

Егор Федоров  
Fedorov\_EY@mmbank.ru

## Группа компаний «Техносила»: кредитный профиль эмитента

Эмитент	ООО "Техносила-Инвест"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	2000
Гос. номер	4-01-36140-R
Дата начала размещения	01.06.2006
Ставка купона, %	10.0%
Срок обращения, лет	4 года
Оферта	2.0 года
Дата оферты	29.05.2008
Дата погашения	26.05.2011
Поручители	ООО "СПЕКТР", ООО "Грейт-Б"
Организатор(ы)	Банк Москвы
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.tehnosila.ru

Источники: эмиссионные документы, Банк Москвы



### Отчет о прибылях и убытках, млн. долл.

	2006	2007	2008П
Выручка	1 012.1	1 398.5	2 312.8
Операционная прибыль	48.0	97.5	102.7
ЕБИТДА	61.1	118.5	140.9
Чистая прибыль	13.1	43.4	8.1
Операционная рентабельность	4.7%	7.0%	4.4%
Рентабельность по ЕБИТДА	6.0%	8.5%	6.1%
Чистая рентабельность	1.3%	3.1%	0.4%

### Баланс, млн. долл.

	2006	2007	2008П
Дебиторская задолженность	8	61	120
Запасы	282	390	517
Кредиторская задолженность	114	210	358
Краткосрочный долг	184	224	364
Долгосрочный долг	78	181	213
Капитал и резервы	92	256	235
Итого активы	468	871	1 170

### Общие характеристики долга

	2006	2007	2008П
Совокупный долг	261.7	405.2	577.3
Чистый долг	215.0	302.1	499.9
Совокупный долг/ Активы	56%	47%	49%
Чистый долг/ Активы	46%	35%	43%
Совокупный долг/ ЕБИТДА	4.3	3.4	4.1
Чистый долг/ ЕБИТДА	3.5	2.5	3.5
ЕБИТДА/ Процентные платежи	3.0	4.0	3.4
Совокупный долг/ Капитал	2.9	1.6	2.5
Долгоср. долг/ Совокупный долг	30%	45%	37%

Источники: отчетность компании, расчеты Банка Москвы

### Кредитное событие

Согласно условиям эмиссии 29 мая 2008 г., Группе компаний «Техносила» (далее – компания, Группа или Техносила) необходимо исполнить свои обязательства по досрочному выкупу облигаций у их владельцев. Объем выпуска – 2.0 млрд руб.

### Цель обзора

- Представление и оценка последних ключевых финансовых и операционных показателей бизнеса Техносилы за 2007 год по состоянию на начало мая 2008 г.
- Оценка кредитного качества Группы и оценка справедливого спреда и доходности облигаций.

### Кредитное заключение

Кредитный профиль Группы «Техносила» представляется весьма здоровым с точки зрения финансовых и операционных рисков. Компании удается удачно выстраивать стратегию, сохраняя долю на растущем рынке бытовой электроники и лидирующие позиции по уровню рентабельности. Несмотря на впечатляющие темпы роста бизнеса, Группа взвешенно подходит к вопросам финансирования инвестиционной программы и использования заемных средств. Показатели долговой нагрузки являются умеренными для розничных сетей. Отношение Совокупный долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. составило 3.4х и, по планам компании, немного увеличится в 2008 г. – до 4.1х.

### Ключевые риски

Среди ключевых рисков, влияющих на бизнес компании, в настоящий момент можно выделить три главных: налоговый риск, рост конкуренции и влияние кризиса ликвидности. Предъявление налоговых претензий ряду компаний сектора непродуктовых розничных сетей привело к росту налоговых рисков всего сектора в глазах большинства инвесторов. В то же время, данные риски игнорируются портфельными и стратегическими инвесторами, M&A активность которых существенно возросла. Ключевой аргумент в пользу последних сделок – локальная составляющая налоговых рисков отдельных компаний. В настоящее время менеджмент компании прилагает максимум усилий для минимизации потенциальных налоговых рисков.

Несмотря на риски, присутствующие в отрасли, и негативный информационный фон, Группа «Техносила» продолжает уверенно развиваться:

- среднегодовой рост выручки с 2003 по 2007 гг. составил 31 %;
- продолжается непрерывный товарный рост;
- не прерывается расширение сети магазинов.

### Инвестиционное заключение

Хорошие темпы роста, относительно высокая рентабельность и сбалансированный кредитный профиль компании создают весьма приятное впечатление. Справедливый уровень доходности облигаций Техносилы можно оценить в 12.5-13.0 % годовых. Данный уровень не включает оценку дополнительной премии, которую могут потребовать инвесторы за отраслевые риски, и премию за конъюнктуру – например, при прохождении ближайшей оферты.

### Сильные стороны компании:

- узнаваемый бренд,
- развитую региональную и франчайзинговую сеть,
- устойчивые позиции на растущем рынке,
- умеренную долговую нагрузку,
- высокую рентабельность сектора
- свободную от обеспечения недвижимость

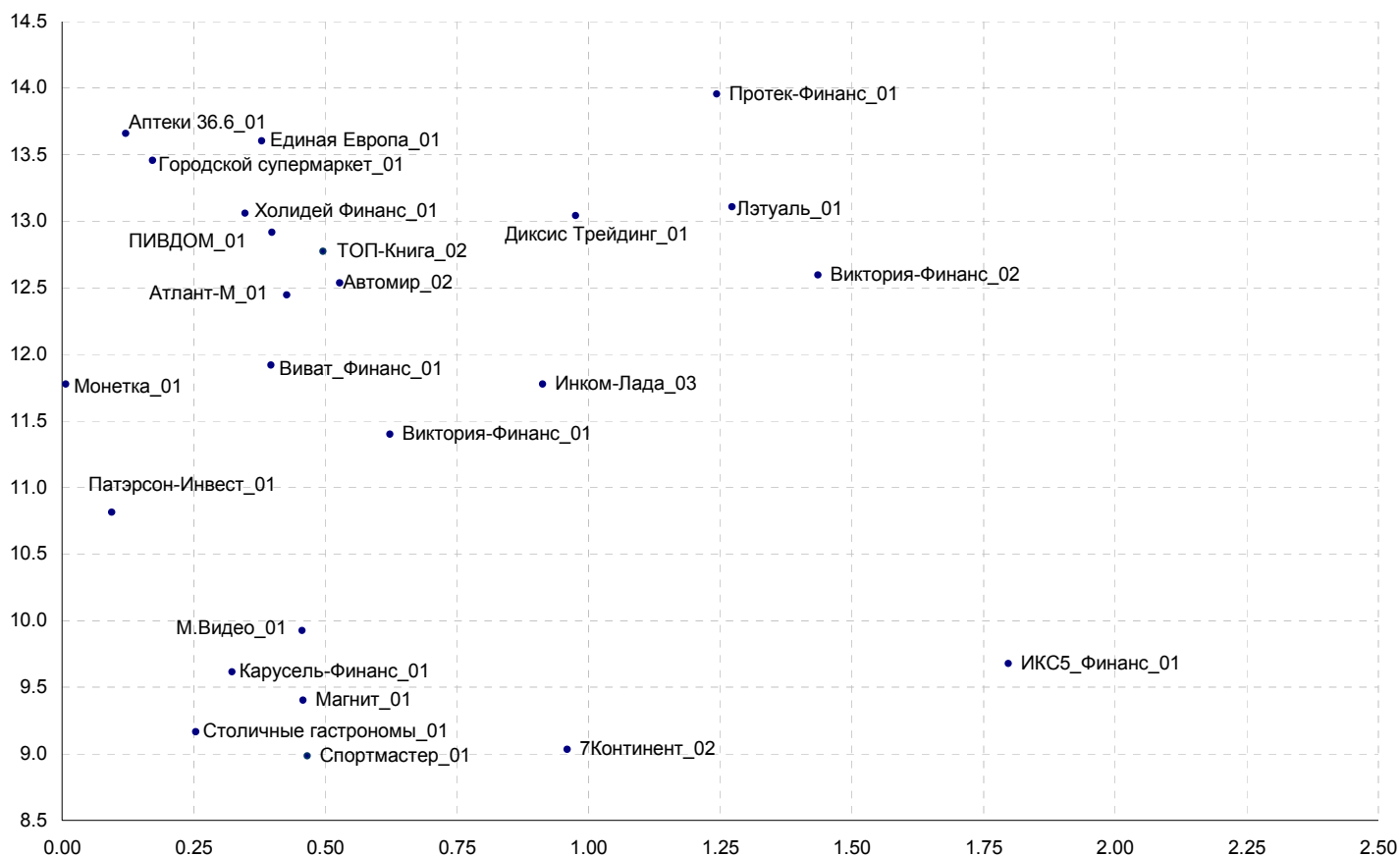
### Основные угрозы:

- высокие риски отрасли,
- рост конкуренции, снижение рентабельности,
- ограничение предложения со стороны девелоперов,
- замедление роста сети.

## Содержание

Развитие бизнеса.....	3
Фонд торговых площадей и недвижимость .....	5
Анализ финансовых показателей и прогнозы .....	6
Кредитный портфель.....	10
Ключевые риски.....	10
Мероприятия по минимизации рисков: .....	11
Сравнение с аналогами.....	12
Позиционирование выпуска.....	13

## Кривая доходности облигаций розничных сетей



Источники: ММББ, Расчеты Банка Москвы

Отчетность в млн. \$	М.Видео		Группа МИР			Техносила			
	IFRS 2005	IFRS 2006	mng. 2005	mng. 2006	mng. 2007	mng. 2005	mng. 2006	mng. 2007	mng. 2008П
Выручка	1 201.7	1 334.0	377.0	533.7	657.1	599.8	1 012.1	1 398.5	2 312.8
ЕБИТДА	63.2	53.2	22.5	32.8	34.0	42.3	61.1	118.5	140.9
Чистые процентные расходы	12.4	15.1	8.9	13.4	18.5	8.9	20.6	29.7	41.1
Чистая прибыль	44.8	14.6	7.0	7.9	3.5	22.1	13.1	43.4	8.1
Рентабельность по ЕБИТДА	5.3%	4.0%	6.0%	6.1%	5.2%	7.1%	6.0%	8.5%	6.1%
Итого активы	418.8	593.1	215.8	314.6	358.6	345.1	467.8	870.7	1 169.9
Совокупный долг	217.9	267.4	126.1	185.1	166.4	179.0	261.7	405.2	577.3
Чистый долг/ Активы	52.0%	45.1%	58.4%	58.9%	46.4%	51.9%	56.0%	46.5%	49.3%
Чистый долг/ ЕБИТДА	3.4x	5.0x	5.6x	5.7x	4.9x	4.2x	4.3x	3.4x	4.1x
ЕБИТДА/ Процентные платежи	5.1x	3.5x	2.5x	2.4x	1.8x	4.8x	3.0x	4.0x	3.4x
CF	-75.8	-112.4	-14.0	-41.1	42.9	-55.0	31.4	-1.2	8.7

Источники: данные компаний, Банк Москвы

## Развитие бизнеса

Группа компаний «СВ» (далее – компания, Группа, Техносила или Группа «Техносила») действует под брендом «Техносила» и является одним из четырех лидеров розничной торговли бытовой техникой и электроникой на российском рынке. Магазины Группы осуществляют реализацию аудио-видео техники, крупной и мелкой бытовой техники. По данным независимого исследования РБК, доля Группы «Техносила» в 2007 году на рынке БТЭ составила 8.2 %

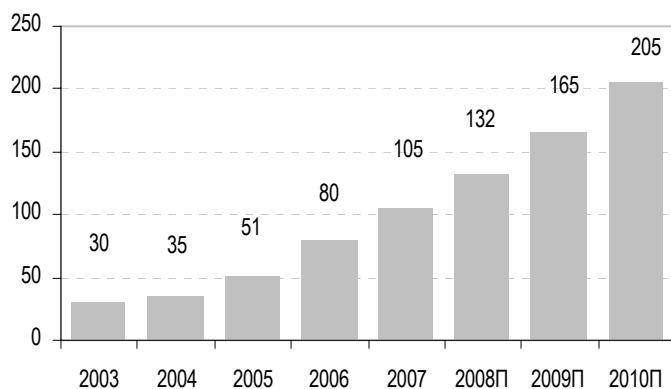
В 2007 г. выручка компании от продажи товаров достигла \$ 1.4 млрд, увеличившись на 38.2 % по сравнению с 2006 г. Среднегодовой рост выручки за 2003-2007 гг. составил 31 %. По планам компании, в 2008 г. выручка должна составить порядка \$ 2.3 млрд. Общая численность персонала по состоянию на 01.01.2008 – 10 тыс. чел.

Торговая сеть оперирует магазинами в формате гипермаркетов самообслуживания. Гипермаркеты преимущественно расположены в крупнейших торговых центрах, а их торговая площадь занимает от 2 000 до 6 000 кв. м. По состоянию на начало 2008 г. число ассортиментных позиций составляло порядка 25 тыс. наименований, в т. ч. всемирно известных производителей техники и электроники, таких как: Sony, Electrolux, Panasonic, Toshiba, Merloni, Phillips, Sharp, Nikon, JVC и др.

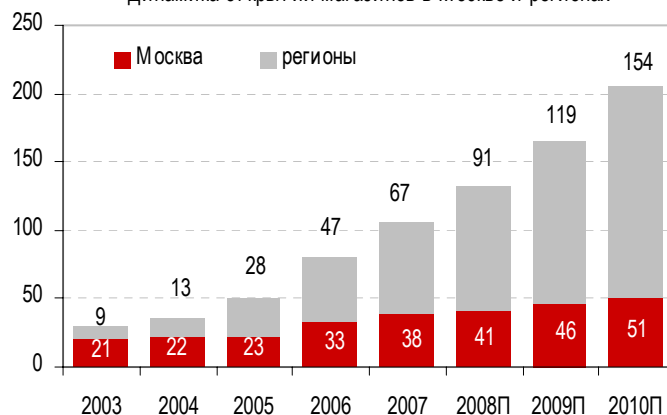
По состоянию на начало мая 2008 г. торговая сеть компании насчитывала 141 магазин, из которых 25 объектов недвижимости находилось в собственности. Планируется, что к концу 2008 г. количество собственных магазинов составит 132 (с учетом закрытия магазинов, не отвечающих требованиям нового формата и концепции). Техносила активно расширяет свое присутствие в регионах. Так, по планам компании, число собственных магазинов в регионах должно вырасти с 67 в 2007 г. до 91 в 2008 г., 119 в 2009 г. и 154 в 2010 г.

