

февраль 2007г.

ГРУППА «ИСКРАСОФТ» - В ПОГОНЕ ЗА DIY

Предлагаемый выпуск облигаций ЗАО «Искрасофт» предоставляет возможность инвесторам принять участие в финансировании перспективной компании с высоким потенциалом роста.

ЗАО «Искрасофт» является операционным центром Группы компаний «Искрасофт», осуществляющей торговую деятельность отделочными материалами.

Бизнес Группы компаний «Искрасофт» представляет собой сеть из 13 магазинов в Санкт-Петербурге, а также оптовое подразделение, торгующие материалами для финишной отделки помещений.

Поручителями по займу выступают компании Группы: управляющая компания ООО «Искрасофт-Инвест» и компания ООО «Илан», занимающаяся оптовыми закупками продукции у внешних контрагентов и ее реализацией оптовым и розничным предприятиям Группы.

ПОРТРЕТ ГРУППЫ КОМПАНИЙ «ИСКРАСОФТ»

- Группа компаний «Искрасофт» - один из старейших торговых операторов рынка отделочных материалов, ведущий свою **деятельность с 1993 года.**
- Основные направления деятельности Группы – розничная торговля и оптовые поставки отделочной продукции
- Сильный бренд (**узнаваемость бренда «Искрасофт» по данным маркетингового агентства «Комкон-СПб» составляет 87%**)
- «Искрасофт» сотрудничает с более чем 100 отечественными и зарубежными производителями строительно-отделочных материалов
- Около 60% всего ассортимента товаров составляет продукция ведущих мировых производителей
- В собственности компании находится современный **логистический комплекс площадью 11300 кв. метров вместе с земельным участком площадью 3 гектара.**
- Розничная сеть «Искрасофт» объединяет 13 магазинов на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Общая торговая площадь около 6000 кв. метров
- **В 2002 году с участием западных консультантов была разработана стратегия,** которая подразумевает уход от конкуренции с DIY-гипермаркетами и специализацию на товары средневысокого ценового сегмента
- **Ориентация на** потребителей с уровнем дохода средний и выше среднего (так называемые **классы «премиум-» и «средний+»**)
- **Доля на петербургском рынке** торговли отделочными материалами в своем сегменте **около 12%**
- Сегмент специализированных магазинов ориентирован на 10% от населения, остальные 90% населения – целевая группа формата DIY. Но при этом емкость рынка (в денежном выражении) приходящаяся на эти 10% эквивалентна половине емкости 90%-го сегмента DIY.

ИСКРАСОФТ

ПАРАМЕТРЫ ЗАЙМА

Наименование:	Искрасофт-2
Объем займа:	300 млн. руб.
Срок обращения:	3 года
Оферта:	1 год
Структура выпуска:	6 полугодовых купонных периодов Ставка первого купона определяется на аукционе, последующие ставки купонов равны ставке первого купона.
Эмитент:	ЗАО «Искрасофт» ООО «Илан»
Поручители:	ООО «Искрасофт-Инвест»
Ориентировочная доходность к оферте	13,5%-14,0%

Наличие эксклюзивных прав поставщика позволяет компании закладывать существенную торговую маржу.

Складские мощности логистического центра имеют ТРЕХКРАТНЫЙ потенциал увеличения без существенных вложений.

В 2007 году планируется увеличение торговых площадей в ДВА раза.

По размеру годовой выручки, приходящейся на 1 кв. м торговой площади, Группа компаний «Искрасофт» входит в тройку лидеров петербургского ритейла отделочных материалов

Оптовые поставки осуществляются в шесть регионов России: это позволило закрепить за Группой статус федерального оператора и обеспечить долю оптового рынка отделочных материалов в 10%.

ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ОТРАСЛИ ЭМИТЕНТА

- Растущий спрос на отделочные материалы, вызванный оживлением рынка недвижимости
- Рост производства строительных и отделочных материалов
- Повышение среднего уровня дохода населения и, как следствие, увеличение в структуре расходов доли затрат на обустройство жилья, а также рост спроса на высококачественную продукцию (ориентация среднего класса на продукцию средневысокого ценового сегмента)
- Низкий уровень насыщения рынка отделочных материалов

ЦЕЛЕВОЕ НАЗНАЧЕНИЕ ЗАЙМА

- реализация инвестиционной программы;
- частичная реструктуризация текущего долга и
- пополнение оборотных активов.

РЕАЛИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ

Первое направление связано с дальнейшим развитием бизнеса: в течение 2007 года планируется увеличить торговые площади более чем в два раза посредством открытия новых универсальных магазинов (ближайшее открытие в апреле - салон «Керамическая плитка и сантехника» площадью 630 кв. метров) общей площадью в 6 тыс. кв. метров. Сумма плановых затрат составляет около 159 млн. руб. (103 млн. руб. из них – это капитальные вложения и расходы на «пуск» торговых площадей, и 56 млн. руб. – это затраты на приобретение товарных запасов). Инвестиционная программа также предусматривает модернизацию торгового и имеющегося складского оборудования, а также совершенствование программного обеспечения с переходом на ERP-систему. Совокупные инвестиции на модернизацию бизнеса и покупку нового программного обеспечения планируются на уровне около 66 млн. руб.

Второе направление предполагает реструктуризацию имеющейся долговой нагрузки в размере около 66 млн. руб., а также пополнение товарных запасов с целью увеличения торговых оборотов Группы.



ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ЭМИТЕНТА

Относительно **низкая текущая долговая нагрузка**

Перспективы роста масштабов бизнеса и финансовых показателей Группы компаний за счет:

- существенного расширения розничной сети,
- развития франчайзинговой программы в регионах,
- ориентации в сторону продаж более высокорентабельных товаров и услуг.

Как следствие - **улучшение кредитного качества эмитента** за счет роста финансовых показателей. **Получение кредитного рейтинга** в ближайшей перспективе

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЛАНЫ

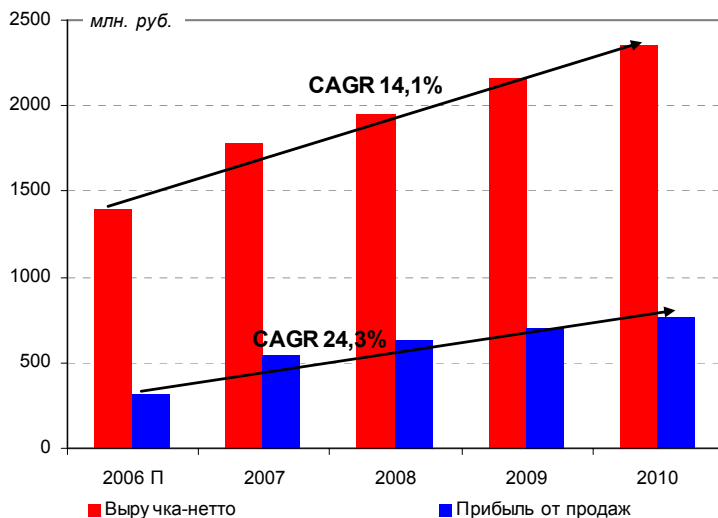
Инвестиционное направление	2007	2008
Открытие новых торговых площадей, в том числе	159,36	
<i>кап. вложения</i>	103,584	
<i>товарные запасы</i>	55,776	
Модернизация торгового оборудования розничной сети		26,56
Модернизация складского оборудования		26,56
Модернизация программного обеспечения (переход на ERP-систему)	13,28	
ИТОГО	172,64	53,12

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

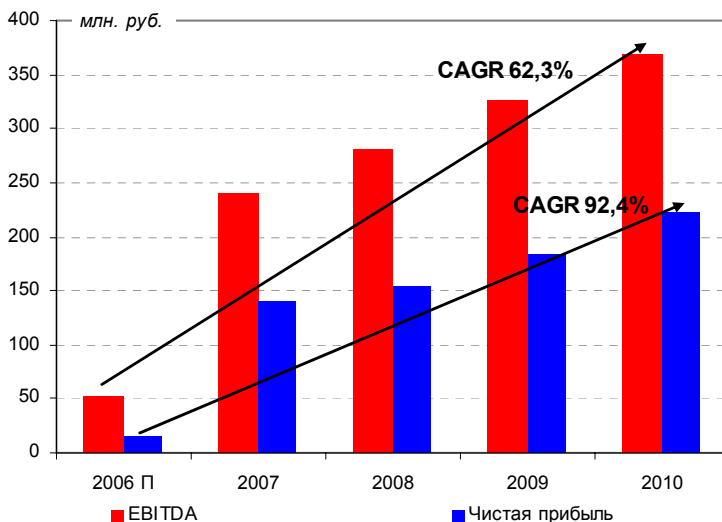
Дальнейшее развитие Группы и соответствующие прогнозы строятся на следующих предпосылках:

