Группы рынке фруктовой продукции;
- Умеренные показатели долговой нагрузки, в том числе, по сравнению с конкурентами по отрасли Группами «JFC» и «Sunway»;
- Низкую зависимость от сторонних поставщиков или перевозчиков, благодаря наличию собственных плантаций, судов, складских помещений и рефрижераторных автомобилей;
- Сохранение потенциала для экстенсивного развития, поскольку объем потребления фруктов в России и СНГ в 2-3 раза меньше, чем в западных странах;
- Высокую диверсификацию источников импорта, снижающую влияние сезонного фактора и позволяющую реагировать на потребности рынка;
- Высокую рентабельность капитала и активов Группы;
- Диверсификацию источников заимствования и повышение публичности за счет дебютного выпуска рублевых облигаций.

...в то же время:

Планы по большим среднесрочным инвестициям (более 50% активов) и отраслевой риск ведения бизнеса в большом числе развивающихся стран ограничивают кредитоспособность эмитента в среднесрочном плане.

Позиционирование займа

Покупка облигаций Группы СОРУС – превосходная возможность для получения премии за новое имя на рынке с хорошим кредитным качеством.

Мы оцениваем справедливую доходность к годовой оферте выпуска облигаций ООО «СОРУС КАПИТАЛ» на уровне 9.3-9.6%, но отмечаем, что на аукционе может сложиться премия «за неизвестность» около 150 б.п.

Общие сведения

Группа СОРУС, созданная в марте 1994 года, является одним из крупнейших участников российского рынка фруктов. Компания осуществляет импорт, хранение, обработку, транспортировку и реализацию овощей и фруктов на территории России. СОРУС владеет производственными мощностями, транспортно-экспедиторской компанией, складскими терминалами, имеет развитую сеть дистрибуции, в состав которой входит 13 филиалов в крупнейших региональных центрах страны.

Группе принадлежат 900 га плантаций в Эквадоре, 12 судов, складские помещения в России и за рубежом. В собственности компании находится парк рефрижераторных автомобилей, насчитывающий 10 прицепов, 20 автопоездов, 6 тягачей, сертифицированных по нормативам Евро-2.

Основным продуктом импорта Группы являются бананы (более 60%). Доля Группы СОРУС на российском банановом рынке по состоянию на середину 2006 года составляла 22%, имея аналогичную долю с более крупной по масштабу Группой Sunway и опережая прежнего лидера отрасли Группу Джей-Эф-Си (20% по сравнению с 28% в 2005 году).

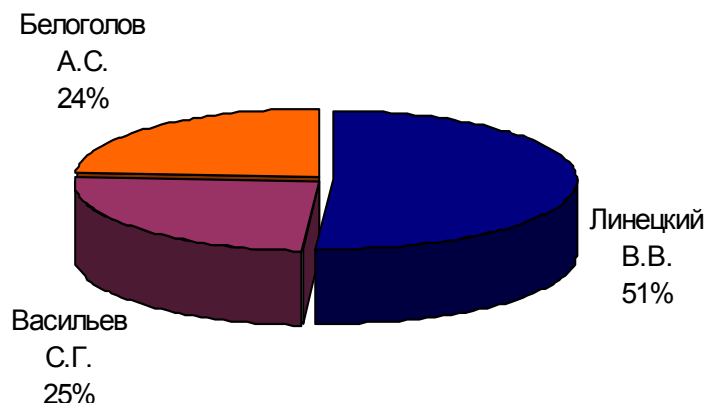
Структура собственности

Структура управления Группы прозрачна. Собственниками СОРУС являются топ - менеджеры: Линецкий В.В., Васильев С.Г., Белоголов А.С.

В состав Группы входят 14 организаций:

- материнская компания ООО «СОРУС КАПИТАЛ». Компания ООО «СОРУС КАПИТАЛ» принадлежит иностранной компании FANGORN LIMITED, резиденту Кипра (99.99%), и ЗАО «СОРУС», резиденту Российской Федерации (0.01%);
- дочерние компании – ООО «Рубикон» (100 % владение ООО «СОРУС КАПИТАЛ») и ООО «Контур» (100% владение ООО «СОРУС КАПИТАЛ»);
- другие дочерние и зависимые компании.

Структура собственности Группы СОРУС по состоянию на 01.09.2006



В соответствии с ролью и участием компаний в бизнес - цикле, все организации Группы СОРУС можно разделить на 4 группы:

- Предприятия – импортеры;
- Торговые предприятия;
- Обеспечивающие предприятия;
- Обслуживающие предприятия.

ООО «СОРУС КАПИТАЛ» - основная компания - балансодержатель Группы СОРУС. Ей принадлежит центральный складской комплекс в Санкт-Петербурге, оснащенный современным оборудованием. В собственности ООО «СОРУС КАПИТАЛ» также находятся акции ООО «Контур» и ООО «Рубикон».

ООО «Контур» - ведущий импортер Группы СОРУС, компания, которая с начала 2006 года стала осуществлять основные операции по импорту продукции в России.

ООО «Рубикон» - второй крупнейший импортер Группы СОРУС.

ООО «Тесса» - основная торговая компания Группы, через которую осуществляются все торговые операции в России.