Группа также активно развивает франчайзинговую сеть, делая ставку на региональное присутствие. В настоящее время по франчайзинговой схеме работает 114 магазинов. Рост франчайзинговой сети также позволяет активно наращивать региональное присутствие.

Расширение сети "Техносила", магазинов ( шт. )



Динамика отк рыва магазинов в Москве и регионах



Источники: данные компании

### Планы компании

В начале 2008 г. по решению акционеров Группы «Техносила» произошли изменения в составе руководства компании. Перед новым менеджментом встала задача реструктуризации компании. Одной из целей данной стратегии является повышение прозрачности и рентабельности бизнеса.

В настоящее время Группа проводит консультации по модернизации бизнес-стратегии с фирмой Accenture. Совместно с консультантами фирмы разработан детальный план трансформации бизнеса на 2008-2010 гг., включающий в частности изменение концепта магазина, повышение уровня сервиса и модернизацию ассортиментной линейки. Большое значение также придается развитию Интернет-проекта.

В феврале 2008 г. было принято решение о реструктуризации активов, входящих в Группу компаний «СВ». В состав нового холдинга войдут компании четырех направлений:

- 1) розничного, представленного сетью «Техносила»;
- 2) девелоперского – компания «ТС Девелопмент»;
- 3) логистического (компания еще не создана);
- 4) банковского – АКБ «Славпромбанк».

По мере осуществления стратегии предполагается:

- Концентрация собственного бизнеса компании в сегменте «гипермаркеты», в то время как магазины небольшого формата перейдут к франчайзи.
- Изменение пропорции товарного оборота в сторону увеличения локальных закупок за счет снижения импортных сделок.
- Переход Группы на составление отчетности по МСФО с 2008 г. Консультантом Группы назначена компания Deloitte.
- Дальнейшее развитие Интернет-проекта компании. Снижение торговых издержек позволяет более эффективно конкурировать с мелкими локальными игроками.

В случае успешной реализации стратегии в 2009 г. компания не исключает, что будет рассматриваться вопрос о продаже доли бизнеса портфельным инвесторам в рамках частного закрытого или публичного открытого размещения.

#### Инвестиционная программа

Реструктуризация компании вкупе с активным развитием франчайзинговой программы и региональной экспансией потребуют капитальных вложений. В начале 2008 г. президент компании Вячеслав Зайцев оценивал необходимые инвестиции в размере \$ 500 млн в период с 2007 по 2010 гг.

#### Рыночная позиция

Группа «Техносила» – один из четырех лидеров розничной торговли бытовой техникой и электроникой на российском рынке. По данным независимого исследования РБК, доля Техносилы на рынке БТЭ составила 8.2 %. Компания позиционирует себя как сеть магазинов для сегмента mass market с широким ассортиментом товара и сопутствующих услуг.

Группа проводит активную рекламную политику и постоянно повышает уровень качества обслуживания. По данным компании, инвестиции в развитие персонала (тренинги и обучение) составили в 2007 г. около \$ 11.4 млн. Затраты на рекламу в 2008 г. планируются в размере \$ 42 млн.

#### Динамика рыночной доли, %

	2005	2006	2007	2008П
ТВ-аудио	8.7%	12.2%	10.1%	10.0%
МБТ	5.5%	9.9%	8.3%	8.0%
КБТ	6.1%	10.2%	8.0%	7.0%

Источники: данные компании

#### Развитие розничной сети: ставка на регионы и франчайзинговую сеть

Ключевыми аспектами развития Группы являются развитие франчайзинговой программы и ставка на региональную экспансию. В силу этого доля московских магазинов в региональной структуре Техносилы постепенно снижается – по состоянию на апрель 2008 г. она составила порядка 37 % по сравнению с 42 % в январе 2007 г.

Наибольшее внимание Группа уделяет Сибирскому региону, где открыто 14 собственных и 19 франчайзинговых магазинов. Согласно стратегии развития компании, магазины по франчайзинговым программам открываются в городах с населением менее 100 тыс. человек.

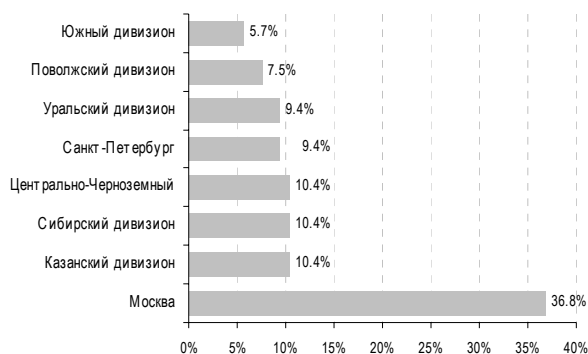
В планы по развитию региональной сети встраивается проект Интернет-магазина, который должен конкурировать с локальными сервисами. На сегодняшний день Интернет-магазин работает в Москве, Санкт-Петербурге и ряде крупных городов с населением свыше 1 млн чел. По данным компании, в 2007 г. оборот Интернет-магазина составил порядка \$ 31.9 млн.

#### Распределение магазинов по территориальному признаку

	янв 2007	янв 2008	апр 2008
Москва	42.0%	36.8%	36.8%
Казанский дивизион	3.7%	10.4%	10.4%
Сибирский дивизион	9.9%	10.4%	10.4%
Центрально-Черноземный	7.4%	9.4%	10.4%
Санкт-Петербург	8.6%	10.4%	9.4%
Уральский дивизион	8.6%	9.4%	9.4%
Поволжский дивизион	11.1%	7.5%	7.5%
Южный дивизион	8.6%	5.7%	5.7%
другие	0.1%	0.0%	0.0%

Источники: данные компании

Распределение магазинов по территориальному признаку, апр 2008



Источники: данные компании

**Фонд торговых площадей и недвижимость**

По оценке агентства «Росэкспертиза» стоимость объектов недвижимости по состоянию на апрель 2008 г. составляла \$ 242.8 млн (+58 % к апрелю 2007 г.). Стоит подчеркнуть, что все объекты недвижимости, находящиеся в собственности компании, за исключением недостроенных объектов, свободны от залога.

С точки зрения кредиторов данный фактор является дополнительным «обеспечением» кредитного профиля компании. Большая часть объектов находится на балансе ООО «Кверкус-Крафт». По состоянию на апрель 2008 г. стоимость объектов компании была оценена в \$ 135 млн. Стоимость объектов на балансе одного из поручителей по облигационному займу – ООО «Грейт-Б» – составляла около \$ 108 млн.

