



Рынок рублевых облигаций

КОММЕНТАРИИ ПО РЫНКУ

БАНАНА-МАМА-2: не ниже 11,5%

Сегодня, 16 августа, розничная сеть магазинов детских товаров эконом-класса «БАНАНА-МАМА», насчитывающая 68 магазинов в шести федеральных округах, разместит второй выпуск облигаций. Почти две трети средств, привлеченных в результате выпуска, предполагается направить на развитие розничной сети, остальные – на рефинансирование текущей задолженности. Основные параметры выпуска:

- Объем – 1,5 млрд руб.;
- Срок обращения – 3 года;
- Оферта – через 1,5 года;

После размещения облигации будут включены в котировальный список «В» на ММВБ. Это означает, что вторичное обращение начнется через несколько дней после аукциона.

Мы рекомендуем подавать заявки, соответствующие доходности 11,5% и выше к полуторалетней оферте.

Структура выпуска

Эмитентом облигаций выступает ООО «БАНАНА-МАМА», контролирующее девять региональных розничных операторов и прочие компании, входящие в состав группы. Поручительство предоставлено ООО «ТД «Триал», через которое проходят централизованные закупки товаров для магазинов сети, то есть оборот группы.

Акционеры

Созданная в апреле 2004 г. владельцами одной из крупнейших в России компаний розничной торговли бытовой техникой и электроникой «Эльдорадо», Игорем и Олегом Яковлевыми, БАНАНА-МАМА ориентирована на принципиально иной сегмент розничного рынка. Рынок детских товаров, где доля организованной торговли невелика (около 40%), а специализированных магазинов еще меньше, отличается сильной фрагментацией и низким уровнем конкуренции.

Операционная деятельность

Группа стремительно наращивает объем продаж. В 2006 г. темпы роста выручки составили 82%, а в первом полугодии текущего года – примерно 42%. По итогам 2007 г. года компания рассчитывает получить выручку в размере 7,8 млрд руб., что превышает показатель 2006 г. на 64%. До сих пор БАНАНА-МАМА развивала розничную сеть на заемные средства и, судя по всему, планирует придерживаться этой стратегии и в дальнейшем.

Быстрый рост сети стал возможным среди прочего благодаря применению арендной модели роста. Торговые объекты БАНАНА-МАМЫ размещены на площадях, арендованных на срок от одного года до пяти лет. В перспективе сеть планирует довести долю собственных площадей до 10%.

Еще одна отличительная черта компании – высокая доля товаров, реализуемых под собственной торговой маркой (private label). Согласно оценке БАНАНА-МАМЫ, по итогам 2007 г. на долю товаров этой категории придется 17–19%, а в 2008 г. – 30% оборота.

Стратегия

БАНАНА-МАМА стремится построить розничную сеть федерального уровня. Компания планирует открывать новые магазины в городах с населением более 500 тыс. чел. и охватить не менее 20% рынка.

У менеджмента компании масштабные планы: в 2007 г. будет открыто 22 новых магазина, в результате чего сеть увеличится до 90 гипермаркетов. Вместе с тем темпы открытия новых



магазинов снижаются год от года на протяжении всей недолгой истории развития сети, что вполне закономерно, учитывая эффект нулевой базы. Если в 2006 г. число магазинов увеличилось на 126%, то на 2007 г. запланирован рост сети лишь на 73%, а по итогам 2008 и 2009 гг. – на 42% и 24% соответственно. По планам компании в 2009 г. сеть «БАНАНА-МАМА» будет насчитывать 159 магазинов.

Сарех

Из запланированных на 2007 г. инвестиций в объеме 1,8 млрд руб., к 1 июля БАНАНА-МАМА освоила около 0,7 млрд руб., которые были направлены на расширение розничной сети.

Средний уровень затрат на открытие нового магазина составляет 480–500 долл. на 1 кв. м, а в случае магазинов новой концепции (разработана совместно с австрийским агентством ShopConsult by Umdasch) – 800–900 долл.

Финансы

Компания готовит консолидированную управленческую отчетность по РСБУ и планирует начиная с 2007 г. готовить консолидированную отчетность по МСФО, аудит которой за этот год выполнит Deloitte&Touche.

Выручка компания растет весьма высокими темпами. В 2006 г. продажи увеличились на 82%, а в первом полугодии текущего года – примерно на 42%. Согласно оценке менеджмента, по итогам 2007 г. выручка компании достигнет 7,85 млрд руб., превысив уровень 2006 г. на 64%.

По прогнозу компании, рентабельность EBITDA по итогам 2007 г. года несколько снизится – до 10,2% по сравнению с 10,6% в 2006 г. По нашему мнению, снижение рентабельности будет связано с ростом административных коммерческих расходов, до 75% которых в 2006 г. были сформированы арендными платежами (45%) и затратами на оплату труда (30%).

Мы отрицательно оцениваем политику компании по отражению затрат на открытие новых магазинов – БАНАНА-МАМА капитализирует все расходы, превышающие 5 тыс. долл., а отсутствие данных консолидированного отчета о движении денежных средств в материалах, подготовленных к размещению, не позволяет оценить потребности компании во внешнем финансировании.

Долговая нагрузка компании находится на достаточно высоком уровне (Долг/EBITDA – 4,4х, Долг/Собств. капитал – 6,5х). Кроме того, мы допускаем, что часть долговой нагрузки, связанная с лизингом торгового оборудования, осталась за рамками управленческой отчетности. Лизинг торгового оборудования – обычная практика торговых операторов, стремящихся, вопреки его удорожанию сократить объем финансирования в каждом конкретном году.