Преимущества	Недостатки
Сильные позиции на банановом рынке России	Ограниченность инвестиционной базы
Умеренная долговая нагрузка	Малознакомое имя компании на финансовом рынке
Положительная динамика основных финансовых показателей	
Самая широкая в России филиальная сеть, развитая система дистрибуции	
Наличие собственных плантаций, морского и автомобильного транспорта	
Наличие сильного и узнаваемого бренда	
Возможности	Угрозы
Повышение диверсификации фруктового импорта	Риски ведения бизнеса в развивающихся странах
Расширение зарубежных рынков сбыта	Усиление конкуренции со стороны зарубежных компаний
Снижение производственных издержек за счет улучшения качества логистики	Риски роста масштаба производства
Сохранение потенциала для экстенсивного роста	
Диверсификация источников заимствований за счет выпуска облигационного займа	

Таблица 1. Анализ преимуществ, недостатков, возможностей и угроз (SWAT-анализ).

Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)

История группы, существенные события

- **Март 1994** - Создана первая компания Группы СОРУС. Общая численность персонала составила 8 человек, у компании была 1 охлаждаемая камера на Новорыбинской базе, а объем импорта включал 1 машину бананов в неделю из Финляндии.
- **Июль 1994** - Открытие второго склада на Калининской овощной базе.
- **Октябрь 1994** - Начало ассортиментных поставок из Голландии. Компания СОРУС осуществила закупку первого парохода яблок из Франции. Начало активной рекламной кампании.
- **1995 год** - СОРУС продолжает увеличивать объемы импорта и расширять ассортимент ввозимой продукции. Впервые компания стала осуществлять корабельные поставки цитрусовых из Греции, Турции и Уругвая. Была внедрена автоматизированная система учета движения товаров.
- **1996 год** - Создание местной сети филиалов. Происходит расширение географии закупок: Марокко, Кипр, Аргентина, Чили. Открыт первый филиал в Москве, модернизирован центральный склад на Калининской овощебазе.
- **1997 год** - Приобретение в собственность склада на Калининской базе. У СОРУС появляется новая страна поставщик фруктов - Польша. Начало крупных программных поставок бананов при одновременном увеличении объемов цитрусовых и ассортиментных продуктов.
- **1998 год** - СОРУС начинает осуществлять закупки продукции в ЮАР. Сделаны значительные инвестиции в инфраструктуру (полное обновление центрального склада).
- **2000 год** - Открытие собственной компании в Эквадоре. Разработка собственного бренда бананов и регистрация торговой марки. Приобретение в собственность первого судна.
- **2001 год** - Развитие логистической системы импорта фруктов через Новороссийск и Калининград. Начало поставок из Турции. Импорт бананов под торговой маркой "Don Carlos" в страны Восточной Европы. Развитие автотранспортного направления, обновление системы автоматизации процессов.
- **2002 год** - Существенное расширение сети филиалов, в частности открытие представительства в Казахстане. Развитие заготовительной деятельности в Вологодской области. Количество рефрижераторных судов увеличено до трех.
- **2003 год** - Приобретение в собственность двух рефрижераторных судов. Освоение новых рынков, в том числе начало поставок из Китая и Египта.
- **2004 год** - Увеличение рефрижераторного флота до 8 судов. Нарастание объемов и расширение ассортимента импортируемой продукции через порт Новороссийск. Запуск розничных проектов в некоторых городах филиальной сети. Покупка 200 га плантаций в Эквадоре.
- **2005 год** - Увеличение рефрижераторного флота до 12 судов. Активное строительство новых и модернизация имеющихся складских мощностей в регионах. Начало прямых поставок продукции из Колумбии и Коста-Рики. Приобретение 600 га плантаций в Эквадоре.
- **2006 год** - Открытие представительства в Турции. Выход компании на европейский рынок, осуществлены первые прямые поставки бананов в Европу. Установление прямых связей с производителями Пакистана. Продолжается модернизация складских мощностей в регионах.

Позиции на рынке

Емкость российского фруктового рынка ежегодно увеличивается на 15-20%. По данным USDA Foreign Agricultural Service по объемам импорта свежих фруктов Россия лидирует среди развивающихся стран и занимает 6 место в мире, уступая по этому показателю США, Великобритании, Японии, Германии и Канаде. В 2005 году в Россию было импортировано 4.3 млн. тонн фруктов. Общий объем рынка импорта составляет 2.2 млрд. долларов

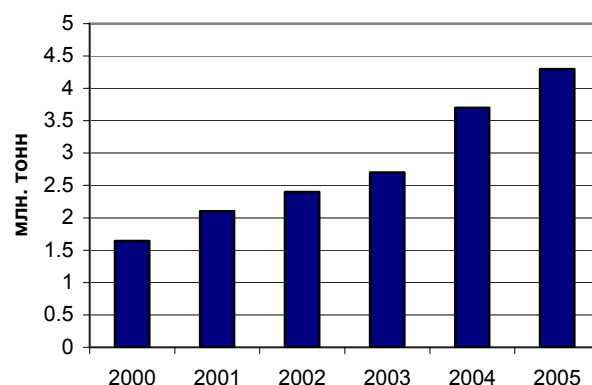
Оценивая объемы российского рынка, следует отметить, что на сегодняшний день достоверной статистики по импорту фруктов в России не существует. Более-менее полная информация по импорту аккумулируется только по морским портам, через которые ввозятся 100% декларируемые товары.

На российском рынке фруктов присутствует несколько крупных компаний. Примерно 70% российского бананового рынка делят между собой 3 компании: JFC, «СОРУС» и Sunway.