**Стоимость объектов недвижимости в собственности, млн. долл.**

	апр.07	май.08	год к году, %
ООО "Грейт-Б"	34.15	107.8	216%
ООО "Кверкус - Крафт"	119.76	135.00	13%
<b>Всего</b>	<b>153.9</b>	<b>242.8</b>	<b>58%</b>

Источники: Росэкспертиза, данные компании

**Фонд торговых площадей действующих магазинов Группы "Техносила"****Общая торговая площадь, кв. м.**

	нач. 2007 г.	нач. 2008 г.	май.08
в собственности	34 649	45 372	61 483
в аренде	121 619	162 414	283 618
<b>Всего</b>	<b>156 268</b>	<b>207 787</b>	<b>345 101</b>
<b>Франчайзи (дополнительно)</b>		<b>40 301</b>	

**Распределение торговых площадей, %**

	нач. 2007 г.	нач. 2008 г.	май.08
в собственности	22%	22%	18%
в аренде	78%	78%	82%
<b>Всего</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Кол-во магазинов**

	нач. 2007 г.	нач. 2008 г.	май.08
в собственности	22	21	25
в аренде	58	84	116
<b>Всего</b>	<b>80</b>	<b>105</b>	<b>141</b>
<b>Франчайзи (дополнительно)</b>		<b>108</b>	<b>115</b>

Источники: данные компании

## Анализ финансовых показателей и прогнозы

Анализ финансового состояния проводился на основе анализа консолидированной управленческой отчетности Группы за период 2005-2007 гг. Компания также представляет прогноз основных финансовых показателей на 2008 год.

В 2007 г. выручка компании от продажи товаров достигла \$ 1.4 млрд, увеличившись на 38.2 % по сравнению с 2006 г. Среднегодовой рост выручки за 2003-2007 гг. составил 31 %. По планам компании, в 2008 г. выручка должна составить порядка \$ 2.3 млрд.

Основной причиной роста выручки стало расширение деятельности сети. Компания продолжает активно увеличивать количество как собственных магазинов, так и магазинов, действующих по франчайзи. К концу 2008 г. количество собственных магазинов планируется довести до 132 (с учетом закрытия магазинов небольшого формата) по сравнению с 105 на конец 2007 г.

## Консолидированная финансовая отчетность Группы "Техносила", млн. долл.

	2005	2006	2007	2008П	Y-o-Y, %
<b>Выручка</b>	<b>599.8</b>	<b>1 012.1</b>	<b>1 398.5</b>	<b>2 312.8</b>	<b>65.4</b>
Операционные расходы	557.5	955.5	1 297.3	2 201.3	69.7
Амортизация	8.6	13.1	21.1	38.3	81.4
<b>Операционная прибыль</b>	<b>33.7</b>	<b>48.0</b>	<b>97.5</b>	<b>102.7</b>	<b>5.4</b>
ЕБИТДА	42.3	61.1	118.5	140.9	18.9
Чистые процентные расходы	8.9	20.6	29.7	41.1	38.4
Прибыль до налогов	25.9	24.1	68.8	56.6	
Налоги на прибыль	3.8	11.0	25.4	48.5	90.8
<b>Чистая прибыль</b>	<b>22.1</b>	<b>13.1</b>	<b>43.4</b>	<b>8.1</b>	
Денежные средства и эквиваленты	28.0	46.7	103.2	77.4	-24.9
Дебиторская задолженность	2.1	7.7	61.5	120.3	95.6
Запасы	230.5	282.3	389.6	516.6	32.6
Прочие оборотные активы	21.4	25.1	25.4	95.9	277.5
Основные средства	49.3	103.7	289.0	351.2	21.5
Прочие внеоборотные активы	14.0	2.2	2.0	8.6	
<b>Итого активы</b>	<b>345.1</b>	<b>467.8</b>	<b>870.7</b>	<b>1 169.9</b>	<b>34.4</b>
Кредиторская задолженность	51.7	114.4	209.9	358.0	70.5
Краткосрочный долг	162.0	184.0	224.0	364.0	62.5
Долгосрочный долг	16.9	77.8	181.2	213.3	17.7
Капитал и резервы	114.5	91.6	255.6	234.7	-8.2
<b>Итого пассивы</b>	<b>345.1</b>	<b>467.8</b>	<b>870.7</b>	<b>1 169.9</b>	<b>34.4</b>

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

## Структура выручки

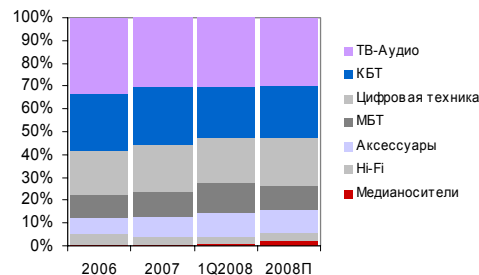
По состоянию на начало 2008 г. число ассортиментных позиций составляло порядка 25 тыс. наименований практически от всех всемирно известных производителей электроники. Вниманию покупателей представлена импортная и отечественная аудио-, видео-, телетехника, крупная и мелкая бытовая техника, климатическое оборудование, Hi-Fi и High End компоненты, автоаудиотехника, компьютеры, оргтехника, фототовары, часы, расходные материалы и аксессуары.

Компания также развивает сегмент private label, доля которого составляет порядка 10 % в общей выручке. На сегодняшний день Техносила имеет два собственных бренда: Techno и Wellton. Под брендом Techno в Калининграде производится более 100 моделей бытовой техники.

Структура выручки Техносилы весьма сбалансирована и претерпела слабые изменения в последние несколько лет. Наибольший удельный вес приходится на ТВ-аудио продукцию (около 30 %), крупную бытовую технику (КБТ, около 23 %). В последние несколько лет наметился небольшой рост доли цифровой техники, медианосителей и заметный рост аксессуаров. В то же время, совокупная доля базовых сегментов (ТВ-аудио, КБТ и цифровой техники) уменьшается и, по прогнозам компании, снизится до 73.8 % в 2008 г. с 77.7 % в 2006 г.

## Структура выручки

	2006	2007	1Q2008	2008П
Медианосители	0.30%	0.50%	1.00%	2.50%
Hi-Fi	5.00%	3.40%	3.00%	3.00%
Аксессуары	6.90%	9.20%	10.50%	10.30%
МБТ	10.10%	10.70%	13.10%	10.40%
Цифровая техника	19.10%	20.50%	19.50%	21.00%
КБТ	25.70%	25.20%	22.80%	23.00%
ТВ-Аудио	32.90%	30.50%	30.10%	29.80%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%



Источники: данные компании

## Анализ рентабельности

Рентабельность Группы «Техносила» традиционно является одной из самых высоких среди операторов рынка БТЭ (порядка 7.0-8.0 %). Например, у Группы «МИР» этот показатель находится в пределах 5-6.0 %, а у М.Видео – в пределах 4-5.0 %.

Одной из причин высокого уровня рентабельности Техносила являются более консервативные расходы на персонал, а также учет в структуре доходов дополнительных доходов от банков, кредитующих клиентов. В составе EBITDA Группы учитываются бонусы от банков, кредитующих покупателей бытовой техники в торговых залах. По данным компании, размер этих бонусов составил в консолидированной EBITDA \$ 17.4 млн (прогноз на 2008 год – \$ 29.5 млн).

