



Монитор первичного рынка

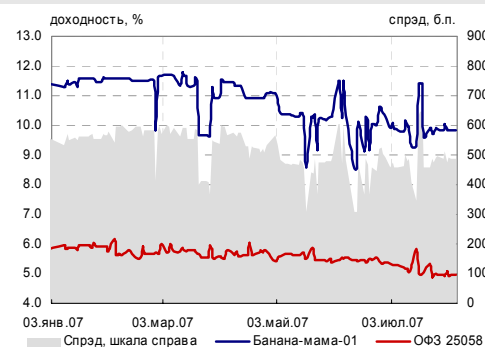
Банана-мама – детская долговая нагрузка Выпуск облигаций серии 02

Залесская Анастасия
Zalasskaya_AV@mmbank.ru

| Эмитент | ООО «Банана-мама» | |
|-----------------------------|-------------------|------------------------|
| Серия выпуска | 1 | 2 |
| Объем выпуска, млн. руб. | 1000 | 1500 |
| Гос. номер | 4-01-36176-R | 4-02-36176-R |
| Дата начала размещения | 27.10.2006 | август - сентябрь 2007 |
| Срок погашение/ оферта, лет | 1 год/ 3 года | 1,5 года/ 3 года |
| Дата погашения | 23.10.2009 | август - сентябрь 2010 |
| Организатор(ы) | Тройка Диалог | Тройка Диалог |
| Место обращения (Listing) | ММВБ | |
| Web | www.bananamama.ru | |

| Итоги аукциона по размещению облигаций: | прогноз | |
|---|-----------|---------------|
| Ставка купона, % год. | 11,25 | 11.42 - 11.66 |
| Доходность к оферте/ погашению, % | 11,57 | 11.75 - 12.00 |
| Базов. актив | ОФЗ 25058 | ОФЗ 25060 |
| Спрэд, б.п. | 589 | 624 - 649 |

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



| Доходность и спрэд за 20 торгов. дней | | | | |
|---------------------------------------|---------|----------|------|-------|
| | ср.знач | ст.откл. | min | max |
| Банана-мама-01 | 10.05 | 0.63 | 9.30 | 11.42 |
| ОФЗ 25058 | 5.08 | 0.21 | 4.88 | 5.83 |
| Спрэд | 498 | 72 | 347 | 646 |

*По состоянию на 06.08.2007

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Основные факты

- №2 игрок на рынке розничной торговли детской продукцией: одежда, обувь, продукты питания, парафармация, игрушки и др.
- Первый магазин компании был открыт в 2004г. в Москве, сейчас сеть насчитывает 68 магазинов по всей России.
- Компания работает в формате «гипермаркет» эконом-класса, в среднем торговая площадь магазина составляет 800-3800 кв.м.
- Размер чека – около 20 долл.
- По оценкам AC Nielsen Банана-мама занимает долю рынка в 11-29% в городах присутствия (за исключением Санкт-Петербурга), уступая лишь крупнейшей в России специализированной торговой сети Детский мир.
- Большая часть выручки Банана-мама формируется в двух зонах – ЦФО и ПФО, где находятся 44 из 68 магазинов компании.

Все магазины арендуются, срок аренды составляет от одного года до пяти лет. Отсутствие недвижимости на балансе компаний, входящих в Группу, на наш взгляд, является серьезным минусом. Наличие собственной площади повышает стоимость активов торговой компании в условиях растущих цен на недвижимость и добавляет спокойствия держателям облигаций.

В дальнейшем Банана-мама планирует приобретать магазины в собственность, соотношение собственных и арендуемых магазинов составит 1:9.

Продукция, реализуемая компанией под собственным лейблом (private label) занимает 16% в структуре совокупных продаж Группы, в 2007г. этот показатель может увеличиться до 17-19%. Ассортимент рl включает обувь, текстильную продукцию, коляски и игрушки.

Отрасль

Организованная розничная торговля находится на середине пути своего становления в России. Большая часть оборота по-прежнему приходится на неорганизованные форматы торговли – рынки и ярмарки. Эта особенность не обошла стороной и рынок детских товаров – более половины продукции, реализованной в 2006г., было продано на рынках и ярмарках. На долю специализированных детских магазинов пришлось всего 18%.