Все они были созданы более 10 лет назад. Сейчас JFC, Sunway и «СОРУС» превратились в крупнейших многопрофильных импортеров фруктов (в общей сложности они контролируют 38% фруктового рынка). По результатам 2005 года доля объема импорта бананов Группы СОРУС относительно объема российского импорта составила 22%. При этом доли российских импортеров первого уровня распределились соответственно: JFC 28% общего объема; Sunway 19% общего объема. На долю прочих участников российского рынка приходится 31% общего объема. По итогам первых пяти месяцев 2006 года можно говорить о снижении доли компании JFC. При этом доля объемов импорта Группы СОРУС сохранилась на прежнем уровне.

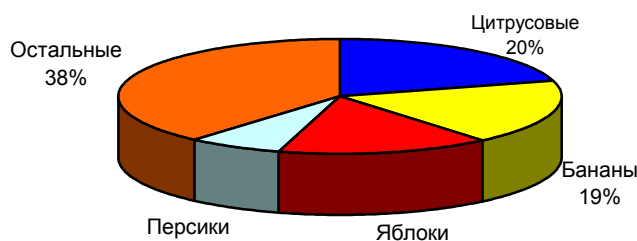
Несмотря на более крупные масштабы бизнеса у двух ближайших конкурентов (за 2005 год продажи Группы Sunway составили 289 млн. долл., Группы Джей-Эф-Си – 364 млн. долл., а Группы СОРУС – около 207 млн. долл.), мы считаем, что в среднесрочной перспективе доля Группы СОРУС на российском банановом рынке будет возрастать, в том числе, за счет приобретения дополнительных плантаций в Эквадоре, строительства складских терминалов в Москве и Сургуте, расширения флота рефрижераторных судов. В то же время, одной из тенденций российского рынка становится диверсификация потребления фруктов в пользу более дорогих и экзотических продуктов. Поэтому как необходимое условие дальнейшего развития Группы представляется диверсификация структуры импорта.

Импорт фруктов в Россию в 2000 - 2005 гг.



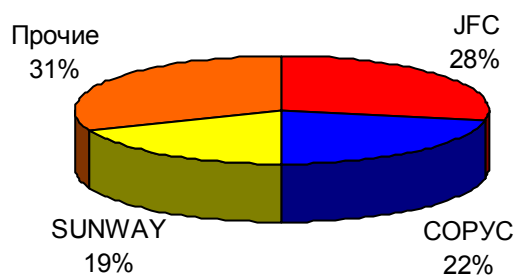
Источник: Федеральная таможенная служба, ВТА

Структура импорта фруктов в Россию в 2005 году

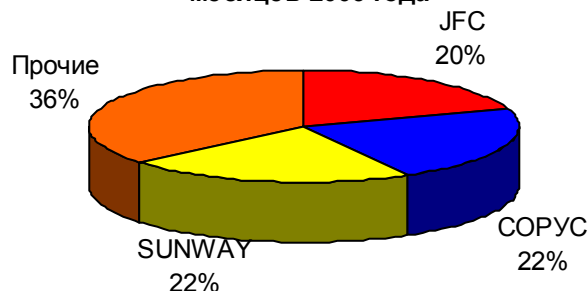


Источник: Федеральная таможенная служба, ВТА

Доля импорта бананов в 2005 году



Доля импорта бананов за первые 5 месяцев 2006 года



Операционная деятельность

Группа СОРУС занимается торговой деятельностью уже более 12 лет. Современная система логистики, постоянные инвестиции в собственный капитал позволили основателям компании организовать одну из крупнейших в России вертикально-интегрированных структур, специализирующихся на торговле фруктами.

Группа СОРУС является практически единственной компанией в России, имеющей возможность контролировать процесс на всех этапах: от момента посадки до момента продажи фруктов конечному потребителю. За последние 5 лет Группа устойчиво наращивает объемы поставок фруктов и овощей в Россию. По итогам 9 месяцев 2006 года общий объем поставок превысил 185 тыс. тонн продукции.

Технологический цикл состоит из нескольких этапов. В укрупненном виде его можно представить следующим образом:

- производство бананов;
- закупка фруктов у других компаний - производителей;
- транспортировка продукции в Россию;
- распределение продукции
- хранение и обработка фруктов
- сбыт фруктов

Группа осуществляет закупку фруктов непосредственно у производителей. Поставщиками Компании являются такие компании как Chiquita (Эквадор), Reybanpas (Эквадор), San Miguel (Аргентина), Exprofruit (Аргентина), Uniban (Колумбия), CAPESPAN (ЮАР), MFB (Марокко) и многие другие. Часть продукции поставляется с собственных плантаций Группы СОРУС в Эквадоре.

Для транспортировки используются 12 собственных рефрижераторных судна, а так же суда, находящиеся в оперативном управлении на условиях тайм – чартера. Товар поступает как в порты Санкт-Петербурга, так и Новороссийска, что позволяет значительно сократить издержки и сроки доставки продукции в регионы России.

