



## СПК-1, ТГК-8-1, Незабудка-1

### СПК-1

#### Дата размещения

Конец мая 2007 г.

#### Параметры выпуска

Объем – 1 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – 3 года. Структурой выпуска предусмотрена полугодовая оферта.

#### Профиль компании

СПК – одна из крупнейших в России компаний по торговле металлом. Компания действует преимущественно на вторичном рынке и не имеет почти никакого собственного производства. По сути дела, СПК приобретает металлопрокат у основных отечественных и иностранных производителей и поставляет его конечным потребителям в различных российских регионах.

Деятельность компании сосредоточена преимущественно в Уральском федеральном округе (включая Екатеринбург), а также Поволжье и Казахстане, однако СПК физически присутствует почти во всех российских регионах.

Основными поставщиками СПК являются ММК, НЛМК, Евраз, Мечел, Макси-Групп и Mittal Steel. В число клиентов компании входит около 30 тыс. машиностроительных и строительных компаний по всей России.

#### Структура собственности

Владельцы компании – группа физических лиц, имена которых, как ни странно, не раскрываются.

#### Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

#### Цель облигационного займа

Все привлеченные средства предполагается направить на финансирование развития бизнеса. В результате размещения облигаций долговая нагрузка компании увеличится в 2007 г. приблизительно на 40 млн долл.

#### Рыночные позиции

Доля СПК на вторичном рынке металлов, составляет, по оценке компании, 5,9%, что позволяет опередить всех конкурентов, среди которых в меморандуме, посвященном выпуску облигаций, названы Металлсервис (5,3%), Комтех (4,9%) и Инпром (4,1%).

#### Финансовая отчетность

СПК представляет финансовую отчетность по РСБУ, а также располагает консолидированной неаудированной управленческой отчетностью по МФСО, включающей прогнозные оценки на будущие периоды.

#### Активы

На конец 2006 г. совокупные активы компании составляли 155 млн долл., что на 50% превышает показатель 2005 г. По оценке компании, в 2007 г. активы достигнут 222 млн долл.

Структура активов:

- Основные средства – 21,4%;

СПК-1 '10	
Сектор	металлургия
Размещение	конец мая 2007 г.
Эмитент	ЗАО "УК СПК"
Объем	1 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Оферта	1.5 года по цене 100%
Организатор	Тройка
Ориентир орг-ра	УТР 10,00-10,20%
Справ. д-ть	УТР 10,00%



- Товарно-материальные запасы – 16,3%;
- Дебиторская задолженность – 48,9%;
- Денежные средства – 6,1%;
- Другие – 7,3%.

Существенная трудность, которая СПК, как и другие металлоторговцы, испытывает при осуществлении деятельности, заключается в том, что в большинстве случаев компания вынуждена приобретать металл у поставщиков на условиях предоплаты, одновременно накапливая значительную дебиторскую задолженность, равную почти половине совокупных активов.

## Отчет о прибылях и убытках

Выручка по итогам 2006 г. – 750 млн долл., рост на 42% по сравнению с 2005 г. В 2007 г. выручка, как ожидается, достигнет 1012 млн долл.

ЕБИТДА по итогам 2006 г. – 30 млн долл., норма ЕБИТДА – 3,9%. Данные по ЕБИТДА за 2005 г. не представлены. Операционная рентабельность по итогам 2006 г. выросла с 1,8% до 3,8%. По оценкам компании, в 2007 г. норма ЕБИТДА вырастет до 6,6%.

Чистая рентабельность по итогам 2006 г. – 2,4% против 0,7% в 2005 г.

## Долг

Совокупный долг на конец 2006 г. – 69 млн долл. в виде кредитов Газпромбанка, Сбербанка, МДМ-банка, Raiffeisenbank, TuganAlem и др. С учетом предстоящего размещения совокупный долг достигнет в 2007 г. 135 млн долл.

Долг/Капитал – 1,6х против 1,5х в 2005 г.