На наш взгляд, основным конкурентом Банана-мама является не Детский мир и не розничные сети, а менталитет российского покупателя. Компании удалось переманить в свои магазины часть покупателей с рынков в Москве и ПФО, однако сделать это гораздо проще в регионах с более высоким уровнем жизни, освоение других регионов и формирование в них групп постоянных клиентов может оказаться довольно сложным процессом.

К тому же, несмотря на то, что компания позиционирует себя как розничную сеть в сегменте эконом-класса для покупателей со средним и невысоким достатком, массовая доступность товаров, представленных в гипермаркетах Бананы, находится под большим вопросом. По нашему мнению, далеко не все покупатели обозначенной категории смогут позволить купить импортное детское питание или одежду итальянских дизайнеров.

Тем не менее, сегмент торговли детскими товарами, с нашей точки зрения обладает отличными перспективами, организованный формат представлен в России всего десятком специализированных магазинов. Даже если не рассчитывать на бурный демографический рост населения РФ, насыщенность магазинами, в которых продаются качественные детские товары, крайне мала. Спрос, который сейчас за неимением лучшего удовлетворяется с помощью ярмарок и рынков, может частично сместиться на специализированные сети.

Планы компании

До конца года Банана-мама планирует довести число магазинов до 90 и увеличить рыночную долю до 20%. Дальнейшая экспансия в регионы будет осуществляться путем покупки локальных магазинов и их дальнейшей интеграции в состав сети.

Акционеры

Банана-мама не является публичной компанией, поэтому инвесторы могли не скоро узнать конечных бенефициаров Бананы. Однако компания не просто объявила своих акционеров, но и заручилась их поддержкой – к информационному меморандуму организатор выпуска прикладывает «комфортное письмо», адресованное президентом и одним из совладельцев сети «Эльдорадо». В письме Игорь Яковлев заявляет, что ООО «Банана-Мама» была учреждена участниками Эльдорадо для развития направления торговли детскими товарами, которое они считают весьма перспективным.

Комфортное письмо не является новшеством на рынке рублевых облигаций – примерами поддержки такого рода стали такие эмитенты как Москоммерцбанк (Казкоммерц), УЛЦ (САНОС) и МОИТК (правительство Московской области). Подобное письмо не имеет формальной юридической силы, однако является подтверждением устной гарантии поддержки дочерних компаний со стороны акционеров, как правило, обладающих более высокой финансовой устойчивостью.

Несмотря на отсутствие формальной силы, участники рынка довольно благосклонно смотрят на эмитентов, располагающих подобной поддержкой, несмотря на слабые или вызывающие сомнения финансовые показатели самих эмитентов.

Данный случай, на наш взгляд, выделяется из общей массы. Эльдорадо не имеет облигационных займов или кредитных рейтингов. Компания занимает лидирующие позиции на рынке торговли БТЭ, однако не является публичной компанией и не публикует финансовую отчетность, а значит, мы не можем оценить справедливую доходность облигаций Эльдорадо, если бы они торговались в настоящее время. Таким образом, нам сложно судить о влиянии комфортного письма на позиционирование выпуска. Учитывая, что капитал Банана-мамы небольшой, и при этом отсутствуют упоминания о ссудах от материнской компании, говорить о существенной поддержке компании частными лицами – акционерами Эльдорадо – было бы преувеличением.

Инвестиции

Из суммарного объема капитальных вложений в 2007г., который составляет 1,8 млрд. руб. (~66 млн. долл.), компания уже освоила 700 млн. руб. (27 млн. долл.). Основным направлением инвестиционной программы Банана-мама является открытие новых магазинов, при этом, инвестиции в открытие одного магазина в среднем составляют от 400 до 1500 тыс. долл.

Цель займа

- 30% - рефинансирование

- 70% - финансирование инвестпрограммы (41,2 млн. долл.) = рост долга в результате размещения выпуска.

Финансовые показатели

Банана-мама не имеет аудированной отчетности по МСФО, в информационном меморандуме представлены основные выкладки из управленческой отчетности Группы в 2005-1ПГ2007, а также прогнозы на конец 2007г. Мы не располагаем данными по амортизации Группы за эти периоды, поэтому под EBITDA следует понимать показатель операционной прибыли Группы.