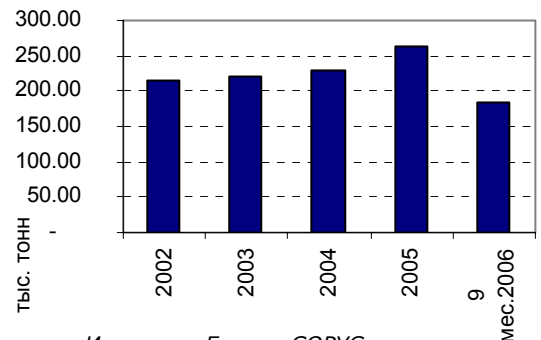
Хранение продукции осуществляется в 17 терминалах Группы СОРУС. В настоящее время общая площадь складских помещений Группы Компаний СОРУС более 60 000 кв.м, из которых 52 000 кв.м находятся в собственности компании. Складские помещения оборудованы холодильным оборудованием (38 000 кв.м.) Собственные газовочные мощности компании более составляют 143 000 коробок в неделю.

Группа СОРУС располагает одной из наиболее развитых сбытовых сетей на территории РФ, состоящую из 13 филиалов крупнейших региональных центров России. СОРУС имеет сложившийся круг постоянных клиентов, которые составляют около 90% от общего числа покупателей. Подавляющая часть розничных клиентов – это небольшие оптовые/розничные фирмы и частные лица, торгующие на рынках. В ближайшее время Группа СОРУС планирует существенно усилить работу с розничными сетями.

Для доставки продукции в филиалы используется железнодорожный транспорт. С целью сокращения сроков погрузки и оформления документов создана собственная логистическая компания (осуществляет деятельность с 2001 года, прямой договор с РЖД).

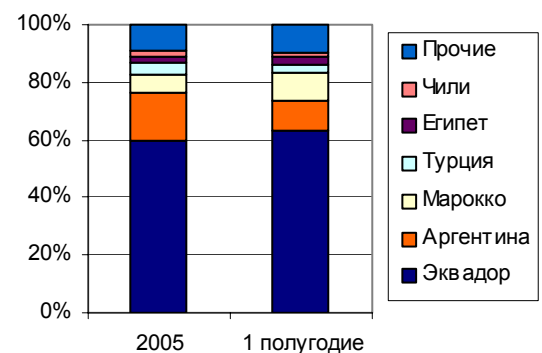
При сбыте продукции важную роль играет маркетинг. Группа СОРУС обладает известным и популярным в России собственным брендом бананов «Дон Карлос».

Динамика импорта фруктов Группой СОРУС в 2001-2006 гг.



Источник: Группа СОРУС

Структура поставок продукции по регионам в 2005 -1 полугодии 2006 гг.



Источник: Группа СОРУС

Инвестиции

Инвестиционная политика компании определяется ее стратегией и целями. В настоящее время Группа СОРУС реализует следующие инвестиционные проекты:

- Строительство складских терминалов;
- Покупка новых плантаций в Эквадоре;
- Покупка рефрижераторных судов для расширения собственного флота;
- Строительство портового комплекса в городе Кронштадт.

Таблица 2. Среднесрочные инвестиционные проекты компании.

	Млн. руб.	Млн. долларов
Строительство складского терминала в г. Сургут	140	5.2
Строительство складского терминала в г. Москва	320	12
Приобретение плантаций в Эквадоре	190	7
Покупка 2-х рефрижераторных судов	280	10.2
Всего	930	34.4

Таблица 3. Инвестиционные планы, находящиеся в стадии разработки.

	Млн. руб.	Млн. долларов
Запуск складского терминала в г. Кострома	32.4 – 20.25	1.2- 0.75
Ввод в эксплуатацию 2-й очереди складского комплекса г. Ярославль	16.2	0.6
Строительство портового комплекса г. Кронштадт	2 700	100
Всего	~2740	~101.6

Общая стоимость инвестиционной программы Группы СОРУС на ближайшие три года может превысить \$45 млн. долларов, что представляет более 50% стоимости активов (по данным аудированной отчетности Группы на 01.07.2006). Однако большая часть этих инвестиционных ресурсов будет покрыта за счет выпуска облигационного займа, что фактически позволит Группе приступить к осуществлению инвестиционных проектов уже во время обращения облигаций, улучшая, таким образом, количественные и качественные параметры бизнеса.

Финансы

	6 мес. 2005	6 мес. 2006
Выручка	127.374	140.18
Товары	-111.068	-116.707
Операционные расходы	-12.883	-15.178
Прочие доходы	2.284	2.258
Прочие расходы	-0.672	-0.604
Резервы	0.013	0.025
Убытки от обесценения	-0.014	-0.03
Прибыль от операционной деятельности (EBIT)	5.034	9.944
Рентабельность EBIT (%)	3.95	7.09
Проценты к получению	0.007	0.048
Проценты к выплате	-1.417	-2.555
EBITDA	5.37	10.39
Рентабельность EBITDA (%)	4.22	7.41
Прибыль до налогообложения	3.624	7.437
Налог на прибыль	-0.117	-0.275
Чистая прибыль	3.507	7.162

Таблица 4. Отдельные финансовые показатели аудированной консолидированной отчетности Группы СОРУС по МСФО, млн. долл.

В данном разделе представлены результаты анализа финансового состояния Группы компаний «СОРУС». Анализ проводился на основании данных аудированной промежуточной финансовой отчетности за 1 полугодие 2006 года. В консолидированную отчетность Группы включены данные материнской компании ООО «СОРУС КАПИТАЛ», ее дочерних и зависимых организаций. Аудит отчетности осуществило ЗАО «МКД», российское подразделение международной аудиторской ассоциации Pannell Kerr Foster (PKF International) в соответствии с Международными стандартами аудита.