Долг/ЕБИТДА – 2,3х в 2006 г., в 2007 г., отношение, как ожидается, снизится до 2х. Исходя из консервативной оценки, согласно которой в 2007 г. норма ЕБИТДА останется на уровне 2006 г. (около 4%), получаем оценочный показатель Долг/ЕБИТДА на конец 2007 г. – 3,4х.

В целом, долговая нагрузка СПК представляется умеренной по стандартам российского рынка облигаций.

## Ликвидность

ЕБИТДА/Проценты – 5х в 2006 г.

Коэффициент текущей ликвидности – 1,1х в 2006 г. по сравнению с 1х в 2005 г.

Доля краткосрочного долга – 100% в 2006 г., в 2007 г., она, как ожидается, сократится до 72%.

В целом, нам представляется, что у СПК достаточно возможностей для рефинансирования долга, поскольку помимо облигаций со сроком обращения, равным, по сути, 1,5 года, задолженность компании представлена банковскими кредитами, об изменении условий выплаты которых СПК может договориться с кредиторами.

## Капиталовложения

В 2007 г. – 14,6 млн долл., в 2008 г. – 17,7 млн долл., в 2009 г. – 19,8 млн долл.

В 2007 г. свободный денежный поток, как ожидается, будет отрицательным на уровне –57 млн долл., но уже в 2008 г. компания рассчитывает выйти на его положительную величину, хотя она и будет незначительной.

## Конкуренты

Ближайший аналог СПК на рынке рублевых облигаций – ее прямой конкурент Инпром:

- Инпром уступает СПК по размеру бизнеса, выручка компании по итогам 2006 г. составила 443 млн долл. по сравнению с 750 млн долл. у СПК.
- Норма ЕБИТДА выше у Инпрома – 6% по итогам 2006 г. против 3,9% у СПК.
- СПК отличается более низкой долговой нагрузкой: Долг/ЕБИТДА – 2,3х по сравнению с 7,7х у Инпрома.
- Долг/Активы – 44% в сравнении с 75% у Инпрома.
- Инпром пользуется большей известностью на рынке облигаций, чем СПК.



- Более высокая долговая нагрузка Инпрома отчасти компенсируется предстоящим в 2007 г. IPO, в результате которого размер её долга существенно изменится.

В целом, СПК несколько превосходит Инпром по кредитному качеству за счет размера бизнеса и значительно более низкой долговой нагрузки.

Примерно полгода назад, когда до оферты по выпуску Инпром-3 оставалось 6 мес., облигации компании торговались с доходностью около 9%. В настоящий момент шестимесячные ставки денежного рынка на 20bp ниже, чем в декабре 2006 г. Облигации Инпрома обладают тем преимуществом, что они включены в котировальный список А1 на ММВБ. В данном случае мы оцениваем это преимущество приблизительно в 50bp. Таким образом, без учета включения в список А1 облигации Инпрома торговались бы сегодня с доходностью 9,3% к оферте через 6 мес.

Исходя из текущей кривой ОФЗ, разницу между процентными ставками на 6 и 18 месяцев можно оценить в 30bp.

Таким образом, наша оценка доходности выпуска Инпром-3 сроком на 18 мес. на вторичном рынке без учета включения в список А1 составляет 9,6%.

Следовательно, даже с учетом премии за первичное размещение, дебютный характер и относительно низкую ликвидность выпуска (объемом 1 млрд руб.) **справедливую доходность СПК-1 можно оценить в 10% к оферте через 18 мес.**

Ориентир доходности к оферте, названный организаторами размещения, составляет 10–10,2%, таким образом, у инвесторов есть возможность приобрести облигацию с премией к справедливой доходности.

*Дмитрий Дудкин, CFA, +7 495 7880888, DudkinDI@uralsib.ru*

## ТГК-8

### Дата размещения

Четверг, 17 мая 2007 г.

### Параметры выпуска

Объем – 3,5 млрд руб. (около 36 млн долл.), полугодовые купоны, срок обращения – 5 лет. Структурой выпуска предусмотрена оферта через два года.

### Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от основных международных агентств.

