

## ДЕТСКИЙ МИР (NR): КРЕДИТНЫЙ РИСК МОСКВЫ ПО ЦЕНЕ 3-ГО ЭШЕЛОНА

**ДМИТРИЙ ТУРМЫШЕВ** +7 495 647-2589  
dmitry.turmyshev@trust.ru

**ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ** +7 495 647-2360  
leonid.ignatiev@trust.ru

Компания «Детский мир» за последние 3 месяца провела 2 целевые допэмиссии акций, получив тем самым денежные средства от головной структуры и Сбербанка совокупным объемом около RUB5 млрд. На наш взгляд, приобретение нового стратегического инвестора в лице Сбербанка и дальнейшее улучшение ситуации на рынке потребительских товаров должно позитивно сказаться на кредитном качестве Детского мира – крупнейшем ритейлере России в сегменте «товары для детей».

Несмотря на крайне слабый и даже уязвимый кредитный профиль Детского мира, который пока поддерживается только акционерами компании, мы обращаем внимание на привлекательность рублевых облигаций компании с погашением в 2015 г. Сейчас эта бумага предлагает доходность на уровне 10.80% годовых (дюрация 3.7 года).

Сам по себе stand-alone кредитный риск Детского мира стоил бы, разумеется, дороже. Однако ключевой особенностью выпуска являются гарантии правительства Москвы по телу долга. Именно эта техническая деталь заставляет нас рекомендовать инструмент к покупке. На наш взгляд, в качестве долгосрочной инвестиции бонд ДМ Центр-1 выглядит привлекательно. Важно, что бумага, несмотря на свою уникальную структуру и небольшой номинал, вполне ликвидна и имеет неширокий bid-ask спред, что позволяет придерживаться не только стратегии «покупка до погашения».

### ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Группа компаний «Детский мир» занимает лидирующую позицию в розничной торговле детскими товарами в России. Группа включает в себя сеть магазинов «Детский мир», работающую во многих крупных городах страны, детский центр премиальных товаров «Детская Галерея «Якиманка», а также компанию «С-тойз», одного из ведущих дистрибуторов детских товаров в России.

По данным компании, сеть магазинов «Детский мир» на конец 2К 2010 г. включала в себя 130 магазинов различных форматов в 68 городах России с общей торговой площадью более 210 тыс. квадратных метров. Выручка «Детского мира» по итогам 2009 г. (отчетность по РСБУ головной компании Группы) составила RUB18.8 млрд.

Детский мир входит в розничный сегмент бизнеса АФК «Система» наряду с банком МБРР, ВАО «Интурист» и медицинской компанией МЕДСИ. Исторически АФК «Система» рассматривала Детский мир как стратегический актив, имея до последнего времени 100% долю в управляющей компании холдинга.

### ОСОБЕННОСТИ БИЗНЕСА

Детский мир работает в сегменте розничного бизнеса, ориентированном на товары для детей и подростков. Специфика этого рынка характеризуется следующими чертами:

- **Низким уровнем консолидации отрасли:** на рынке мало крупных игроков, среди которых Детский мир является самым узнаваемым. Детский мир, по оценкам самой компании, занимает около 30% рынка детских товаров в России, узнаваемость бренда находится на уровне 95%.