По итогам 1 полугодия 2006 года выручка Группы «СОРУС» составила 140.18 млн. долларов (+10% по сравнению с 1 полугодием 2005 года). Прибыль от операционной деятельности за тот же период возросла на 97.5% до 9.94 млн. долларов, чистая прибыль увеличилась вдвое (+104%) до 7.16 млн. долларов. Динамика выручки и валовой маржи подвержена сезонности и влиянию конъюнктуры рынка: в летние месяцы падает спрос на товары в связи с замещением их потреблением другими продуктами. В тоже время непредсказуемо растут или падают фрахтовые затраты.

Несмотря на сезонные риски, характерные для компаний-импортеров, Группа СОРУС за последний год добилась роста основных финансовых показателей, который был обусловлен влиянием нескольких факторов. В первую очередь, ростом бизнеса Группы и соответственно закупок плодоовощной продукции за рубежом. В тоже время наблюдалось сокращение многих основных статей расходов, в том числе и расходов на закупку товаров, складских расходов.

	СОРУС*	JFC**	Sunway**
Площадь плантаций в собственности	900	800	360
Количество судов в собственности	12	7	4
Количество терминалов	17	10	8
Дистрибьюторская сеть (количество филиалов)	14	10	13
Объем продаж, млн. долл.	140.18	364	289
Рентабельность EBITDA, %	7.54	10.1	7.8
Рентабельность чистой прибыли, %	5.11	3.6	4.4
Платный долг/EBITDA	1.89	3.73	4.57
% к уплате/EBITDA	0.24	0.36	0.39

Таблица 4. Сравнение количественных и финансовых показателей СОРУС, JFC и Sunway

*данные за 1 пол. 2006 г.

**данные за 2005 г.

Профессиональное управление издержками Группы СОРУС оказало позитивное влияние на показатели эффективности. Группа СОРУС – лидер среди других российских компаний – импортеров фруктов по рентабельности чистой прибыли. За первое полугодие 2006 года этот показатель составил 5.11%,

увеличившись по сравнению с 2005 годом на 2.35%. При этом следует учитывать тот факт, что в бизнесе по торговле плодоовощной продукцией не всегда наращивание оборота будет вести к непосредственному увеличению чистого денежного потока. Поэтому в своей деятельности Группа СОРУС стремится не столько к росту абсолютной величины оборота, сколько к увеличению чистого денежного потока.

Структура активов

Структура активов Группы СОРУС соответствует структуре, характерной для торговых компаний. Основная доля (56% или 46.94 млн. долларов) приходится на текущие активы, в которых значительную часть составляет дебиторская задолженность (31% от всей суммы активов), авансовые платежи и прочие дебиторы. Еще одной значимой статьей баланса являются запасы, величина которых за год колебалась в пределах 8.8 млн. долларов.

	2005	6 мес. 2005	6 мес. 2006
<i>Нетекущие активы</i>			
Нематериальные активы	-	-	0.105
Инфраструктура, имущество и оборудование	19.520	13.536	23.707
Инвестиции	12.534	11.131	12.234
	32.054	24.667	36.046
<i>Текущие активы</i>			
Краткосрочные финансовые вложения	1.738	1.261	1.915
Запасы	7.254	8.800	8.773
Дебиторская задолженность	20.597	19.586	25.528
Авансовые платежи и прочие дебиторы	10.036	6.657	9.828
Денежные средства и эквиваленты	0.239	0.863	0.894
	39.864	37.167	46.938
Итого активы	71.918	61.834	82.984

Таблица 5. Структура активов Группы СОРУС (млн. долларов США)

Внеоборотные активы компании представлены зданиями и сооружениями в виде объектов недвижимости, расположенных в г. Санкт-Петербурге и регионах (Пензе, Тольятти, Новосибирске, Сургуте, Костроме, Ярославле), транспортными средствами (автомобили, погрузочно-разгрузочное оборудование), оборудованием (холодильное оборудование и камеры по дозариванию бананов). В консолидированной отчетности также отражена величина незавершенного строительства в виде вложений в строительство объектов недвижимости (магазинов, складских терминалов), инвестиций в виде частичных вложений в объекты недвижимости, складские помещения, камеры дозирования в различных регионах России.

Структура пассивов

Структура пассивов свидетельствует о достаточной финансовой независимости Группы СОРУС. Изменения за последний год отражают как увеличение заемных средств, так и собственных. Пассив холдинга представлен на 36% собственными средствами. В основном это уставной капитал компаний, участвующих в облигационном займе.

Обязательства Группы в сумме 52.84 млн. долларов представлены заемными долгосрочными и краткосрочными средствами и кредиторской задолженностью. К кредиторам Группы относятся поставщики продукции, прежде всего это производители бананов из Эквадора, поставщики Аргентины, Египта, Марокко, Турции.

Следует отметить, что за последние полгода наблюдается увеличение заемных средств компании, прежде всего за счет роста краткосрочных и долгосрочных займов. Новый облигационный заем будет направлен на частичное рефинансирование текущей задолженности.