### Цель облигационного займа

Привлеченные средства предполагается направить на рефинансирование краткосрочных кредитов (1,5млрд руб., или 58 млн долл.) и финансирование инвестиционной программы (2 млрд руб., или 78 млн долл.) Чистое увеличение долга после размещения выпуска, таким образом, составит 78 млн долл.

### Профиль компании

Южная генерирующая компания – ТГК-8 является одной из территориальных генерирующих компаний, созданных в ходе реформы электроэнергетического сектора. Это крупнейшая электроэнергетическая компания Южного федерального округа – ее совокупная установленная мощность составляет соответственно 13,4 тыс. Гкал/ч и 3,6 тыс МВт.

ТГК-8 осуществляет деятельность в шести субъектах федерации: Астраханской, Волгоградской и Ростовской областях, Краснодарском и Ставропольском краях, а также Республике Дагестан. Доля компании на рынке электроэнергии равна 22,7%, а на рынке тепловой энергии названных субъектов федерации колеблется в диапазоне 28%–98%.

Компания была основана в марте 2005 г. и до второго квартала 2006 г. арендовала активы, которые затем были консолидированы на ее балансе. Формирование целевой структуры ТГК-8 будет завершено после присоединения к ней последней еще не включенной в ее состав генерирующей компании (ОАО «Кубанская генерация») путем обмена акций. Допэмиссия акций, при помощи которой предполагается завершить присоединение, уже одобрена советом директоров ТГК-8. Завершение сделки намечено на середину 2007 г.

Поставки электроэнергии формируют 62%, тепловой энергии – 34% выручки компании.

ТГК-8-1 '12	
Сектор	энергетика
Bloomberg	TGKN
Размещение	17 мая 2007
Эмитент	ООО "Южная генерирующая компания ТГК-8"
Объем	3.5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	5 лет
Оферта	2 года по цене 100%
Организатор	Райффайзенбанк, ИГ Капитал
Ориентир орг-ра	УТР 8,10-8,25%
Справ. д-ть	УТР 8,3% и выше



Коэффициент использования производственных мощностей ТГК-8 в настоящий момент составляет 50,2–51,2%.

### **Структура собственности**

Контрольным пакетом акций ТГК-8 в размере 50,01% владеет РАО ЕЭС (рейтинг ВВ по версии S&P), стратегическому инвестору «Промрегион холдинг» принадлежит 16,28% акций компании.

После доэмиссии акций, запланированной на осень 2007 г., доля РАО ЕЭС может уменьшиться до 14,8%. Новые акции будут выпущены в пользу Промрегион холдинга, который, таким образом, станет владельцем контрольного пакета ТГК-8.

РАО ЕЭС сохранит контроль над средствами, привлеченными в ходе размещения облигаций, чтобы гарантировать их целевое использование – на финансирование инвестиционной программы ТГК-8.

Компания рассчитывает привлечь в ходе выпуска 21–24 млрд руб. (около 817–933 млн долл.).

### **Рыночные позиции**

Электроэнергетика – отрасль с регулируемым ценообразованием. Тарифы на электроэнергию устанавливаются Федеральной службой по тарифам. С 1 сентября 2006 г. отменено регулирование спот-цен на электроэнергию. В 2007 г. предполагается реализовать на спот-рынке рынок, а остальные 95% будут поставляться потребителям по регулируемым ценам на основе двусторонних контрактов. Дисбаланс между запланированным и фактическим объемом производства либо потребления энергии будет реализован на спот-рынке.

В рамках реформы электроэнергетической отрасли правительство планирует начиная с 2008 г. ежегодно сокращать долю двусторонних контрактов на 5–15%.

В отличие от электроэнергии, доля реализации которой по свободным ценам будет возрастать, либерализация продаж тепловой энергии в ближайшем будущем не планируется. Коммунальные службы, как правило, потребляющие основную часть производимой тепловой энергии, обычно обеспечивают около 50% выручки генерирующих компаний. Социально значимый вопрос либерализации тарифов на тепловую энергию, по-видимому, останется нерешенным в течение неопределенно долгого времени, в результате чего рентабельность территориальных генерирующих компаний будет оставаться невысокой.