Размещение второго займа приведет к росту задолженности, однако, по утверждению компании, к концу 2007 г. часть краткосрочных займов будет погашена. В этом случае долг на конец года не превысит 4 млрд руб., а отношение долга к EBITDA окажется на уровне 4,8х.

Резюмируем вышеизложенное. Мы считаем кредитное качество БАНАНА-МАМА не слишком высоким. Компанию отличают риски, присущие инвестиционному проекту на ранней стадии реализации, поскольку она действует на рынке, потенциал которого в масштабах страны пока неочевиден. Комфортное письмо совладельцев сети «Эльдорадо» указывает лишь на афиллированность небольшого ритейлера с крупным игроком, однако о последнем на публичном рынке известно крайне мало – почти ничего, кроме оценочного размера выручки. Ввиду этого мы не советуем инвесторам безоговорочно воспринимать комфортное письмо как фактор кредитной поддержки.

Ключевые финансовые показатели Банана-Мама

упр. учет, млн руб.	2005	2006	1П2007
Выручка	2 631	4 789	3 115
EBITDA	186	509	300
Активы	1 967	3 591	5 155
Собств. капитал	132	344	377
Долг	1 102	2 223	3 412
Чистый долг	1 000	2 006	3 305
Норма EBITDA	7,1%	10,6%	9,6%
Текущ. ликвидность	0,9	1,1	0,8
Краткоср. долг	100%	55%	71%
Долг/Собств. капитал	836%	646%	905%
Долг/Активы	56%	62%	66%
Долг/EBITDA	5,9	4,4	5,2
Чистый долг/EBITDA	5,4	3,9	5,1
EBITDA/Проценты	5,2	3,5	2,0

Источник: Компания



Другой негативный фактор – бизнес-модель, которая до настоящего времени была основана на 100%-ой аренде. С одной стороны, такой подход, безусловно, способствует быстрому расширению сети, а с другой – единственным активом компании в этом случае является ее операционная деятельность, тогда как наличие портфеля недвижимости часто служит фактором, примиряющим инвестора с высокой долговой нагрузкой эмитента.

Прайсинг

Обращающийся на рынке первый выпуск эмитента неприемлем в качестве индикатора доходности, так как до оферты осталось всего 2,5 месяца. В непростой конъюнктуре, сложившейся на рынке рублевых облигаций, выпуск БАНАНА-МАМА-2 может привлечь инвесторов, стремящихся снизить риски портфеля за счет приобретения высокодоходных бумаг с короткой дюрацией. Единственным прямым аналогом БАНАНА-МАМА на рынке облигаций является Детский мир, однако и эта бумага не может служить ориентиром для нового выпуска эмитента, поскольку по ней предоставлена гарантия правительства Москвы, что служит мощным фактором кредитной поддержки.

Среди других розничных компаний непродовольственной розницы, представленных на рынке облигаций, – Л'Этуаль, Единая Европа, Арбат Престиж (парфюмерно-косметическая продукция), (бытовая техника и электроника), Спортмастер (спортивные товары). Часть выпусков названных эмитентов по той или иной причине не может служить индикатором доходности. Оферта по облигациям Л'Этуаль наступает через 4 месяца, ликвидность в дебютном выпуске Спортмастера практически отсутствует. Арбат-Престиж-1 торгуется под 10,48% на 10,5 мес., выпуск Единая Европа-1 можно купить под 11% на 14,3 мес. Техносила торгуется под 10,06% к оферте через 10 мес. По нашему мнению, второй выпуск облигаций БАНАНА-МАМА в силу разных причин уступает любому из перечисленных эмитентов по кредитному качеству. Техносила, несмотря на высокую долговую нагрузку, в разы превосходит БАНАНА-МАМУ по обороту. При также высокой долговой нагрузке Арбат-Престиж существенно превосходит БАНАНА-МАМУ по обороту и, в отличие от последней, владеет большинством площадей, на которых размещены магазины компании в Москве – что не может не добавлять уверенности инвесторам. Единая Европа, опять-таки, превосходящая эмитента по обороту, в 2006 г. имела меньшую долговую нагрузку.

Если пересчитать доходность облигаций Арбат-Престиж, Единой Европы и Техносилы на срок 1,5 года, то получится 10,5% для Техносилы, 10,85% для Арбат-Престижа и 11,2% для Единой Европы.

Мы считаем, что БАНАНА-МАМА-2 будет интересен инвесторам на минимальном уровне доходности – 11,30% на 1,5 года. Помимо вышеперечисленных соображений, это мнение основано на том, хорошей альтернативой выпуску БАНАНА-МАМА-2 являются чуть более короткие облигации Единой Европы, имеющей более сильный кредитный профиль, или покупка на форварде недавно размещенного выпуска ТТС-1, доходность которого на 1,5 года соответствовала бы 11,15%, при существенно более высоком кредитном качестве. Таким образом, мы полагаем, что БАНАНА-МАМА-2 становится привлекательной при доходности выше 11,3%, без учета влияния конъюнктуры рынка. Мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки на уровне 11,5% в доходности и выше.

Кити Панцхава, pantshavaks@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, вице-президент, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Дэниэл Клейман, трейдер, klejmandm@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Кити Панцхава, ст. аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока

Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, вед. специалист, stepanenkaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Евгений Кочемазов, вице-президент, kochemazov@uralsib.ru
Ольга Красноперова, аналитик, krasnoperovaoy@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, CFA, tabakhav@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007