	2005	6 мес. 2005	6 мес. 2006
<i>Капитал и резервы</i>			
Уставный капитал	0.000	0.000	33.240
Нераспределенная прибыль	23.008	20.245	-3.099
	23.008	20.245	30.141
<i>Долгосрочные пассивы</i>			
Долгосрочные кредиты и займы	10.475	0.152	7.646
	10.475	0.152	7.646
<i>Текущие пассивы</i>			
Краткосрочные займы	20.489	18.196	31.780
Кредиторская задолженность	14.516	22.443	12.052
Налоги к выплате	1.903	0.059	0.038
Авансы полученные	1.527	0.739	1.327
	38.435	41.437	45.197
<i>Чистые текущие активы/пассивы</i>	1.429	-4.270	1.741
Итого собственный капитал и обязательства	71.918	61.834	82.984

Таблица 6. Структура пассивов Группы СОРУС (млн. долларов США)

Долговая нагрузка

На текущий момент долговая нагрузка Группы СОРУС не значительна. И абсолютные, и относительные показатели долга свидетельствуют о том, что Группа имеет значительный потенциал по увеличению задолженности.

Кредитный портфель СОРУС сформирован в основном за счет краткосрочных кредитов. Среди банков-контрагентов, работающих с компанией выделяются: ОАО «Промышленно-строительный банк», ОАО КБ «ВИЗАВИ», ОАО «Сберегательный банк РФ».

Показатели долговой нагрузки	1 полугодие 2005	1 полугодие 2006
Платный долг	18.35	39.43
долгосрочный долг	0.15	7.65
краткосрочный долг	18.20	31.78
Платный долг/OpFCF	12.57	1.92
Платный долг/выручка	0.07	0.14
Платный долг/валовые активы	0.30	0.48
Платный долг/EBIT	1.82	1.98
Платный долг/EBITDA	1.71	1.89
% к уплате/EBITDA	0.26	0.25

Таблица 7. Показатели долговой нагрузки

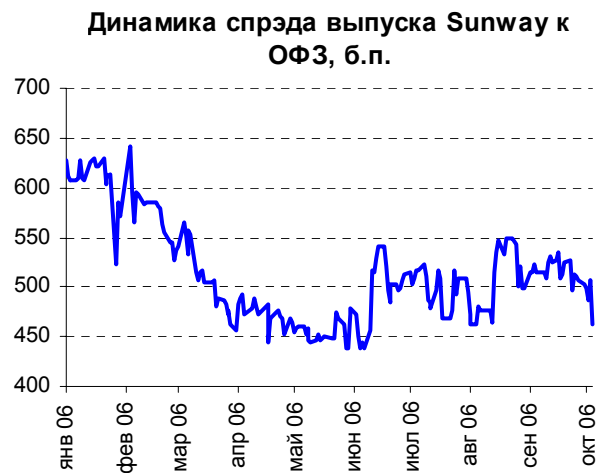
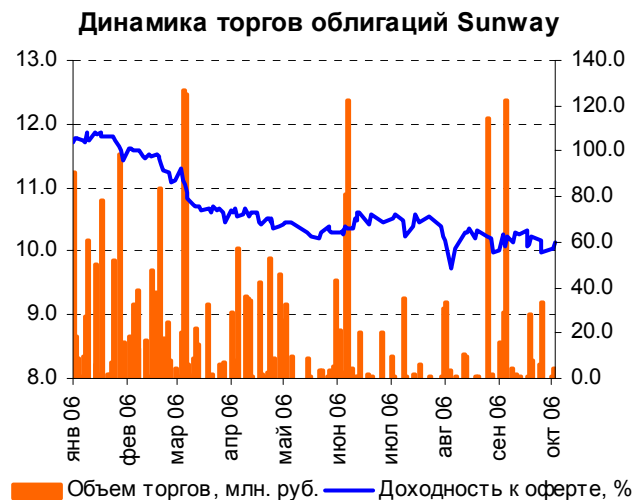
Следует также обратить внимание на то, что Группа СОРУС обладает самой низкой долговой нагрузкой по сравнению с ближайшими конкурентами Группой «Sunway» и Группой «JFC». Отношение платного долга к выручке – 0.14 и платного долга к EBITDA 1.89. Последний показатель у Групп «Sunway» и «JFC» за 2005 год составил 4.57 и 3.73 соответственно (Таблица 4.)

С учетом размещения облигационного займа показатели долговой нагрузки увеличатся, однако останутся на приемлемом уровне. В частности, по нашим прогнозам, отношение платного долга к выручке увеличится с 0.14 до 0.22, а платного долга к EBITDA с 1.89 до 3.06, по-прежнему оставаясь ниже аналогичных показателей групп JFC и Sunway (согласно их отчетности за 2005 год).

Позиционирование на рынке

9 ноября 2006 года состоится размещение 1^{го} выпуска облигаций ООО «СОРУС-КАПИТАЛ». Объем выпуска составит 1.2 млрд. руб., срок обращения 3 года с годовой офертой.

В настоящее время на вторичном рынке рублевых облигаций обращается 2 выпуска (и один в стадии регистрации отчета об итогах размещения) эмитентов – представителей фруктовых импортеров, Группы JFC и Группы «Sunway». При этом лишь JFC уже не является дебютантом на рынке, разместив в конце октября 2006 года третий облигационный заем на 2 млрд. руб. с 2-летней офертой и эффективной доходностью 9.46% годовых. Среднедневной биржевой оборот у дебютного выпуска Группы «Sunway» и второго выпуска Группы JFC с момента выхода их облигаций на вторичный рынок составляет около 20 млн. руб., не уступая, таким образом, по ликвидности другим представителям «второго эшелона». Представляет интерес анализ вторичного обращения облигаций Группы «Sunway» с точки зрения того, что ее выпуск также был дебютным при размещении в декабре 2005 года.