ТГК-8 входит в состав Южной энергетической системы, являющейся дефицитной в силу особенностей, присущих местной энергетике:

- Неравномерный сток северокавказских рек влечет за собой дефицит электроэнергии зимой и ее избыточное производство летом.
- Более высокие, чем в других регионах, затраты на топливо – на их долю приходится до 70% издержек эмитента.

Все названные факторы создают дополнительные риски снижения рентабельности компании.

### **Капиталовложения**

С учетом выбытия изношенных мощностей инвестиции в создание новых и модернизацию действующих основных фондов позволят к 2010 г. увеличить установленную мощность ТГК-8 на 670 Гвт. Размер капиталовложений оценивается в 34 млрд руб. (около 1,3 млрд долл.).

### **Финансовая отчетность**

ТГК-8 готовит финансовую отчетность по РСБУ. Компания была создана 22 марта 2005 г. и завершила формирование целевой структуры во втором квартале 2006 г. Таким образом, отчетность за 2006 г. не в полной мере отражает результаты за весь 2006 г. Для целей представленного ниже финансового анализа мы воспользовались отдельными показателями баланса и отчета о прибылях и убытках, часть которых основана на расчетах организаторов размещения.

При анализе рентабельности электроэнергетических компаний необходимо учитывать сезонный характер динамики выручки и издержек. Компания получает самый большой объем выручки в первом и четвертом кварталах года, когда потребление тепла и электроэнергии растет в связи с низкими температурами и коротким световым днем. Выручка резко падает во втором и третьем кварталах, особенно у территориальных генерирующих компаний, около половины выручки которых формируют поставки тепловой энергии – в европейской части страны отопительный сезон обычно начинается в октябре и заканчивается в мае, однако длительность его может меняться в зависимости от региона. В течение жарких месяцев года, когда компании получают меньше выручки, затраты резко возрастают, поскольку в этот период компании осуществляют ремонтно-строительные работы.

- Выручка – 566 млн долл. (прогноз на 2007 г. – 654 млн долл.)
- EBITDA – 13,4 млн долл., норма EBITDA – 2,4%
- Активы – 649 млн долл.



- Совокупный долг – 136 млн долл. После размещения облигаций задолженность возрастет до 214 млн долл.
- Доля краткосрочного долга в его общем объеме – 79%
- Долг/ЕБИТДА – 10х (прогноз на 2007 г. – 6.4х)
- Долг/Капитал – 0,32х (вероятно, уменьшится)

Низкий показатель рентабельности по ЕБИТДА за 2006 г., по оценке менеджмента, удвоится в текущем году и составит 5,1%. Невысокая рентабельность была обусловлена рядом факторов. Наиболее значимый из них – погодный: необычайно холодная зима 2006 г., когда компания была вынуждена расходувать дорогой мазут и тем самым увеличивать издержки, и рекордно теплый четвертый квартал 2006 г., в связи с чем не удалось компенсировать потери первого квартала. Второй по значимости фактор – занижение норм потребления тепла и горячей воды (которые, как и тарифы, устанавливаются органами исполнительной власти). Это привело к сокращению выручки, поскольку запланированный объем потребления был превышен, а увеличение производства тепловой энергии повлекло за собой увеличение расходов. Еще один фактор – распределение газа по лимитам, установленным федеральным законодательством (принятым в 1998 г.) до начала реформы отрасли. По этому закону одни электростанции, входящие в состав ТГК-8, получают газ сверх потребности, а другие испытывают дефицит топлива и вынуждены закупать дорогой газ на спот-рынке. В настоящий момент ТГК-8 ведет переговоры о перераспределении лимитов между входящими в его состав генерирующими активами.

Компанию отличает весьма высокий уровень долговой нагрузки, выраженной отношением долга к ЕБИТДА, – 10х. Учитывая, что менее 40% средств, привлеченных в ходе размещения облигаций, будет направлено на рефинансирование кредитов, задолженность компании, по-видимому, увеличится приблизительно на 78 млн долл. и достигнет 214 млн долл.