- Расширение розничной сети за счет удвоения торговых площадей до 12 тыс. кв. м
- Реализация франчайзинговой программы – проекта «Стройбург» – как метода расширения сети продажи товаров
- Переход на ERP-систему
- Расширение географии присутствия за счет увеличения числа региональных клиентов и выхода в новые города России
- Увеличение доли на рынке специализированных магазинов Санкт-Петербурга с 10%-12% до 20%

Динамика роста выручки и прибыли от продаж



Динамика роста показателей EBITDA и чистой прибыли



Факторы повышения рентабельности:

Наценка в розничной торговле увеличилась с 40% до 50%.

Наценка в оптовой торговле увеличилась с 12% до 20%.

Средний чек увеличился в 8 раз до 10 тыс. рублей.

Изменение соотношения оборотов по розничным и оптовым продажам было вызвано углублением ассортимента и отказом от продаж товаров с низкой торговой наценкой.

В будущем прогнозируется рост рентабельности за счет увеличения торговых площадей при сохранении текущего уровня административных издержек.

Помимо этого планируется увеличить розничную наценку с 50% до 60%, а оптовую маржу с 20% до 30%. Такое существенное увеличение возможно благодаря эксклюзивным правам поставщика на большинство товаров продуктовой линейки Группы.

РЕПУТАЦИЯ АКЦИОНЕРОВ И КВАЛИФИКАЦИЯ МЕНЕДЖМЕНТА

Высокую репутацию акционеров и высокую квалификацию ТОП-менеджеров Группы компаний «Искрасофт» подтверждает совместный проект с немецкой компанией OBI (суть проекта – развитие на территории РФ сети гипермаркетов под торговой маркой OBI).

В этом проекте акционеры «Искрасофта» владеют 25% совместного предприятия, а немецкая OBI оставшимися 75%.

Помимо этого, необходимо отметить, что менеджмент группы «Искрасофт» принимал непосредственное участие в создании совместного предприятия.

В настоящее время этот проект полностью профинансирован и в будущем не потребует дополнительных капитальных затрат.

Высокую квалификацию управленческого персонала, также подтверждает тот факт, что руководство каждого из товарного направлений по оценкам независимых экспертов входит в тройку лидеров на рынке Северо-Западного региона.

РЕЗУЛЬТАТЫ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

	2004	9 мес. 2005	2005	9 мес. 2006	2006 П
ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн.руб.					
Выручка	1 335,56	994,93	1 353,89	994,66	1 390,24
ЕБИТДА	24,65	24,26	36,80	20,58	53,17
Прибыль от продаж	231,45	187,19	265,55	217,24	319,77
Чистая прибыль	4,47	5,75	11,22	6,39	16,27
ПОКАЗАТЕЛИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ					
Рентабельность продаж	17,33%	18,81%	19,61%	21,84%	23,00%
Норма ЕБИТДА	1,85%	2,44%	2,72%	2,07%	3,82%
Норма по чистой прибыли	0,33%	0,58%	0,83%	0,64%	1,17%
Рентабельность собственного капитала	1,56%	1,97%	3,77%	1,97%	4,77%
Рентабельность активов	0,82%	1,05%	1,96%	1,07%	2,77%
ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА					
Долг, млн.руб.	102,78	135,98	135,98	111,81	203,40
Процентные платежи, млн.руб.	-12,66	-13,69	-18,65	-8,72	-17,56
Долг/Выручка	0,08	0,14	0,10	0,11	0,15
Долг/ЕБИТДА	4,17	5,61	3,69	5,43	3,83
Процентные платежи/ЕБИТДА	0,51	0,56	0,51	0,42	0,33

СТРУКТУРА КАПИТАЛА

СТРУКТУРА КАПИТАЛА, млн.руб.	2004	9 мес. 2005	2005	9 мес. 2006	2006П
Активы	543,70	549,45	571,00	598,90	608,78
Собственный капитал	285,94	291,69	297,90	325,10	341,37
Долг	102,78	135,98	135,98	111,81	203,40
Собственный капитал \ Активы	0,53	0,53	0,52	0,54	0,58
Долг / Активы	0,19	0,25	0,24	0,19	0,35
Собственный капитал \ Долг	2,78	2,15	2,19	2,91	1,68

КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Банк-кредитор	Сумма, млн. руб.	ставка, %	Срок, мес.	Выбрано млн. руб.
Банк "Санкт-Петербург"	148	11,5	12	148
Банк "Санкт-Петербург" (кредитная линия)	35	14	12	17,4
Сбербанк	32	10	12	32
Сбербанк (овердрафт)	6	8,5	1	6
ИТОГО	221			203,4

Результаты деятельности Группы свидетельствуют о повышении основных операционных показателей. Сезонность розничных продаж обуславливает некоторую неравномерность поступления выручки в течение финансового года. Наибольшие объемы продаж отделочных материалов в розницу традиционно приходятся на два основных периода: лето и конец года. Как следствие, рост выручки за четвертый квартал 2005 года составляет более 35%, а по итогам последнего квартала 2006 года плановое значение выручки увеличится почти на 40%. Рост прибыли до выплаты налогов, процентных платежей и амортизации (ЕБИТДА) за 2005 год составил около 50%, а по итогам 2006 года значение ЕБИТДА планируется в размере 53 млн. руб., что по сравнению с 2005 годом выше на 44%. Чистая прибыль за 2005 год увеличилась более чем в два раза; по предварительным итогам 2006 года чистая прибыль составит 16,27 млн. руб., что выше аналогичного значения 2005 года на 45%.

Структура источников средств Группы «Искрасофт» характеризуется относительным постоянством: более 50% пассивов приходится на собственные средства Группы.

Объем долговой нагрузки по итогам 9 месяцев составил почти 20% от валюты баланса. Однако в течение 4 квартала 2006 года произошло изменение долговой нагрузки в сторону ее увеличения. Таким образом, доля долга в структуре пассивов составит за 2006 год около 35%.

ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА «ИСКРАСОФТ»

Сравнение основных финансовых показателей компаний различных сегментов розничной торговли:

млн. руб.	Холдинг «Марта» 9м 2006	Группа Компаний «ИСКРАСОФТ» 9м 2006	Группа компаний «Лаверна» 6м 2006	Группа компаний «Адамант» 6м 2006
Тип отчетности:	МСФО	МСФО	сводная, неаудированная	сводная, неаудированная
Выручка	6 840 (~9 100*)	995 (1390**)	5 792 (~ 11 500*)	6 037 (~8 050*)
Валовая прибыль	1 394 (~1 859*)	217,2 (320**)	1 622 (~ 3 244*)	2 468 (~3 290*)
ЕБИТДА	835 (~1 100*)	21 (53*)	412 (~ 824*)	2 964 (~3 952*)
Чистая прибыль	413 (~ 550*)	6,4 (16,3**)	253 (~506*)	1 579 (~2 105)
Долг	4 767	112 (203**)	2 380	5 885
Долг/Выручка	0,69 (0,52*)	0,11 (0,15**)	0,41 (0,20*)	0,97 (0,73*)
Долг/ЕБИТДА	5,70 (4,33*)	5,43 (3,83**)	5,77 (2,89*)	1,99 (1,49*)

* - годовая интерполяция на основе доступных финансовых данных.

** - фактические значения на 2006 год

На российском рынке облигаций обращается заем единственной близкой компании-аналога «Искрасофта» - это выпуск облигаций Группы компаний «Лаверна». Также отчасти с «Искрасофтом» сравним «Адамант» в структуру которого входит сеть магазинов «Домовой», но все же основным бизнесом «Адаманта» является девелопмент коммерческой недвижимости.

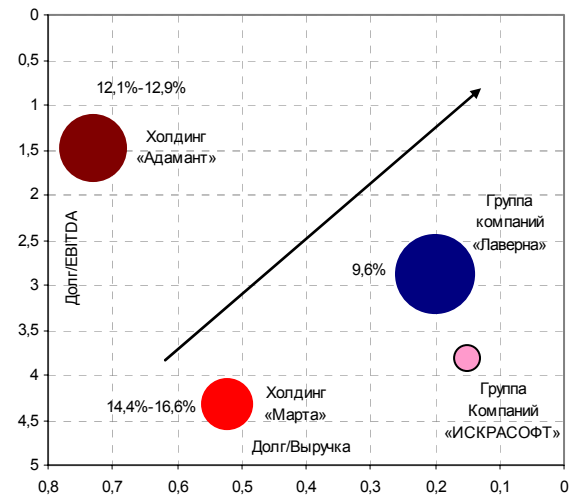
Необходимо подчеркнуть, что «Искрасофт» и «Лаверна» существенно различаются по масштабам бизнеса. Хотя стоит отметить, что по розничным оборотам, «Искрасофт» и «Лаверна» занимают одинаковые доли на рынке специализированных магазинов Санкт-Петербурга (по 10%-12%), при этом «Искрасофт» обладает большим количеством магазинов и показатель выручки на квадратный метр торговых площадей (порядка \$5000 на 1 кв. метр) у «Искрасофта» один из самых высоких среди компаний ритейлеров отделочных материалов на рынке.