С момента выпуска спред облигаций Группы «Sunway» к ОФЗ сократился более, чем на 150 б.п. С июня 2006 года волатильность спреда облигаций «Sunway» к ОФЗ возросла, но это объясняется исключительно динамикой низколиквидных коротких выпусков государственных бумаг, поскольку доходность «Sunway» в этот период продолжала снижаться.

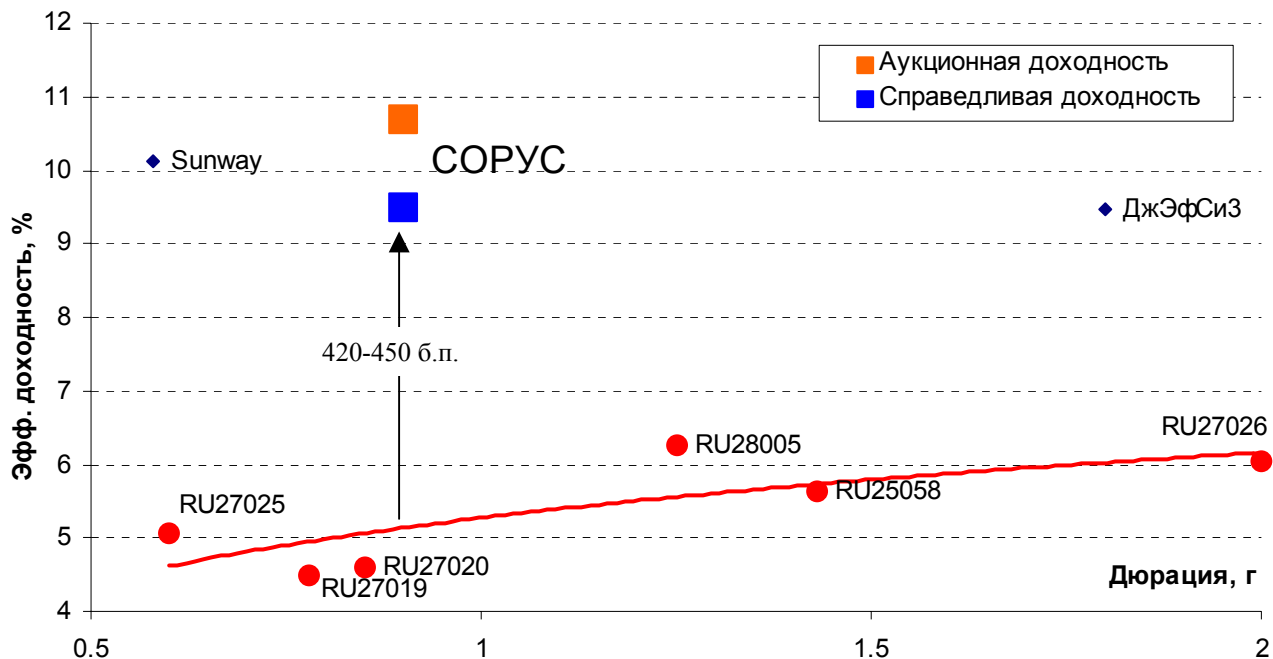
С учетом нашего мнения о том, что по своей кредитной истории ООО «СОРУС КАПИТАЛ» несколько уступает Группе «JFC», но по кредитному качеству сопоставим с Группой «JFC» и превосходит Группу «Sunway», доходность выпуска эмитента находится между доходностью бумаг «JFC» и «Sunway».

Справедливый уровень спреда к ОФЗ для выпуска Sunway на основе его динамики (см. график) на наш взгляд находится на уровне 450-500 б.п.

При размещении третьего выпуска облигаций JFC спред к ОФЗ составил 350 б.п.