### ГЕОГРАФИЯ ПРИСУТСТВИЯ СЕТИ «ДЕТСКИЙ МИР»

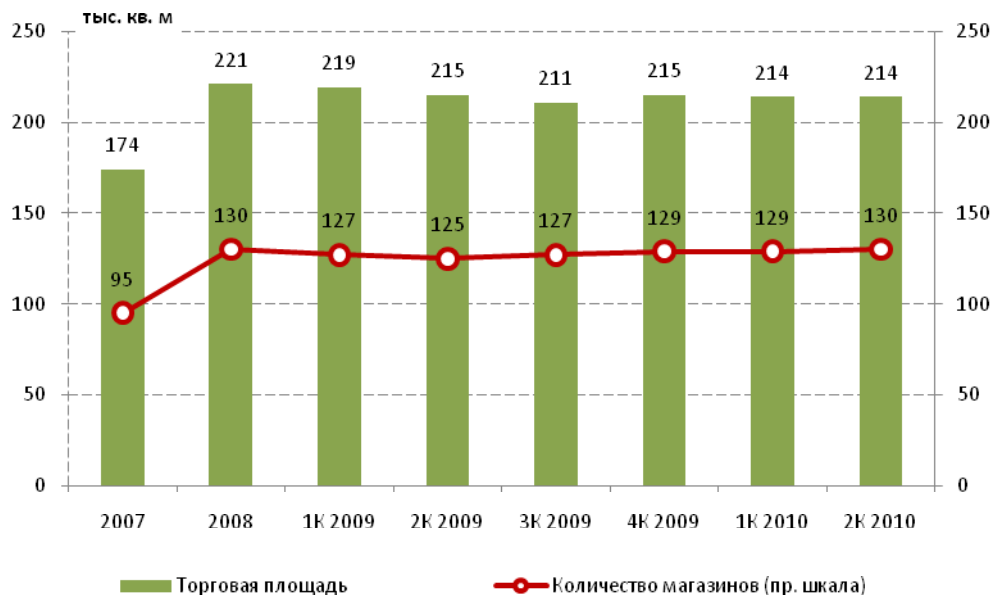




- **Низким проникновением розницы**, специализирующейся на детских товарах. Потенциал роста самого рынка значительно выше, чем у обычного потребительского.
- **Высокой устойчивостью во время кризиса.** Сама АФК «Система» официально декларирует, что потребление детских товаров во время кризиса снизилось в значительно меньшей степени (около 10%), чем совокупное потребление (около 20%). В то же время мы склонны экстраполировать этот тезис на Детский мир лишь отчасти: очевидно, что, может быть, потребление падает в кризис и несильно, однако в значительной мере смещается в более дешевые сегменты (рынки, точки неорганизованной торговли). Похожая ситуация наблюдалась и в продуктовом ритейле (Магнит vs Седьмой континент) и ресторанном бизнесе (Росинтер Ресторантс).

Детский мир, в отличие от других компаний розничного бизнеса, в последние 2 года практически не наращивал торговую площадь и число магазинов. Тем не менее магазины постоянно обновляются: по заявлениям компании число «молодых» магазинов (те, что работают менее 3 лет) достигает 70%. Наиболее важными показателями эффективности розничного бизнеса являются динамика LfL продаж и динамика среднего чека, однако такую информацию Детский мир и АФК «Система» не публикуют.

#### ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА МАГАЗИНОВ И СОВОКУПНОЙ ТОРГОВОЙ ПЛОЩАДИ ДЕТСКОГО МИРА



Источник: данные АФК «Система»

#### АКТУАЛЬНОЕ ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ

Из информации на официальном сайте компании следует, что Детский мир публикует отчетность по МСФО раз в 2 года, однако основные финансовые показатели можно почерпнуть из консолидированной отчетности и презентаций менеджмента АФК «Система». Судя по последней доступной отчетности Детского мира по МСФО за 2008 г., корреляция отчетности, составленной по российским и международным стандартам, высокая. По статьям, отражающим операционные показатели и состояние кредитного портфеля, совпадение практически стопроцентное.

Оценивая кредитное качество Детского мира, нельзя рассматривать его в отрыве от АФК «Система», так как в противном случае компания с большой вероятностью не смогла бы осуществлять свою операционную деятельность и обслуживать долг. Даже в предкризисный период компания работала на грани безубыточности, получая отрицательную прибыль от продаж и генерируя отрицательный операционный денежный поток. В кризисный 2009 г. компания и вовсе стала генерировать отрицательную EBITDA, что не позволило бы ей собственными силами обслуживать долг, который на конец 2009 г. составлял не менее RUB7.7 млрд. Объем процентных выплат по итогам 2009 г. составил около RUB0.8 млрд., что при отрицательных EBITDA и операционном денежном потоке выглядело явно непосильным для компании грузом.