В 2007 г. рентабельность EBITDA достигла максимального уровня в 8.5 %. По прогнозам самой компании, по итогам 2008 г. рентабельность EBITDA должна снизиться до 6.1 % – должны сказаться итоги «переформатирования».

## Показатели рентабельности

	2005	2006	2007	2008П
Операционная рентабельность	5.6%	4.7%	7.0%	4.4%
Рентабельность по EBITDA	7.1%	6.0%	8.5%	6.1%
Чистая рентабельность	3.7%	1.3%	3.1%	0.4%

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

## Анализ структуры активов и пассивов

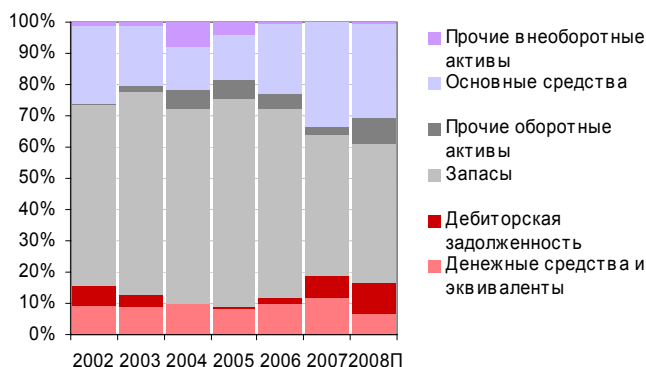
Вертикальный анализ структуры активов и пассивов позволяет удобно отобразить структурные недостатки и преимущества баланса Группы компаний «Техносила».

## Анализ активов

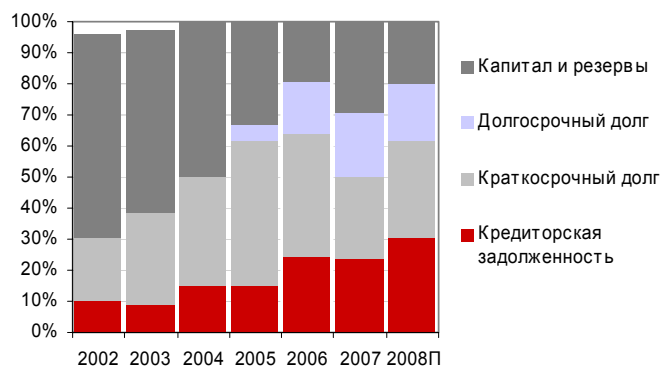
Совокупная стоимость активов сети «Техносила» за период с 31.12.05 по 31.12.2008 увеличилась почти в 2.5 раза и составила \$ 870.7 млн.

Столь существенный рост активов был связан с расширением масштабов деятельности компании, что выразилось в 3.7-кратном увеличении дебиторской задолженности и в 1.7-кратном повышении стоимости товаров. На рост совокупной стоимости имущества оказало влияние увеличение количества собственных магазинов сети и переоценка недвижимости, приведшие к росту стоимости основных средств Техносила в 5.9 раза.

## Динамика структуры активов



## Динамика структуры пассивов



Источники: данные компании



Структура активов Техносилы в 2005-2007 гг. изменилась незначительно. На долю оборотных активов в 2005-2006 гг. пришлось около 80 % общей суммы активов, а на долю внеоборотных активов – около 20 %. В 2007 г. рост стоимости основных средств привел к изменению соотношения – 70 % на 30 % соответственно. По прогнозам компании, в 2008 г. данное соотношение сохранится.

Как следствие специфики бизнеса торговой сети «Техносила», основной статьей активов являются запасы, на долю которых приходилось свыше 60 % валюты баланса. Эти запасы представляют собой «товары для перепродажи», электронику, предназначенную для реализации через розничную сеть Группы. Доля запасов в 2007 г. также снизилась вследствие роста стоимости основных средств.

По состоянию на конец 2007 г. дебиторская задолженность Техносилы составляла \$ 61.5 млн по сравнению с \$ 7.7 млн на конец 2006 г. и \$ 2.1 млн на конец 2005 г. По данным компании, рост дебиторской задолженности во многом обусловлен развитием франчайзинговой программы, в результате которой компании-партнеры получают различные преференции, товарные кредиты и т. д.

#### Анализ активов

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008П
Денежные средства и эквиваленты	9.5%	8.7%	9.8%	8.1%	10.0%	11.8%	6.6%
Дебиторская задолженность	5.9%	4.2%	0.3%	0.6%	1.6%	7.1%	10.3%
Запасы	57.9%	65.0%	61.9%	66.8%	60.4%	44.7%	44.2%
Прочие оборотные активы	0.7%	1.4%	6.1%	6.2%	5.4%	2.9%	8.2%
Основные средства	24.7%	19.3%	14.1%	14.3%	22.2%	33.2%	30.0%
Прочие внеоборотные активы	1.3%	1.3%	7.7%	4.0%	0.5%	0.2%	0.7%
<b>Итого активы</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

#### Анализ пассивов

В течение анализируемого периода стоимость собственного капитала сети «Техносила» увеличилась 2.2 раза и по состоянию начало 2008 г. составила \$ 255 млн. Рост стоимости собственного капитала произошел благодаря переоценке недвижимости на балансе Группы, а также накоплению нераспределенной прибыли.

Сумма кредиторской задолженности поставщиков сети составила на начало 2007 г. \$ 210 млн (24.1% валюты баланса), увеличившись за анализируемый период более чем в 4 раза. Рост кредиторской задолженности Техносилы был обусловлен увеличением объемов закупок товаров в связи с наращиванием объемов продаж и переходом на систему взаиморасчетов с поставщиками с отсрочкой платежа.

#### Анализ пассивов

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008П
Кредиторская задолженность	10.1%	9.0%	14.8%	15.0%	24.5%	24.1%	30.6%
Краткосрочный долг	20.3%	29.6%	35.2%	46.9%	39.3%	25.7%	31.1%
Долгосрочный долг	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	16.6%	20.8%	18.2%
Капитал и резервы	65.8%	58.7%	50.0%	33.2%	19.6%	29.4%	20.1%
Прочие пассивы	3.9%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Итого пассивы</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы



Долговая нагрузка

Долговая нагрузка компании остается умеренной, а политика по привлечению нового долга остается сбалансированной. Так, несмотря на увеличение чистого долга в 2.0 раза до \$ 302 млн в конце 2007 г., отношение долга к активам остается практически на постоянном уровне – порядка 50 %.

Отношение чистого долга к EBITDA на конец 2007 г. было незначительным – 2.5x. В 2008 г. прогнозируется небольшой рост данного показателя – до 3.5x.

Структура долга немного смещена в сторону краткосрочного долга, что связано с активным увеличением количества операций по мере открытия новых магазинов. Отношение долгосрочного долга к совокупному составило по итогам 2007 г. порядка 45 %.

Соотношение Совокупный долг/EBITDA также находится на весьма умеренном уровне. В 2008 г. прогнозируется небольшой рост этого показателя – до 4.1x с 3.4x в 2007 г. Объем совокупного долга должен составить порядка \$ 580 млн к концу 2008 г., а снижение рентабельности неминуемо приведет к ухудшению долговых показателей.