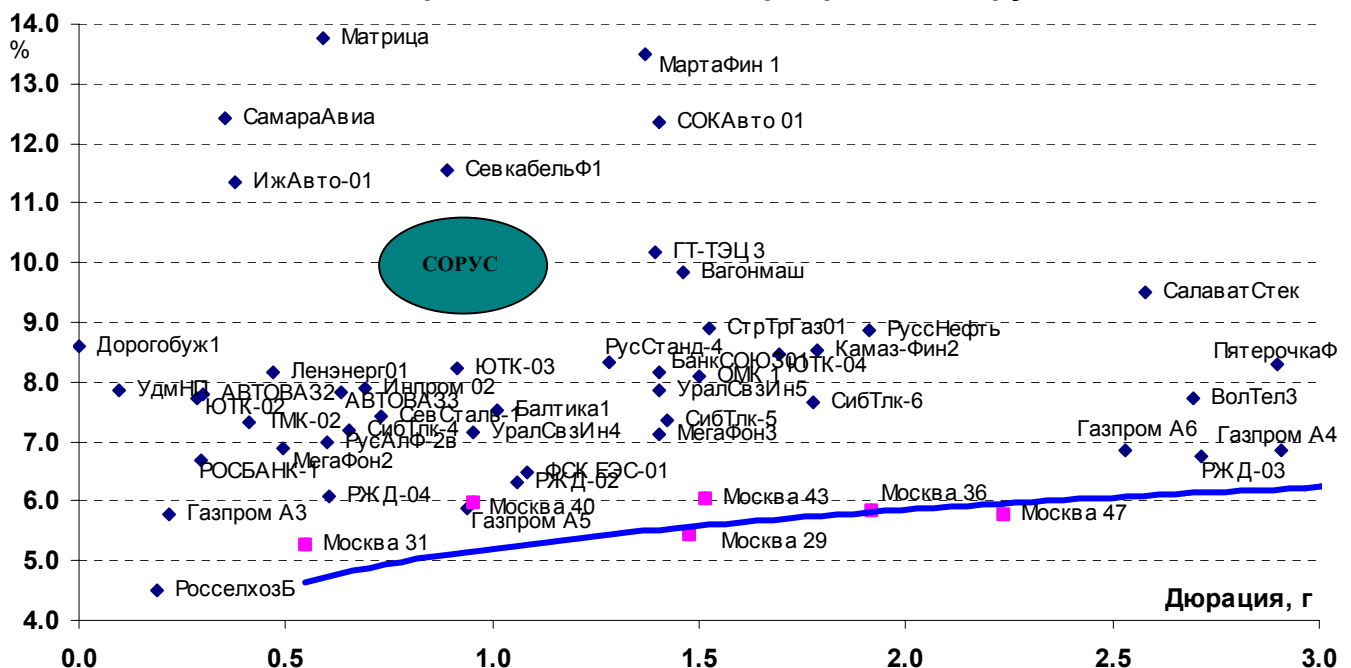
Соответственно, справедливый уровень спреда выпуска СОРУС будет лежать в диапазоне 350-500 б.п. По нашим оценкам, его значение в размере 420-450 б.п. отражает кредитные риски эмитента относительно JFC и Sunway. В результате, справедливая доходность облигационного займа СОРУС составляет 9.3-9.6% годовых. На аукционе возможно доходность составит порядка 10.8-10.9% годовых, что предполагает премию в размере примерно 150 б.п. К слову, именно на 150 б.п. сжался спред выпуска Sunway к ОФЗ. Это значение можно рассматривать как своеобразную премию за «дебют».

Соответственно, справедливый спред 1го выпуска Группы СОРУС составляет 420-450 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности 9.3-9.6% годовых (купон 8.99-9.27% годовых). Но на аукционе инвесторы могут рассчитывать на премию «за неизвестность» около 150 б.п.



На кривой рублевых корпоративных облигаций наблюдается дефицит выпусков с хорошим кредитным качеством в той области дюрации и доходности, которую представляют облигации Группы СОРУС, поэтому приобретение ее долгов может служить хорошей торговой идеей для диверсификации рыночного риска.

Кривая доходности корпоративных рублевых облигаций



По масштабу бизнеса Группы «JFC» и «Sunway» (их продажи, по данным консолидированной аудированной отчетности за 2005 год, составили 364 млн. долл. и 289 млн. долл. соответственно) опережают СОРУС (продажи \$207 млн. за 2005 год). Однако по рентабельности активов и чистой прибыли, а также показателям долговой нагрузки Группа СОРУС выглядит более привлекательной. Сохраняющиеся возможности для экстенсивного развития Группы СОРУС позволят увеличить ей объемы продаж без значительного ущерба для кредитных параметров, что также является основанием для снижения доходности облигаций Группы на вторичном рынке.

Приложение 1. Основные финансовые показатели Группы компаний «СОРУС» (млн. долл.)

Финансовые показатели	1 полугодие 2005	1 полугодие 2006
Выручка	127.37	140.18
EBIT	5.03	9.94
EBITDA	5.38	10.44
Чистая прибыль	3.51	7.16
Валюта баланса	61.83	82.98
Собственный капитал	20.25	30.14
Показатели долговой нагрузки		
Платный долг	18.35	39.43
долгосрочный долг	0.15	7.65
краткосрочный долг	18.20	31.78
Платный долг/OpFCF	12.57	1.92
Платный долг/выручка	0.07	0.14
Платный долг/валовые активы	0.30	0.48
Платный долг/EBIT	1.82	1.98
Платный долг/EBITDA	1.71	1.89
% к уплате/EBITDA	0.26	0.24
Показатели рентабельности		
Рентабельность EBIT, %	3.95	7.09
Рентабельность EBITDA, %	4.22	7.45
Рентабельность чистой прибыли, %	2.76	5.11
Рентабельность активов, %	16.28	23.97
Рентабельность собств капитала, %	34.64	47.52
Показатели ликвидности		
Коэффициент текущей ликвидности	0.90	1.04
Коэффициент мгновенной ликвидности	0.52	0.63
Коэффициент наличной ликвидности	0.05	0.06
Показатели деловой активности		
Оборачиваемость активов (дней)	88.59	108.00
Оборачиваемость оборотного капитала (дней)	53.25	61.11
Оборачиваемость дебиторской задолженности (дней)	28.06	33.23
Оборачиваемость кредиторской задолженности (дней)	32.16	15.69

Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель председателя Правления		
Рукавишников Алексей Михайлович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyansG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
Операции на фондовых рынках		
Спасскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Денежные рынки		
Тихонов Денис	Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний или/и их ценных бумаг или рынков или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагает полноты изложения информации. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, представленная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний и/или намереваться приобрести такие доли капитала и/или выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуг упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации. Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа. По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00.