Выручка

Банана-Мама является динамично развивающейся компанией – в 2006г. выручка составила 176 млн. долл., показав рост в 90% к предыдущему году. Правда, в 1 полугодии 2007г. рост немного замедлился, оборот составил 119,7 млн. долл.

Прогноз Бананы на конец года выглядит более чем оптимистично по сравнению с цифрами за первое полугодие 2007г. Компания ожидает роста выручки до 303,8 млн. долл., что почти в три раза больше показателя за полгода 2007г. Заложенное в прогнозы ускорение темпов роста выручки во втором полугодии, по словам компании, оправдано сезонностью бизнеса – основной спрос на детскую продукцию приходится на конец августа и декабрь – в первом случае родители готовят детей к первому сентября, во втором – покупают новогодние

подарки. Если взглянуть на показатели сети за первое полугодие 2006г., то полугодовая выручка составила 46%, в то время как выручка за первое полугодие 2007г. составляет лишь 39% от прогнозного значения на 2007г. Скорее всего, Группа закладывает в прогнозную выручку продажи магазинов, которые планирует открыть до конца года.

Прибыль

Если принимать за данность более высокую маржу от продажи непродовольственных товаров и больший размер среднего чека, чем у видных представителей розничной торговли, то валовая рентабельность на уровне 24% не представляется нам хорошим результатом. Маржа операционной прибыли составляет 6-8%, что, конечно, выше рентабельности по EBITDA у Магнита (~5% в 2006г.), однако уступает X5 (8,5% в 2006г.).

В целом, нас не впечатляют показатели рентабельности компании, однако невысокая маржа может быть обусловлена агрессивной ценовой политикой Банана-мама, которая пытается завоевать публику низкими ценами на продукцию, сформировать определенный круг постоянных клиентов, и только затем увеличивать маржу за счет повышения цен на продукцию.

Долг

Агрессивная долговая политика компании соответствует стандартной модели развития розничных сетей, когда рост выручки обеспечивается не столько органическим ростом, сколько открытием новых магазинов.

Расширение сети магазинов потребовало от Банана-мама существенных инвестиций, что вызвало значительный рост долга – с 38,3 млн. долл. в 2005г., до 132 млн. долл. по состоянию на середину 2007г. При этом, собственный капитал составляет всего 14,6 млн. долл., и почти не увеличился с момента создания – по-видимому, акционеры не хотят проводить влияния капитала и занимаются исключительно привлечением заемных средств на компанию.

Долг/EBITDA достиг 9,2X по итогам первого полугодия 2007г., компания обещает снизить показатель до уровня в 6X на конец года. По прогнозам компании, долг будет увеличен лишь за счет части объема размещаемого выпуска.

В случае, если бы большая часть торговых площадей находилась в собственности компании, высокая долговая нагрузка не беспокоила бы нас столь серьезным образом. Отсутствие недвижимости в качестве залога может осложнить для компании привлечение финансовых ресурсов и повышает риски рефинансирования.

Основные финансовые показатели Группы Банана-Мама, млн. долл.

| Показатель | 2005 | 2006 | 1ПГ2007 | 2007П |
|---------------------|-------|-------|---------|-------|
| Выручка | 92.9 | 176.5 | 119.5 | 303.8 |
| Валовая прибыль | 22.0 | 44.1 | 28.7 | 83.5 |
| ЕБИТДА | 5.6 | 14.1 | 7.2 | 25.8 |
| Чистые проценты | 1.1 | 5.3 | 5.7 | 11.6 |
| Активы | 68.4 | 136.4 | 199.6 | 248.9 |
| Долг | 38.3 | 84.4 | 132.2 | 152.5 |
| СК | 4.6 | 13.1 | 14.6 | 27.6 |
| Долгоср. долг/ Долг | 0% | 45% | 29% | 65% |
| Валовая рент-ть | 24% | 25% | 24% | 28% |
| Рент-ть EBITDA | 6.0% | 8.0% | 6.0% | 8.5% |
| Долг/EBITDA* | 6.9 | 6.0 | 9.2 | 5.9 |
| EBITDA/Проценты | 5.2 | 2.7 | 1.3 | 2.2 |
| Долг/Активы | 56.0% | 61.9% | 66.2% | 61.3% |
| Долг/Выручка* | 41.2% | 47.8% | 55.3% | 50.2% |