В целом структура долга и долговые показатели свидетельствуют о продуманной финансовой и качественной политике компании по управлению долгом.

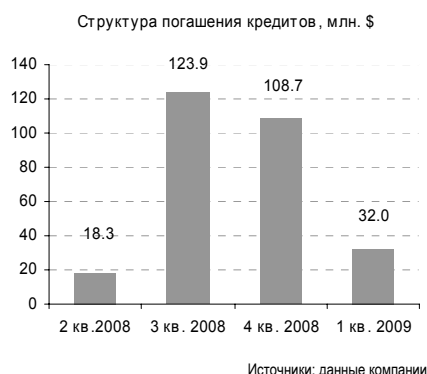
Стоит обратить внимание на оборачиваемость долга. В течение года Техносила успевает обернуть совокупный долг около 3.5-4.0 раз (!), что в контексте превалирования краткосрочного долга над краткосрочным характеризует компанию с положительной стороны.

По заявлениям менеджмента, Группа не обладает никакой «скрытой» долговой нагрузкой, а диверсификация кредиторов позволяет компании быстро решать проблемы с краткосрочным финансированием.

<b>Общие характеристики долга</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008П</b>
Совокупный долг	179.0	261.7	405.2	577.3
Чистый долг	151.0	215.0	302.1	499.9
Совокупный долг/ Активы	51.9%	56.0%	46.5%	49.3%
Чистый долг/ Активы	43.7%	46.0%	34.7%	42.7%
Долгоср. долг/ Совокупный долг	9.5%	29.7%	44.7%	36.9%
<b>Показатели покрытия долга</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008П</b>
Выручка/ Совокупный долг	3.4	3.9	3.5	4.0
Совокупный долг/ EBITDA	4.2	4.3	3.4	4.1
Чистый долг/ EBITDA	3.6	3.5	2.5	3.5
Совокупный долг/ Капитал	1.6	2.9	1.6	2.5
Долгосрочный долг/ Капитал (D/E)	0.1	0.8	0.7	0.9
Совокупный долг/ EBIT	5.3	5.5	4.2	5.6
<b>Показатели покрытия текущих платежей</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008П</b>
EBIT/ Текущие обязательства	0.2	0.2	0.2	0.1
EBITDA/ Процентные платежи	4.8	3.0	4.0	3.4
EBIT/ Процентные платежи	3.8	2.3	3.3	2.5

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

## Кредитный портфель



По состоянию на 07.05.07 задолженность сети «Техносила» по банковским кредитам составляла \$ 285.7 млн. Кредитный портфель компании является вполне сбалансированным с точки зрения источников заимствования. Никто из кредиторов не имеет преимущественного положения.

Основными кредиторами выступают Росбанк (28 %), Сбербанк (18.6 %), Абсолют (14 %), Альфа-Банк (13.7 %), Петрокоммерц (13 %), и Уралсиб (6 %).

Большая часть кредитов предоставлена под обеспечение товаров в обороте. Группа также привлекает кредиты без обеспечения и др.

Заемщиком по 99 % кредитам является ООО «Спектр» – основной товародержатель Группы.

Также 99 % всех полученных Техносилой кредитов являются краткосрочными: во 2-м квартале 2008 г. будет погашена задолженность на общую сумму \$ 18.3 млн, в 3-м квартале – \$ 123.9 млн.

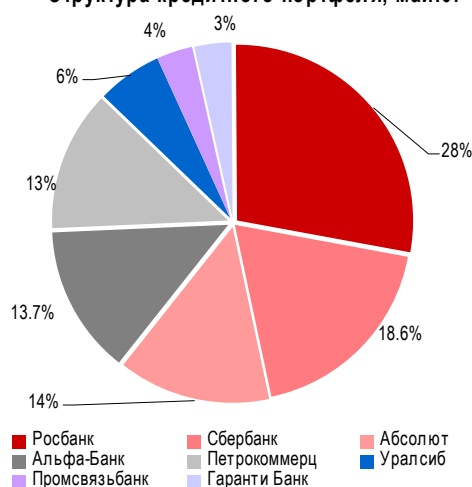
## Кредитный портфель\*, \$ млн.

Банк	Сумма кредита	Дата погашения
Альфа-Банк	19.0	4 кв. 2008
Альфа-Банк	20.0	1 кв. 2009
Сбербанк	29.5	3 кв. 2008
Сбербанк	12.6	3 кв. 2008
Сбербанк	8.4	3 кв. 2008
Сбербанк	2.7	4 кв. 2013
АбсолютБанк	10.0	3 кв. 2008
АбсолютБанк	10.0	3 кв. 2008
АбсолютБанк	20.0	3 кв. 2008
ГарантиБанк	9.4	4 кв. 2008
Петрокоммерц	15.0	2-4 кв. 2008
Петрокоммерц	10.0	4 кв. 2008
Петрокоммерц	12.0	1 кв. 2009
РОСБАНК	40.0	2-4 кв. 2008
РОСБАНК	40.0	4 кв. 2008
Уралсиб	10.0	3 кв. 2008
Уралсиб	5.0	3 кв. 2008
Уралсиб	2.0	4 кв. 2008
Промсвязьбанк	10.0	4 кв. 2008
<b>ИТОГО:</b>	<b>285.7</b>	

\* по сост. на 07.05.2008

Источники: данные компании

## Структура кредитного портфеля, май.07



## Ключевые риски

Среди ключевых рисков, влияющих на бизнес компании в настоящий момент можно выделить три главных: налоговый, рост конкуренции и влияние кризиса ликвидности.

Рост конкуренции

Появление новых крупных игроков на рынке (MediaMarkt) и укрепление конкурентов (М.Видео) может привести к перераспределению доли Группы «Техносила» и общему снижению рентабельности в отрасли.

Негативное влияние мирового кризиса ликвидности

Компании розничного сектора, находясь на стадии экспансивного роста и расширения количества магазинов, уже сталкиваются с ограничением количества предложения новых торговых центров со стороны строителей и девелоперов. Снижение планов по вводу новых торговых центров может привести к заметному снижению темпов роста компании.

Налоговые риски

Предъявление налоговых претензий ряду компаний сектора непродуктовых розничных сетей привело к росту налоговых рисков всего сектора в глазах большинства инвесторов. В тоже время, эти риски игнорируются портфельными и стратегическими инвесторами, M&A - активность которых существенно возросла. Ключевой аргумент в пользу последних сделок – локальная составляющая налоговых рисков отдельных компаний.

**Мероприятия по минимизации рисков:**

Менеджмент компании прилагает максимум усилий для минимизации потенциальных рисков.

Рост конкуренции:

- Группа «Техносила» проводит работу по совершенствованию основных технологических бизнес-процессов торговой компании. Для этого была привлечена компания Accenture, которая провела анализ бизнес-процессов в операционной деятельности и предложила целый комплекс по их оптимизации и повышению эффективности операционного бизнеса.
- Кроме того, идет специальный проект по обновлению форматов магазинов с привлечением известных фирм с многолетним опытом в подобных проектах, формализуется маркетинговое позиционирование сети на целевых сегментах покупателей, идет работа по оптимизации объема и структуры ассортимента товаров, расширяется список дополнительных услуг для покупателей.