Несколько улучшает ситуацию объем денежных средств на счетах компании с учетом краткосрочных финансовых вложений: по итогам 9М текущего года он составил около RUB1.8 млрд. (RUB2.3 млрд. на конец 2009 г.). В 3К 2010 г. мы отмечаем некоторое улучшение операционных показателей компании. Показатель «EBITDA» вышел в положительную область при росте выручки на 35%. Однако даже учитывая позитивные сдвиги, долговая нагрузка компании остается на запредельных уровнях: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил по итогам 9М 2010 г. около 7.5х.



## КЛЮЧЕВЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕТСКОГО МИРА ПО РСБУ

РСБУ, RUB млрд.	2008	2009	3М 10	6М 10	9М 10
Выручка	19.2	18.8	3.9	7.9	13.2
ЕБИТДА	0.1	-0.6	-0.3	-0.3	0.3
Чистая прибыль	-1.3	-2.1	-0.3	-0.8	-0.5
Совокупный долг	6.6	7.7	8.2	6.8	5.8
Краткосрочный долг	2.6	2.4	3.0	1.4	0.5
Денежные средства и эквиваленты	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1
Краткосрочные фин. вложения	2.1	1.8	1.8	1.8	1.7
Собственный капитал	1.3	-0.8	-1.1	-1.5	0.4
Активы	14	12	12	11	11
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	1%	-3%	-7%	-4%	2%
ЕБИТДА/проценты	0.3				0.6
Долг/ЕБИТДА*	49.6				11.0
Чистый долг/ЕБИТДА*	29.7				7.5
Долг/Собственный капитал	4.9				14.6

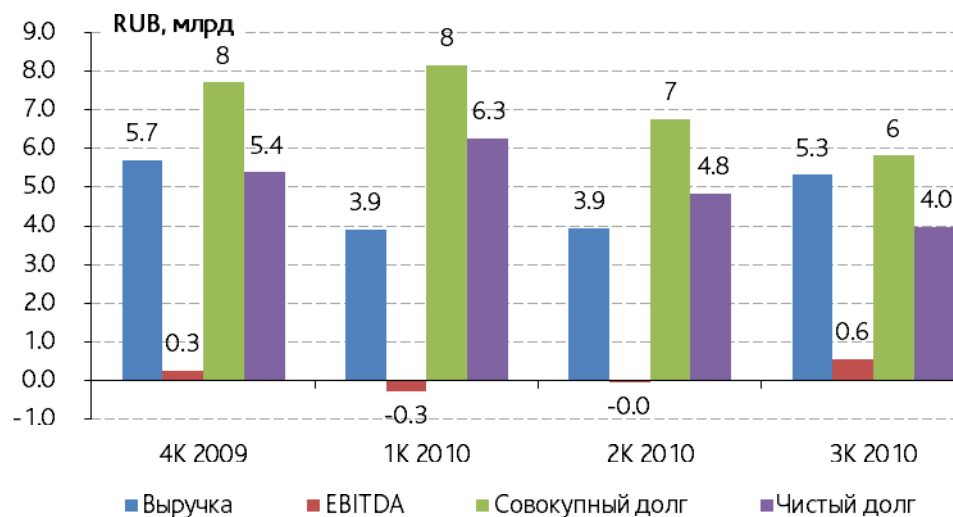
\* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Ключевым кредитным событием для компании за последние пару лет стала допэмиссия акций компании, проведенная в августе 2010 г. К моменту данной транзакции из-за накопленных убытков прошлых лет, собственный капитал ушел «в минус». Благодаря этой операции, Детский мир получил денежные средства в размере около RUB1.6 млрд., а АФК «Система», выкупившая весь объем эмиссии, осуществила вливание в капитал дочерней структуры. На конец 9М 2010 г. собственный капитал достиг RUB0.4 млрд.