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

* аннуализированные показатели

Финансовые показатели непродовольственных розничных сетей в 2006г., млн. долл.

| Показатель | Европа | Арбат | Банана-мама | Спортмастер |
|---------------------|--------|-------|-------------|-------------|
| Выручка | 306.9 | 185.4 | 176.5 | 668.5 |
| Валовая прибыль | 64.5 | 67.9 | 44.1 | 348.2 |
| ЕБИТДА | 36.0 | 20.4 | 14.1 | 104.4 |
| Чистые проценты | 8.7 | 11.5 | 5.7 | 17.2 |
| Активы | 254.9 | 290.7 | 136.4 | 533.1 |
| Долг | 149.3 | 157.8 | 84.4 | 151.0 |
| СК | 61.8 | 69.4 | 13.1 | 325.6 |
| Долгоср. долг/ Долг | 49% | 21% | 45% | 72% |
| Валовая рент-ть | 21% | 37% | 25% | 52% |
| Рент-ть EBITDA | 11.7% | 11.0% | 8.0% | 15.6% |
| Долг/EBITDA* | 4.2 | 5.8 | 6.0 | 1.4 |
| EBITDA/Проценты | 4.1 | 1.8 | 2.7 | 6.1 |
| Долг/Активы | 58.6% | 54.3% | 61.9% | 28.3% |
| Долг/Выручка* | 48.7% | 85.1% | 47.8% | 22.6% |

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

* аннуализированные показатели для Арбата

Позиционирование выпуска

Организатор выпуска (Тройка-Диалог) ориентирует рынок на доходность 11,4-11,6% к оферте через 1,5 года.

Банана-мама-1 в настоящее время торгуется с доходностью около 10%, размещение нового займа и последние финансовые показатели, по всей видимости, еще не отразились на первом выпуске компании.

Наиболее близким аналогом Банана-мама является Спортмастер, который недавно разместил дебютный выпуск облигаций. Обе сети занимаются продажей продукции, не являющейся товарами первой необходимости, при этом существенную долю продаж каждой составляют текстиль и крупногабаритные товары. Помимо Спортмастера, подходящими бенчмарками для Банана-мама также могут служить выпуски парфюмерно-косметических сетей: Арбат-Престиж и Иль-де-Ботэ.

Облигации Спортмастера не торгуются на вторичном рынке, размещение проходило в чрезвычайно агрессивном режиме – доходность выпуска к оферте через 1,5 года составила 8,99% или более чем на 100 б.п. ниже прайсинга организатора. На наш взгляд, кредитному качеству Спортмастера более соответствует ставка доходности 10%.

Финансовые показатели Спортмастера отражают объективно наилучшее кредитное

Плюсы

- Высокие темпы роста, динамичное развитие
- Привлекательный сегмент торговли, конкуренция в организованном формате пока невелика
- Устойчивые позиции, представленность в регионах

Минусы

- Высокая долговая нагрузка
- Низкая рентабельность на уровне валовой и операционной прибыли
- Низкая финансовая и организационная прозрачность Группы
- Повышенные риски рефинансирования