Мировой кризис ликвидности

- Группа «Техносила» провела работу с поставщиками – мировыми брендами бытовой техники и электроники по увеличению товарных кредитов и отсрочек платежа, привлечения страховых агентств и банков, предлагающих факторинг поставщикам для расширения финансирования текущей деятельности.
- Кроме того, группа «Техносила» проводит работу по переводу значительной части расчетов с поставщиками на аккредитивы для удешевления кредитных ресурсов.
- Также планы развития Группы «Техносила» на 2008 год увязаны с собственными источниками финансирования (амортизация, прибыль), а кроме того проводится работа по привлечению адресных ресурсов для развития на долгосрочной основе.

Налоговые риски:

- Закупка товаров у официальных представителей и дочерних компаний фирм-производителей на территории РФ. Таким образом, фактически исключаются импортные риски и эти закупки совершенно прозрачны по прямым контрактам.
  - Прямая закупка импортных товаров у международных фирм производителей. Группа традиционно работает по прямым контрактам с производителями продукции. Таким образом, снимаются вопросы, связанные с налоговыми рисками и импортом.
  - Закупки дешевой техники реализуются за счет private-label и систему производственных заказов на изготовление готовой продукции с контролем качества и сертификацией, что позволяет сделать этот сегмент покупок абсолютно прозрачным.
  - Держателем всех товарных потоков группы «Техносила» является ООО «Спектр» (один из поручителей по облигационному займу). При этом совершенно прозрачен баланс данной компании как для Инвесторов, так и для государственных органов.
- Компании Группы Техносила регулярно проходит камеральные и выездные проверки ФНС. В рабочем режиме осуществляются сверки по различным видам налогов. Таким образом, отношения Группы с налоговыми органами следует признать рабочими и нормальными.
- Кроме того, в Группе «Техносила» идет Построение новой структуры в рамках реструктуризации компании, которое призвано увеличить прозрачность компании. В этих целях активно привлекаются консультанты Accenture, а также другие международные консультанты и аудиторы (BIG4). Целью данной работы является построение прозрачного холдинга с отчетностью МСФО, заверенной аудиторами BIG4, эффективной системой управления, высоким кредитным рейтингом, инвестиционной привлекательностью.

Рынок растет, несмотря на риски

Стоит отметить, что возросшие налоговые риски никак не влияют на M&A-активность инвесторов в розничных непродуктовых сетях. Основной конкурент Техносилы (М.Видео) успешно провел IPO в конце 2007 года.

Рост рынка сетей БТЭ продолжается и интерес к нему весьма высок. Стоит отметить выход на внутренний рынок международных сетей БТЭ (в частности MediaMarkt). Помимо этого растет активность портфельных и стратегических инвесторов в сетях по продаже автомобилей (Инком-авто, Musa Motors).

## Сравнение с аналогами

Наиболее близкими аналогами Группы «Техносила» для сравнения финансовых показателей являются ее конкуренты на рынке БТЭ – Группа «МИР» и М.Видео. В настоящее время нам известны лишь данные управленческой отчетности Группы «МИР» и Группы «Техносила», то время как у М.Видео годовая отчетность имеется лишь за 2006 год. Впрочем, сразу стоит отметить, что ликвидных выпусков облигаций у компаний-аналогов нет.

По размеру бизнеса Техносила более чем в 2 раза превосходит Группу «МИР» и уступает бизнесу М.Видео.

Показатель «доля магазинов в собственности» у этих компаний не сильно отличается, в среднем варьируясь от 20 % до 30 %. Также все три сети имеют примерно равную долю региональных магазинов (около 70 %).

Рентабельность Группы «Техносила» традиционно является одной из самых высоких среди операторов рынка БТЭ (порядка 7.0-8.0 %). Например, у Группы «МИР» этот показатель находится в пределах 5-6.0 %, а у М.Видео – в пределах 4-5.0 %.

С точки зрения долговой нагрузки Техносила превосходит своих конкурентов. Соотношение Совокупный долг/ЕБИТДА составляет порядка 3.4х в 2007 г. по сравнению с показателем М.Видео на уровне 5.0х за 2006 год и Группы «МИР» на уровне 4.9х за 2007 год.

## Сравнительный анализ финансовых показателей компаний сектора оптовой и розничной торговли бытовой электроники и техники

	М.Видео		Группа МИР			Техносила			
	IFRS 2005	IFRS 2006	mng. 2005	mng. 2006	mng. 2007	mng. 2005	mng. 2006	mng. 2007	mng. 2008П
Отчетность в млн. \$									
Выручка	1 201.7	1 334.0	377.0	533.7	657.1	599.8	1 012.1	1 398.5	2 312.8
ЕБИТДА	63.2	53.2	22.5	32.8	34.0	42.3	61.1	118.5	140.9
Чистые процентные расходы	12.4	15.1	8.9	13.4	18.5	8.9	20.6	29.7	41.1
Чистая прибыль	44.8	14.6	7.0	7.9	3.5	22.1	13.1	43.4	8.1
Рентабельность по ЕБИТДА	5.3%	4.0%	6.0%	6.1%	5.2%	7.1%	6.0%	8.5%	6.1%
Итого активы	418.8	593.1	215.8	314.6	358.6	345.1	467.8	870.7	1 169.9
Совокупный долг	217.9	267.4	126.1	185.1	166.4	179.0	261.7	405.2	577.3
Чистый долг/ Активы	52.0%	45.1%	58.4%	58.9%	46.4%	51.9%	56.0%	46.5%	49.3%
Чистый долг/ ЕБИТДА	3.4х	5.0х	5.6х	5.7х	4.9х	4.2х	4.3х	3.4х	4.1х
ЕБИТДА/ Процентные платежи	5.1х	3.5х	2.5х	2.4х	1.8х	4.8х	3.0х	4.0х	3.4х
CF	-75.8	-112.4	-14.0	-41.1	42.9	-55.0	31.4	-1.2	8.7

Источники: данные компаний, Банк Москвы

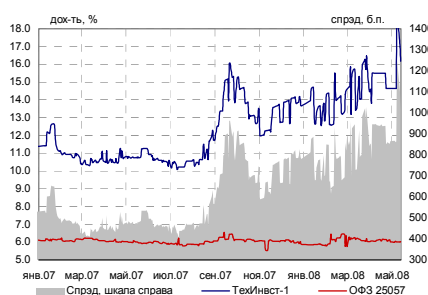
Среди других непродовольственных розничных сетей, представленных на рынке, Техносила выглядит весьма неплохо. Имеющиеся данные позволяют пока сравнить средние оценки за 2006 год с показателями Группы в 2006 и 2007 г. Рентабельность компании в 2007 г. превосходит средние показатели, а отношение долга к ЕБИТДА ниже, чем в среднем по отрасли. В целом размер бизнеса компании и коэффициенты, полученные на основе консолидированных данных, оставляют позитивное впечатление.