Исходя из представленной менеджментом оценки ЕБИТДА на 2007 г. отношение долга к ЕБИТДА может снизиться до 6,4х, что по отраслевым меркам представляется весьма высоким уровнем.

Представленный выше обзор финансовых показателей подтверждает наш вывод об относительно низком кредитном качестве эмитента.

### Конкуренты

В течение 2006 г. большинство территориальных генерирующих компаний находились на заключительном этапе реорганизации и консолидации генерирующих активов, выделенных из состава региональных АО-энерго в рамках первого этапа реформы, поэтому их финансовые показатели могут лишь в ограниченной степени служить для относительной оценки кредитного качества.

При сравнительной оценке кредитного риска генерирующих компаний мы исходим из предпосылки о преимуществе оптовых генерирующих компаний над теплогенерирующими, поскольку первые будут постепенно увеличивать долю энергии, реализуемой на свободном рынке, в то время как тепловая генерация остается социально значимой сферой, государственное регулирование которой в обозримом будущем сохранится. Этим фактором обусловлена премия ТГК к ОГК, которую мы, при прочих равных условиях, оцениваем по меньшей мере в 100бп.

Ряд электроэнергетических компаний отличают мощные факторы поддержки кредитного качества, например, сильный стратегический инвестор в лице Газпрома у Мосэнерго (ТГК-3), и дешевая гидрогенерация у ГидроОГК, у которой самая высокая рентабельность в отрасли.

Преимущества ТГК-1 обеспечены высокой долей гидрогенерации в выработке, а также предстоящей допэмиссией и намерением финской энергетической компании Fortum, уже владеющей пакетом ТГК-1, приобрести пакет ее акций в рамках допэмиссии.

Названные компании превосходят ТГК-8 во всех отношениях, включая показатели долговой нагрузки – в той мере, в какой их можно оценить на основе имеющейся финансовой отчетности. Например, по итогам 9 мес. 2006 г. отношение Долг/ЕБИТДА составляло у ТГК-1 2,7х по сравнению с 10х у ТГК-8.

В целом, мы считаем, что премия ТГК-8 к ТГК-1 должна составлять не менее 50бп.

### Прайсинг

Мосэнерго-1'11 торгуется с доходностью 7,22% к оферте через 28 мес., то есть со спредом 112бп к ОФЗ, ГидроОГК – под 7,32% к погашению через четыре года, что соответствует спреду 109бп к ОФЗ, ОГК-5 – под 7,68% к оферте через 29 мес., спред – 158бп, ТГК-1 – под 7,87% к оферте через три года, спред – 172бп. В отличие от даты аукциона, в ходе которого ТГК-1 был оценен слишком высоко, в настоящий момент облигации котируются ближе к справедливому для них спреду, оптимистическая оценка которого составляет 190бп. Нижняя граница доходности ТГК-8 задана спредом ТГК-1, соответствующим 7,8% к оферте. Для компенсации более высокой долговой нагрузки ТГК-8 необходима премия в размере не менее 50бп, что дает справедливый уровень доходности, равный 8,3%.

**Организаторы размещения объявили предварительный ориентир доходности к оферте в диапазоне 8,10%–8,25%. Мы считаем ТГК-8 привлекательным на уровне 8,3% и выше.**

*Kumu Панцхава, PantskhavaKS@uralsib.ru*



## Незабудка-1

### Ожидаемая дата аукциона

Конец мая 2007 г.

### Параметры выпуска

Объем – 1 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – три года. По облигациям будет выставлена 1,5-годовая оферта.

Незабудка-1 '10	
Сектор	розничная торговля
Дата размещ.	конец мая 2007
Эмитент	ЗАО «ГК Незабудка»
Объем	1 млрд руб.
Купон	полугодовой
Оферта	1.5 года
Погашение	3 года
Организаторы	МДМ
Ориентир организ.	УТР 12.63-12.89%
Справ. д-ть	УТР 13.00% и выше

### Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

### Цель облигационного займа

Привлеченные средства (около 39 млн долл.) предполагается направить на:

- рефинансирование краткосрочных кредитов;
- финансирование инвестиционной программы на 2007 г.

