

6 апреля 2007 г.

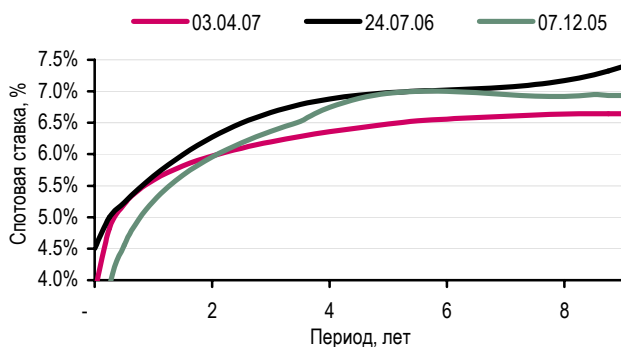
Валентина Крылова  
+7 (495) 258 7968  
VKrylova@rencap.comПетр Гришин  
+7 (495) 258 7789  
PGrishin@rencap.com

## Детский мир

### Потенциал роста цены – 2.5 п. п.

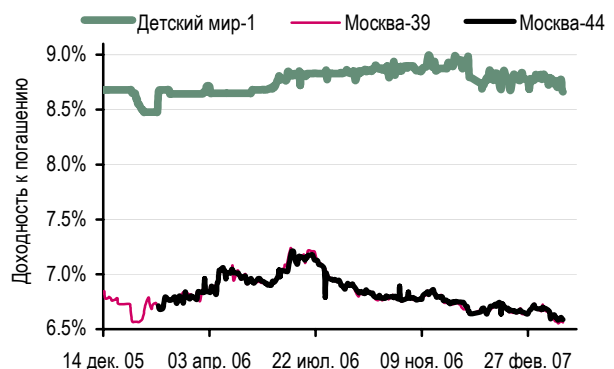
- **Справедливая цена – около 102.7.** С нашей точки зрения, первый выпуск торговой сети Детский мир торгуется гораздо ниже уровня справедливой цены. По нашей оценке, справедливой ценой является 102.68, что предполагает потенциал роста котировок в 2.5 п. п.
- **Ориентир – снижение доходности инструментов Москвы.** С момента размещения дебютного выпуска Детского мира (начало декабря 2005 г.) доходность к погашению облигаций Москва-39 (инструменты имеют сопоставимую дюрацию) снизилась на 30 б. п. Аналогичным образом участники рынка не посчитали ценовое ралли по обязательствам Москвы (с июля прошлого года доходность к погашению облигаций Москва-39 упала на 65 б. п.) основанием для переоценки выпуска Детский мир-1. На данный момент кривая спот-ставок инструментов Москвы находится ниже прежних уровней (рис. 1), что не нашло своего отражения в ценообразовании по облигациям Детского мира.
- **Методика оценки.** Гарантия по выпускам Москвы покрывает основную сумму обязательств, но не купонные выплаты. Согласно условиям гарантии, в случае пропуска купонного платежа у правительства Москвы не возникает обязательств перед инвесторами. По этой причине мы дисконтируем денежные потоки по основной сумме и купонным платежам, используя разные кривые спот-ставок. В случае основной суммы обязательств, в отношении которой распространяется гарантия, ставка дисконтирования равна текущей спотовой ставке облигаций Москвы, увеличенной на 30 б. п. вследствие разницы прямых рисков Москвы как эмитента и рисков по гарантии. Применительно к купонным платежам мы рассчитываем автономный (т. е. без фактора АФК Система) кредитный спрэд Детского мира.
- **Справедливый кредитный спрэд – 500 б. п.** Мы допускаем, что справедливый спрэд Детского мира к кривой доходности Москвы составляет 500 б. п. Хотя Детский мир до сих пор не опубликовал полную отчетность за прошлый год, наше допущение представляется обоснованным. В частности, такой спрэд шире кредитного спрэда Дикси на 25 б. п. (475 б. п.). Долговые обязательства Дикси торгуются на низких уровнях из-за более значительной по сравнению с прогнозами долговой нагрузки и относительно низких показателей рентабельности. Следует также принимать во внимание, что Детский мир контролируется АФК Система. Ввиду небольших масштабов бизнеса Детский мир не включается в условия перекрестного невыполнения обязательств по выпускам еврооблигаций АФК Система, но с учетом фактора поддержки со стороны акционеров справедливый спрэд его облигаций, по нашему мнению, должен быть уже на 50 б. п. Таким образом, значение справедливого автономного спрэда Детского мира было бы на 75 б. п. больше спрэда Дикси, что представляется нам весьма консервативной оценкой.

Рисунок 1. Кривая доходности облигаций Москвы



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Доходность облигаций Москвы и Детского мира



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

125009, Москва

Вознесенский переулок, 22

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

### Аналитическое управление

#### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

Rnash@rencap.com

#### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

Aburgansky@rencap.com

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoisseev@rencap.com

#### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

Nzagvozdina@rencap.com

#### Заместитель начальника отдела анализа долговых обязательств

Павел Мамай

+ 7 (495) 258 7708

Pmamai@rencap.com

#### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

Dnangle@rencap.com

Светлана Ковальская

#### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

Malaxeenkova@rencap.com

#### Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов

Efaritov@rencap.com

#### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

Nzagvozdina@rencap.com

Алексей Языков

Иван Николаев

#### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

Rnash@rencap.com

Ованес Оганисян

Тим Брэнтон

#### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@rencap.com

Юрий Власов

#### Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@rencap.com

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@rencap.com

Елена Савчик

Роман Елагин

Ирина Елиневская

#### Электротехника

+ 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг

Dweaving@rencap.com

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@rencap.com

Патриция Сомервилл

Джулия Белл

Трэвис Джонс

#### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин

Vpantushin@rencap.com

Олеся Черданцева

#### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

Akazbegi@rencap.com

Анна Куприянова

#### Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@rencap.com

Фаиг Байрамов

Светлана Дрыгуш

Юлия Голуцова

Владислав Носик

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@rencap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

#### Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoisseev@rencap.com

Николай Подгузов

Валентина Крылова

Анастасия Головач

Олеся Черданцева

Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7708

Павел Мамай

Pmamai@rencap.com

Дмитрий Поляков

Петр Гришин

Наргиз Садыхова

#### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова

Ostepanova@rencap.com

Юлия Попова

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

диперская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100