## Сравнительный анализ финансовых показателей Группы «Техносила» и операторов непродовольственных сетей

	Отчетность	год	Выручка	ЕБИТДА	Чистые процентные расходы	Чистая прибыль	Рентабельность по ЕБИТДА	Итого активы	Совокупный долг	Долг/ Активы	Долг/ ЕБИТДА	ЕБИТДА/ Процентные платежи
ТОП-Книга	RAS	2006	209	21	4.9	5.8	10.1%	165.0	90	55%	4.26х	4.30х
Банана-Мама	mng.	2006	176	14	5.3	7.8	8.0%	136.4	84	62%	5.98х	2.66х
Единая Европа	mng.	2006	307	36	8.7	21.3	11.7%	254.9	149	59%	4.15х	4.12х
Автомир	mng.	2006	1 073	44	9.9	27.0	4.1%	323.0	135	42%	3.07х	4.46х
Атлант-М	RAS	2006	670	36	14.8	13.5	5.4%	274.1	133	48%	3.68х	2.44х
Инком-Авто	mng.	2006	577	30	11.1	14.5	5.2%	204.9	129	63%	4.32х	2.69х
Транстехсервис	mng.	2006	320	27	1.7	20.4	8.3%	125.7	33	26%	1.24х	15.70х
<b>Среднее значение:</b>			<b>476</b>	<b>30</b>	<b>8.1</b>	<b>15.8</b>	<b>7.5%</b>	<b>212.0</b>	<b>108</b>	<b>51%</b>	<b>3.82х</b>	<b>5.20х</b>
Техносила	mng.	2007	1 399	119	29.7	43.4	8.5%	870.7	405	47%	3.42х	3.99х
Техносила	mng.	2006	1 012	61	20.6	13.1	6.0%	467.8	262	56%	4.28х	2.96х

Источники: данные компаний, Банк Москвы

## Позиционирование выпуска



Доходность и спред за последние 20 торгов. дней\*

	ср.знач.	ст.откл.	min	max
ТехИнвст-1	15.34	1.00	14.65	18.59
ОФЗ 25057	6.07	0.06	5.98	6.15
Спрэд	928	101	851	1258

\*По состоянию на 13.05.08

Источник: ММВБ, Банк Москвы

Рублевый выпуск Техносилы обладает невысокой ликвидностью и торгуется накануне оферты с доходностью более 15 % к оферте в 29 мая 2008 г. Уровни вторичного рынка, на которых торгуются выпуски розничного сектора, не являются объективными в связи с невысокой ликвидностью и короткой дюрацией.

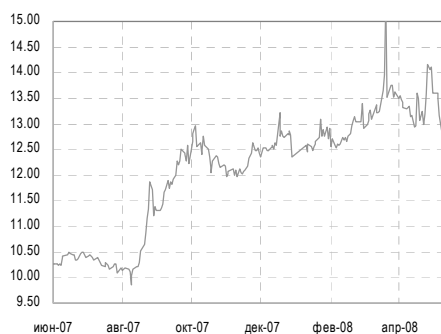
В июле 2007 г. Техносила разместила выпуск CLN объемом \$ 100 млн, ставка купона составила 9.75 %. На сегодняшний день выпуск крайне неликвиден, поэтому оценить его рыночную доходность невозможно.

Для оценки справедливой доходности облигаций Техносилы можно проанализировать динамику рублевой доходности облигаций компании вместе с динамикой доходности рублевых облигаций 2-го эшелона и доходности облигаций компаний розничного сектора. Если принять за справедливый уровень доходность в 10.5-11 % годовых незадолго до кризиса, то, учитывая изменение доходности секторов, можно оценить теоретическую текущую доходность годового риска Техносилы. Такая методика оценки представляется вполне разумной, при условии что кредитное качество компании значительно не изменилось ни в лучшую, ни в худшую сторону.

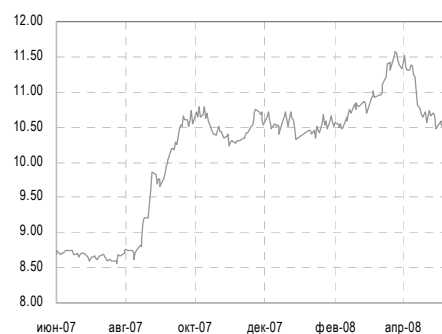
С августа 2007 г. доходность облигаций 2-го эшелона выросла на 200 б. п. до 10.5 % годовых. При этом доходность компаний розничного сектора выросла на 250 б. п. до 12.5 % к началу февраля 2008 г. (до начала активизации налоговых процессов с Эльдорадо и Арбат Престижем), достигла 15.0% и снизилась до 13.0 %. Таким образом, инвесторы стали требовать дополнительную премию за отраслевые риски для облигаций компаний розничных сетей.

Учитывая рост доходности рублевых облигаций 2-го эшелона (200 б.п.), справедливый уровень доходности облигаций Техносилы можно оценить в 12.5-13.0 % годовых. Данный уровень не включает оценку дополнительной премии, которую могут потребовать инвесторы за отраслевые риски, и премию за конъюнктуру – например, при прохождении ближайшей оферты.

Индекс доходности облигаций розничных сетей



Индекс доходности облигаций 2-го эшелона



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

<b>Инвестиционный Блок</b>		<b>Суханов Игорь</b>	
Заместитель руководителя Инвестиционного Блока	Гаевский Денис	Gaevski@mmbank.ru	46-96
Продажи	Харлампович Сергей	Harlampovich_SI@mmbank.ru	14-21
Продажи	Круть Богдан	Krut_BV@mmbank.ru	14-21
<b>Организация выпусков облигаций</b>		<b>Фроловский Игорь</b>	
Начальник Управления рынков долгового капитала	Фроловский Игорь	Frolovsky_IN@mmbank.ru	45-77
	Ковалев Александр	Kovalev_AG@mmbank.ru	42-85
	Романов Антон	Romanov_AN@mmbank.ru	47-53
	Сотников Дмитрий	Sotnikov_DI@mmbank.ru	28-73
	Ручкин Денис	Ruchkin_DA@mmbank.ru	42-38
<b>Аналитический департамент</b>		<b>Тремасов Кирилл</b>	
<u>Анализ рынка акций</u>			
Начальник Управления		Веденеев Владимир	
Экономика/Стратегия	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
Стратегия/Нефть и Газ/Нефтехимия	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Телекоммуникации	Мусяенко Ростислав	Musienko_RI@mmbank.ru	47-12
Транспорт/Машиностроение	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
Химия	Волов Юрий	Volov_YM@mmbank.ru	11-89
Потребительский сектор	Мухамеджанова Сабина	Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru	11-62
Банки	Хамракулов Дмитрий	Hamrakulov_DE@mmbank.ru	12-92
<u>Рынок облигаций</u>			
Начальник отдела		Федоров Егор	
Стратегия/Кредитный анализ	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Кредитный анализ	Михарская Анастасия	Mikharskaya_AV@mmbank.ru	44-68
Стратегия	Ковалева Наталья	Kovaleva_NY@mmbank.ru	17-51
Базы данных	Нефедов Юрий	Nefedov_YA@mmbank.ru	44-41

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.