### Профиль компании

Группа компаний «Незабудка» – оператор крупной мультiformатной розничной сети, работающей преимущественно в Уральском федеральном округе. На март 2007 г. торговая сеть насчитывала 104 магазина, 95 из которых находились в Челябинской области (44 из них – непосредственно в Челябинске), 2 – в Иркутской области и 7 – в республике Башкортостан. По оценкам самой группы, на её долю приходится 6% рынка организованной продуктовой розницы в Челябинской области и 25% рынка Челябинска. Сеть действует в нескольких форматах: «дискаунтер», «супермаркет», «гипермаркет», «универсам» и «малый», что позволяет ей охватить широкий круг потребителей с различным уровнем доходов. Основными форматами для группы являются универсам и супермаркет (с которых и начиналась её деятельность): по итогам 2006 г. на их долю пришлось около 75% совокупной выручки. В среднесрочной перспективе группа планирует сделать основной акцент на развитие форматов «универсам», «дискаунтер» и «малый».

В рамках торговой сети действуют следующие бренды:

- «Незабудка» – 34 дискаунтера, 50 универсамов, 6 супермаркетов и 6 магазинов в формате «малый»;
- «Незабудка-супер» – 5 супермаркетов;
- «ДарСити» – 3 гипермаркета.

Группа «Незабудка» была образована в 2002 г., когда было открыто в общей сложности 5 магазинов. До этого, начиная с 1997 г., владельцы группы занимались оптовой торговлей продовольственными товарами в Челябинске. Наиболее динамично сеть развивалась в 2006 г., в течение которого количество магазинов увеличилось с 43 до 104. Столь быстрый рост стал причиной нулевой рентабельности группы по итогам года. Поэтому в 2007 г. компания не планирует значительного расширения торговой сети и сконцентрируется на повышении эффективности бизнеса.

Общая площадь магазинов составляет 83,5 тыс. кв. м, торговая площадь – 42,4 тыс. кв. м. В собственности группы находится 12 магазинов (или 18% торговых площадей), остальные 92 арендуются. Основную часть выручки приносит торговля продовольственными товарами (89,6%), тогда как 9,0% продаж обеспечены промышленными товарами. Группа располагает незначительными производственными мощностями и в дальнейшем намерена развивать торговлю продовольственными товарами собственного производства и продукцией под своей торговой маркой (private label), но пока их доля в выручке ничтожно мала.

Группа «Незабудка» имеет холдинговую структуру и состоит из 3-х компаний, которые и участвуют в данном займе. Эмитентом выступает ЗАО «Группа компаний Незабудка», отвечающая за стратегию развития и управление холдингом, а также консолидирующая все его денежные потоки.

Две другие компании – ООО «Челябинская Компания Недвижимости» и ООО «Торговая сеть «Незабудка», являются поручителями по займу. Первая владеет торговыми площадями и оборудованием, а также заключает договоры аренды магазинов со сторонними арендодателями, которые потом сдаются ООО «Торговая сеть «Незабудка» на условиях



субаренды. Помимо этого, последняя выполняет функции основной операционной торговой компании группы, осуществляя розничную торговлю, логистику, маркетинг, формируя ценовую политику и т. д.

Пост генерального директора компании занимает Гарри Вилсон, ранее руководивший заводами компании Coca-Cola в России, на Украине и в Белоруссии, а затем возглавлявший кондитерское объединение СладКо – до его продажи норвежскому концерну Orkla.

## Структура собственности

100% акций ЗАО «Группа компаний «Незабудка» принадлежат кипрской компании Elham Holding Ltd. С начала 2006 г. акционерами Elham Holding Ltd являются инвестиционные фонды Baring Vostok Capital Partners (53,3%) и Eagle Venture Partnes (18,8%), а также Алексей Заварницкий (27,9%) – основатель компании, который изначально был её единственным бенефициаром.

Акционерами ООО «Челябинская Компания Недвижимости» являются ЗАО «Группа компаний Незабудка» (95,02%) и ООО «Торговая сеть «Незабудка» (4,98%).