Существенный перевес «Лаверны» по масштабам бизнеса достигается за счет весьма большой доли оптовых продаж в выручке этой компании. С другой стороны, концентрация на оптовых продажах существенно повышает риски компании.

В целом Группу компаний «Искрасофт» характеризует относительно низкий показатель долговой нагрузки. Также позитивно на кредитном качестве эмитента сказываются наличие аудированной отчетности по МСФО и относительно невысокие риски, сопряженные с отраслью.

Мы считаем, что при первичном размещении займа Группы компаний «Искрасофт» доходность должна формироваться следующим образом: ставка при размещении будет включать в себя премию за первичное размещение (в размере порядка 50-75 б.п.), а также премию за небольшой объем (в размере порядка 75-100 б.п.).

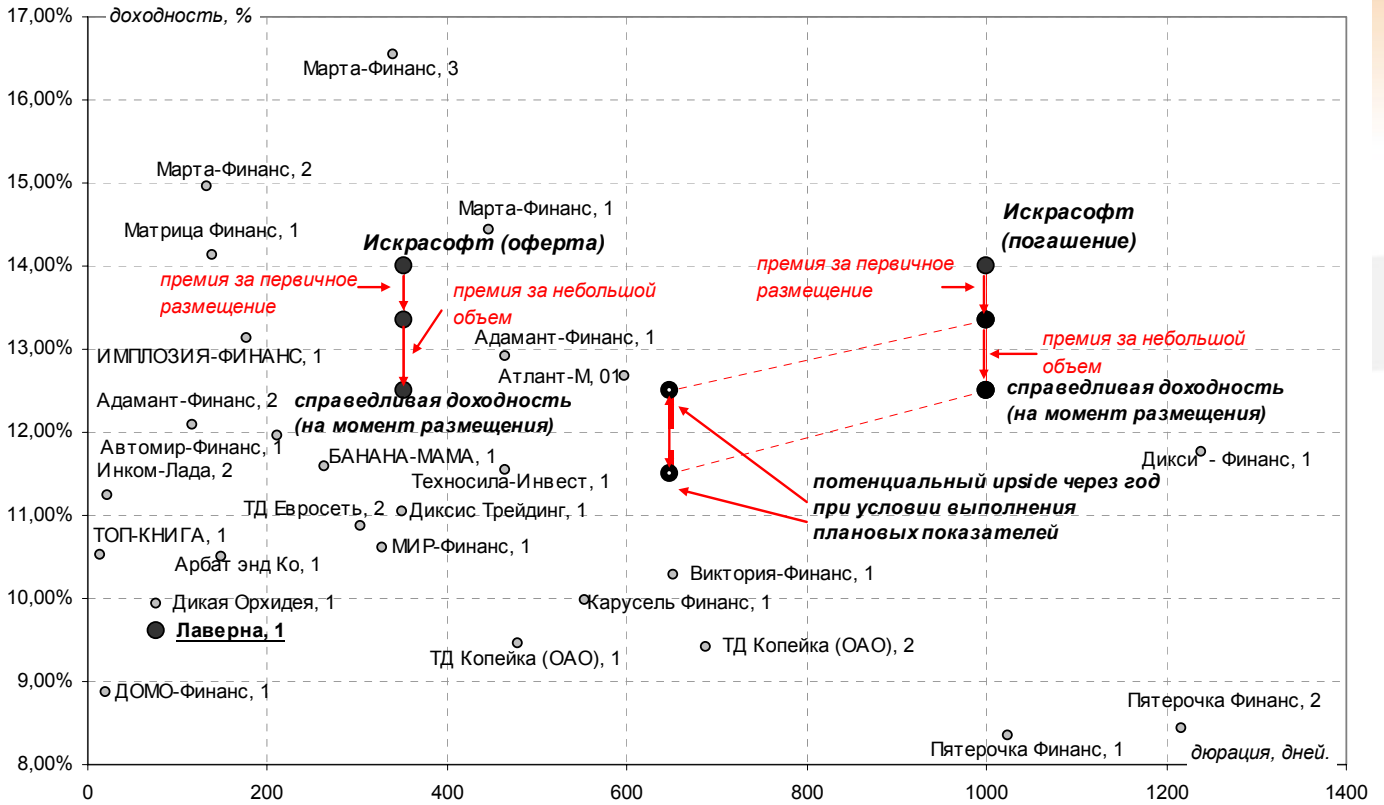
Сравнение текущей относительной долговой нагрузки компаний