Уже через 3 месяца капитализация компании продолжилась, но уже на другом качественном уровне. В начале ноября 2010 года АФК «Система» сообщила о том, что достигла со Сбербанком договоренности о его вхождении в капитал Детского мира. В результате была проведена целевая допэмиссия акций компании, в результате которой Сбербанк получил блокирующий пакет (25%+1 акция), заплатив около RUB3.4 млрд. О планах по привлечению стратегического инвестора в капитал дочерней компании АФК «Система» заявляла еще несколько месяцев назад. И тот факт, что этим инвестором стал Сбербанк, мы оцениваем очень позитивно.

## ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ОПЕРАЦИОННЫХ И ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕТСКОГО МИРА



Источники: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

## КЛЮЧЕВЫЕ СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- АФК «Система» и Сбербанк – основные акционеры компании, способные в сложной ситуации предоставить сети финансовую поддержку;
- Облигационный долг компании имеет прямую гарантию со стороны Правительства Москвы;
- Лидирующее положение на низкоконцентрированном рынке непродуктовой розницы;
- Признаки улучшения финансового состояния компании в 3К 2010;



## КЛЮЧЕВЫЕ РИСКИ ДЛЯ КРЕДИТОРОВ

- Очень высокая долговая нагрузка при практически нулевой EBITDA и отрицательных денежных потоках;
- Нам трудно сказать, что является нормальным уровнем рентабельности для организованной торговли детскими товарами, однако едва ли Детский мир стоит назвать высокомаржинальным бизнесом;
- Не слишком высокая прозрачность, ограниченная отчетностью по РСБУ и презентациями головной компании АФК «Система»;
- Сбербанк выступает для компании больше инвестором-«белым рыцарем», нежели по-настоящему стратегическим (явно непрофильный бизнес) или даже портфельным инвестором (оценка стоимости бизнеса компании, очевидно, не выражается пока положительным числом);
- Потенциально розничное подразделение бизнес-единицы «Потребительские активы» может стать для АФК «Система» наименее привлекательным из-за хронически отрицательной EBITDA, генерируемой этим сегментом бизнеса. Напомним, что остальные направления этой бизнес-единицы – Интурист, Медси – прибыльны на уровне EBITDA;
- Отсутствие публичной стратегии развития компании;
- Гарантии Москвы распространяются только на тело долга и не затрагивают процентные выплаты.

## МНЕНИЕ ОБ ОБЛИГАЦИЯХ ДЕТСКОГО МИРА

Несмотря на крайне слабый и даже уязвимый кредитный профиль Детского мира, который пока поддерживается только акционерами компании, мы обращаем внимание на привлекательность рублевых облигаций эмитента с погашением в 2015 г. Сейчас эта бумага предлагает доходность на уровне 10.80% годовых (дюрация 3.7 года).

Сам по себе stand-alone кредитный риск Детского мира стоил бы, разумеется, дороже. Однако ключевой особенностью выпуска являются гарантии правительства Москвы по телу долга. Именно эта техническая деталь заставляет нас рекомендовать инструмент к покупке.

Облигации Детского мира позволяют купить кредитный риск Москвы с двузначной доходностью, или около 370 бп непосредственно к кривой Москвы. У нас нет сомнений в том, что для правительства Москвы чуть больше RUB1.0 млрд. (номинал займа) являются критичной суммой, чтобы заподозрить намек на дефолт. Кроме того, пока контролирующим акционером эмитента является АФК «Система», то репутационные риски важны также и для холдинга Владимира Евтушенко, различные компании которого в избытке представлены на облигационном рынке. В любом случае в более трудные времена, чем сейчас (2П 2008-1П 2010) компания исправно платила по купонам.

На наш взгляд, в качестве долгосрочной инвестиции бонд **ДМ Центр-1** выглядит привлекательно. Важно, что бумага, несмотря на свою уникальную структуру и небольшой номинал, вполне ликвидна и имеет неширокий bid-ask спред, что позволяет придерживаться не только стратегии «покупка до погашения».

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

### Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

### Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-25-89  
Дмитрий Турмышев

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Кирилл Коваленко

### Клиентские продажи

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90  
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39  
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46  
Светлана Федоровых

### REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

### BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и OBB3  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

*Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.*

*Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.*