Акционерами ООО «Торговая сеть «Незабудка» являются ЗАО «Группа компаний Незабудка» (99,9976%) и Алексей Заварницкий (0,0024%).

## Описание рынка

Деятельность Группы Незабудка сосредоточена преимущественно в Уральском федеральном округе, на долю которого в первой половине 2006 г. пришлось 9% совокупного розничного товарооборота России. Всего в регионе присутствия группы проживает 10,1 млн человек, или 7,1% населения страны (во всем УФО – 8,6%). В 2005 г. объем рынка розничной торговли Челябинской области составил около 5,2 млрд долл., Иркутской области – 3,7 млрд долл., Республики Башкортостан – 6,2 млрд долл. Таким образом, потенциал дальнейшего расширения сети в регионах присутствия очевиден.

## Благоприятные факторы:

- Наличие иностранных инвестиционных фондов среди акционеров группы;
- Потенциальный объект поглощения более крупными ритейлерами;
- Опытный топ-менеджмент;
- Потенциал дальнейшей экспансии в регионы;
- Работа в регионе с высоким уровнем доходов населения;
- Общий рост доходов населения в России.

## Факторы риска:

- Отсутствие аудированной отчетности по международным стандартам;
- Высокая долговая нагрузка;
- Риск роста арендных ставок;
- Низкая степень диверсификации поставщиков.

## Финансовая отчетность

Группа «Незабудка» готовит управленческую отчетность, в которой консолидируются результаты трёх компаний, участвующих в выпуске. В данных компаниях сконцентрированы все активы (в т.ч. недвижимость) и обязательства группы. Отчетность представлена за период 2002–2006 гг.

По итогам 2006 г. группа планирует подготовить аудированную отчетность по МСФО, которая, как предполагается, будет представлена во второй половине текущего года.

Основные финансовые показатели Незабудки

Упр. отчетность (млн долл.)	2003	2004	2005	2006П
Выручка	16	41	66	105
ЕБИТДА	1,1	0,8	5,3	0,0
Активы	9	29	40	71
Собственный капитал	-0,4	5,0	3,4	17,0
Долг	7	15	26	31
Норма ЕБИТДА	6,7%	2,0%	8,1%	-
Долг*/Капитал	105,9%	74,4%	88,4%	64,3%
Долг/Активы	77,4%	50,3%	64,1%	42,9%
Долг/ЕБИТДА	6,55	18,13	4,9	-
ЕБИТДА/Проценты	1,1	0,9	1,5	0,0

\*Чистый долг

Источник: Данные компании



## Отчет о прибылях и убытках

Выручка Незабудки по итогам 2006 г. составила 105,3 млн долл. – рост на 60,5% по сравнению с 2005 г.

Столь высокие темпы роста выручки достигнуты за счет экстенсивного развития компании. В 2006 г. был открыт 61 новый магазин (+242%), в то время как средний чек увеличился всего на 20% – с 3,5 до 4,2 долл. При этом чистая прибыль группы отрицательна, и положительная рентабельность, по расчетам компании, будет достигнута не ранее 2008 г.

В 2007 г. группа прогнозирует рост выручки на 63,5%, что представляется достижимым показателем, т.к. на этот период как раз придется выход на полную мощность открытых в 2006 г. магазинов.

В следующие два года компания намерена полностью сосредоточиться на повышении эффективности бизнеса при минимальных темпах роста.

## Активы

Активы – 71 млн долл. (рост на 31 млн долл., или 77,5% по сравнению с предыдущим годом).

Из 31 млн долл. 19,5 млн долл. были получены от акционеров Elham Holding Ltd в счет их вклада в капитал Незабудки. В конце 2006 г. акционеры также приобрели у группы торговый знак «ДарСити» за 10 млн долл.

## Долг

Чистый долг по итогам 2006 г. – 30,6 млн долл. (увеличение на 18% относительно 2005 г.).

Долг/Капитал – 64,3%, что является довольно высоким показателем.

Доля краткосрочного долга – 70,4%.