направлением стрелки указано улучшение относительного кредитного качества

В итоге мы оцениваем, что справедливая эффективная доходность бумаги к годовой оферте находится в диапазоне **13,5%-14,0%**.

Размещаемый заем на карте процентных ставок



ПОТЕНЦИАЛ СНИЖЕНИЯ ДОХОДНОСТИ ПО ОБЛИГАЦИОННОМУ ЗАЙМУ «ИСКРАСОФТ».

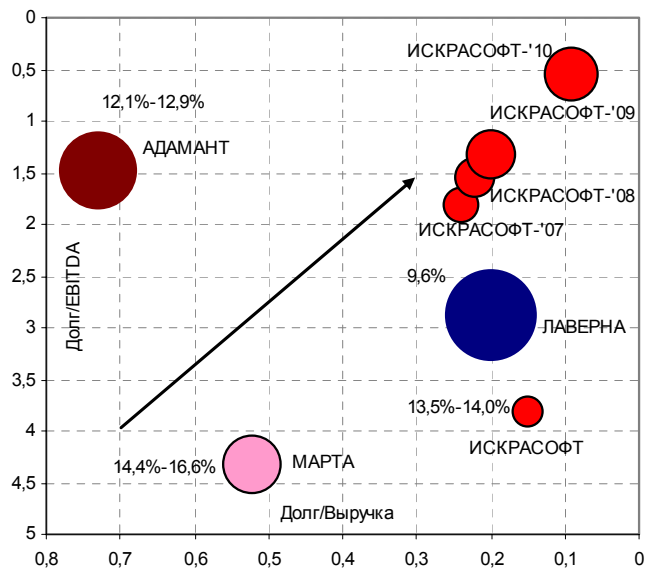
Мы считаем, что размещаемый заем компании имеет перспективы снижения по доходности в будущем, которые основываются на высоком потенциале росте бизнеса эмитента и на росте рентабельности компании.

Улучшение кредитного качества эмитента в будущей перспективе иллюстрируют следующие прогнозные показатели.

	2006	2007	2008	2009	2010
Собственный капитал/Долг	1,68	1,1	1,45	1,87	5,13
Долг/Выручка	0,15	0,24	0,22	0,2	0,09
Долг/ЕБИТДА	3,83	1,82	1,55	1,34	0,55
Процентные платежи/ЕБИТДА	0,33	0,16	0,21	0,18	0,1

В СЛУЧАЕ ДОСТИЖЕНИЯ КОМПАНИЕЙ ПЛАНОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, ДОХОДНОСТЬ ОТ ВЛОЖЕНИЙ В ОБЛИГАЦИОННЫЙ ЗАЕМ «ИСКРАСОФТА» НА ГОД МОЖЕТ СОСТАВИТЬ НЕ МЕНЕЕ 16,4%-18,1%.

Прогноз динамики относительной долговой нагрузки «Искрасофта»



направлением стрелки указано улучшение относительного кредитного качества

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ:

Биленко Павел Директор Департамента ценных бумаг	(495) 737-09-08 (812) 710-34-42	Bilenko@plancap.ru
Мирошниченко Александр Отраслевой анализ	(812) 710-29-75	Alexander@plancap.ru
Сушинский Анатолий Анализ и оценка эмитентов	(812) 710-34-42	Askimer@plancap.ru
Тимофеев Дмитрий Финансовый анализ ЭМИТЕНТОВ	(812) 710-29-75	Dimat@plancap.ru
Шайхутдинова Айгуль Финансовый анализ ЭМИТЕНТОВ	(812) 710-34-42	Shaa@plancap.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Инвестиционная компания «Планета Капитал» не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Компании может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре. Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые «Планета Капитал» признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является офертой на покупку или продажу соответствующих финансовых инструментов. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Инвестиционной компанией «Планета Капитал» для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. «Планета Капитал» может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний. Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

© 2007 Инвестиционная компания «Планета Капитал»