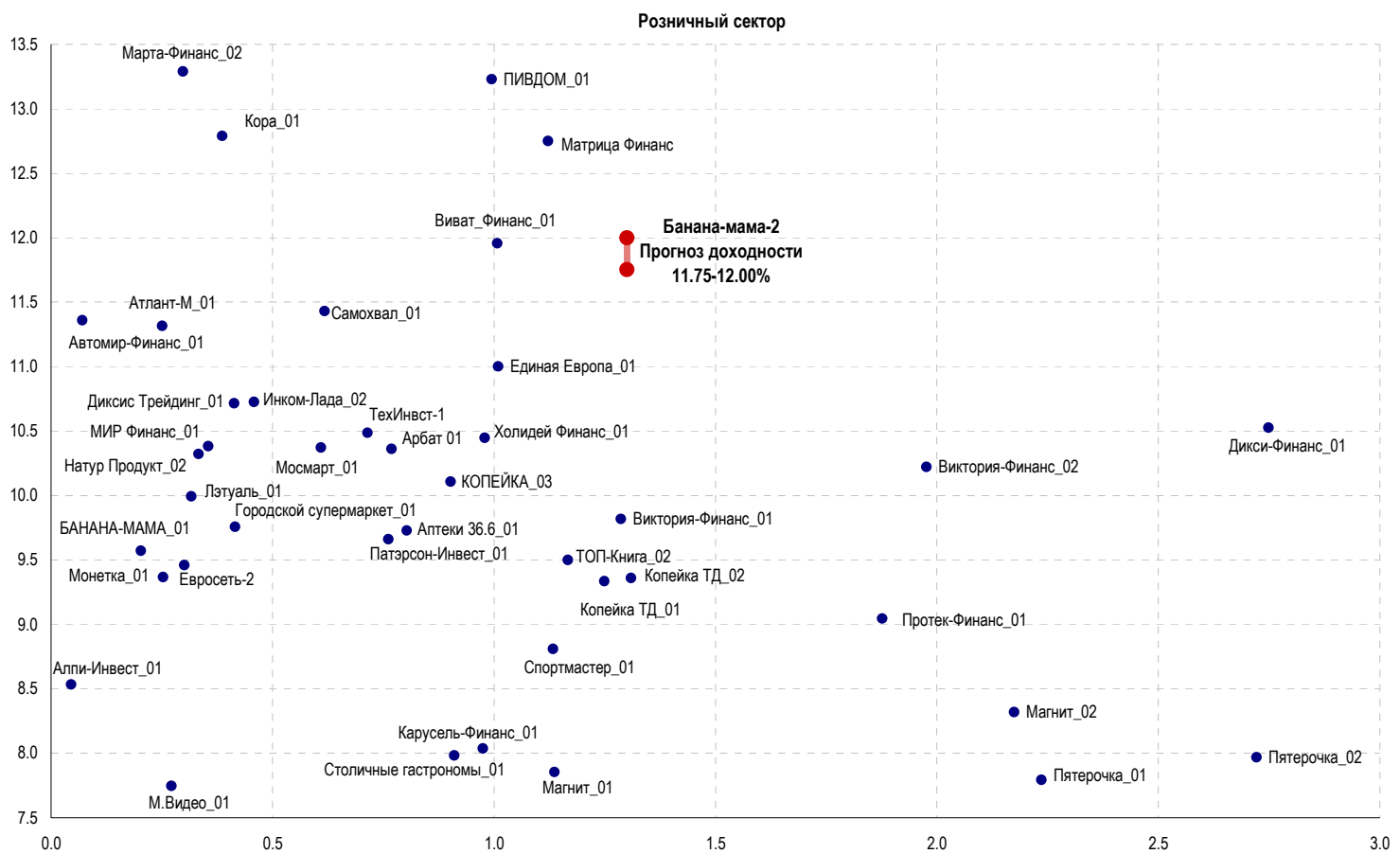
качество среди сопоставляемых компаний. Единственная проблема компании – финансовая прозрачность, которая явно не дотягивает до стандартов 1 эшелона розничной торговли. Справедливую премию Бананы к Спортмастеру мы оцениваем в размере 150 б.п.

По показателю Долг/ЕБИТДА Банана-маму почти догнал Арбат-престиж, однако, при этом Арбат имеет существенно больший объем собственного капитала. Кроме того, нам известно, что часть магазинов Арбата находится в собственности компании, в отличие от Банана-мама.

По валовой марже Банана-мама уступает всем кроме Единой Европы, невысокая рентабельность последней связана с большой долей низкорентабельной дистрибуции в совокупной выручке. Рентабельность по ЕБИТДА – самая низкая среди рассматриваемых компаний.

Вывод: На наш взгляд, справедливая доходность выпуска Банана-мама-2 составляет 11,75-12,00%. Этот диапазон включает ожидания компании по ускоренному росту выручки и ЕБИТДА до конца года, а также прогнозные значения показателя Долг/ЕБИТДА на уровне 6X. В тоже время, если прогнозы компании не оправдаются, а долговая нагрузка продолжит свой рост, то доходность выпуска Банана-мама может быть выше, а эмитент закрепится в 3 эшелоне розничных операторов.

Мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки с доходностью 11,75% и выше. В случае более агрессивного размещения эмитента, альтернативным вложением могут стать облигации ритейлеров, которые могут похвастать лучшим соотношением кредитного качества и доходности, например выпуск Единой Европы.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

Zaleskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

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 исключительно 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 не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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.