Кредитный портфель компании составляет 31,4 млн долл., 22,1 млн долл. из которых должны быть погашены в 2007 г. Погашение будет осуществляться за счет средств, привлеченных при размещении облигаций. Таким образом, при условии отсутствия займов из других источников в 2007 г. долг компании увеличится примерно на 16,9 млн долл.

## Конкуренты

Близкими аналогами Незабудки на долговом рынке являются средние региональные розничные сети, действующие на Урале и в Сибири, – «АЛПИ-Инвест», «Холидей» «Виват».

Группа АЛПИ представляет собой крупный холдинг, работающий в Красноярском крае. Основная деятельность холдинга – производство продуктов питания и розничная торговля. Производственное подразделение группы включает пять птицефабрик, комбикормовый завод, предприятие по изготовлению полуфабрикатов, два торговых дома, реализующих продукцию из мяса птицы, и фабрику по производству соков и минеральной воды. Торговое подразделение представлено 45 гипермаркетами и 23 специализированными магазинами шаговой доступности. Торговое подразделение АЛПИ и Незабудка схожи по форматам магазинов, однако значительное превосходство Группы АЛПИ с точки зрения масштабов бизнеса делает сравнение этих двух компаний нецелесообразным.

Группа Холидей – крупный мультиформатный продовольственный ритейлер Сибирского региона. Сеть насчитывает 60 магазинов в Новосибирской и Томской областях, а также Алтайском крае. Блокирующий пакет акций группы принадлежит фонду прямых инвестиций «Ренова Капитал», а в текущем году компания планирует привлечь в качестве инвестора ещё один фонд. Помимо этого, достигнуто соглашение о слиянии с сибирской сетью «Кора».

Незабудка уступает Холидею и Вивату как по масштабам бизнеса, так и по структуре баланса: ее отличают худшие среди трех компаний показатели отношения долга к активам и долга к капиталу. Если Незабудке удастся по итогам 2007 г. достичь намеченных результатов (а для этого необходимо по крайней мере вывести на запланированную

### Незабудка в сравнении с другими ритейлерами, 2006 г.

Упр. отчетность (млн долл.)	Незабудка (П)	Холидей	Виват
Выручка	105	379	168
ЕБИТДА	0,0	22,0	13,4
Активы	71	232	101
Собственный капитал	17	106	48
Долг	30,6*	80	28
Норма ЕБИТДА	-	5,9%	8,0%
Краткоср. долг, %	70,4%	4,0%	39,1%
Долг/Капитал	64,3%*	43,0%	36,9%
Долг/Активы	42,9%*	35,0%	28,1%
Долг/ЕБИТДА	-	3,6	2,0
ЕБИТДА/Проценты	-	2,3	5,1

\*Чистый долг

Источник: Данные компаний



мощность открытые в 2006 г. магазины и погасить краткосрочный долг), эти результаты будут уступать аналогичным показателям Холидея и Вивата даже за 2006 г. В то же время неоспоримым преимуществом Незабудки является участие в ее капитале иностранных акционеров.

По масштабам бизнеса Незабудка близка к Вивату, но худшие во всех отношениях результаты дают основания для премии в размере не менее 100бп к последнему. Вместе с тем более сильный состав акционеров позволит уменьшить спред на 30бп.

### **Оценка выпуска Незабудка-1**

Выпуск Виват-1 был размещен 24 апреля с доходностью 12,36% к ofercie через 18 мес. (соответствует спреду в 670бп к ОФЗ). Таким образом, справедливая доходность Незабудки должна превышать уровень 13,00%.

**Ориентир доходности Незабудка-1, предложенный организаторами размещения, составляет 12,63–12,89% (соответствует ставкам купона 12,25–12,50%). Мы считаем, что выпуск будет интересен на уровне 13,00% и выше.**

*Надежда Мырскова, myr\_nv@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, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, клиентский менеджер, 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  
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

#### Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru  
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, аналитик, myr\_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  
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob\_at@uralsib.ru  
Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore\_vv@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, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

#### Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

#### Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap\_ca@uralsib.ru  
Алексей Кормщиков, CFA, kor\_an@uralsib.ru  
Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru  
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

#### Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@uralsib.ru

#### Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, аналитик, 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007