



Мособлгаз-1, Спортмастер-1, Бахетле-1

Мособлгаз-1

Дата размещения

25 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 2,5 млрд руб., полугодовой купон, срок обращения – четыре года, оферта через 1,5 года.

Обязательства Мособлгаза по данному облигационному займу гарантированы МОИТК.

Профиль компании

ОАО «Мособлгаз» было учреждено в марте 2006 г. правительством Московской области с единственной целью – реализовать областную программу модернизации и развития газовых котельных.

Компания планирует построить или полностью реконструировать в общей сложности 212 котельных за период с 2007 по 2009 гг. Из них 125 должны быть введены в эксплуатацию до июля 2008 г. Три котельных уже сданы в эксплуатацию в Егорьевском районе, еще две почти готовы в Шатуре.

Мособлгаз действует по следующей схеме: вначале все котельные находятся в собственности компании. Она реконструирует котельную, переводя ее на газ, если та работала на мазуте. Затем Топливо-энергетический комитет Московской области устанавливает для данной котельной тарифы на отопление, после чего Мособлгаз решает, оставить ли ее в своей собственности или передать муниципальным органам власти. Естественно, компания постарается сохранить контроль над котельными, для которых установлены самые высокие тарифы. Мособлгаз рассчитывает, что котельные выйдут на уровень безубыточности через 3-4 года после старта программы.

Структура собственности

51% – правительство Московской области, 49% – МОИТК (в свою очередь, находящаяся в полной собственности Московской области).

МОИТК (Московская областная инвестиционная трстовая компания) создана правительством Московской области с целью осуществления различных инфраструктурных проектов.

Рейтинги

Сам эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Московской области присвоены рейтинги ВВ/Позитивный по версии S&P и Ba3/Стабильный по версии Moody's.

МОИТК имеет рейтинг В/Позитивный от S&P.

Финансовая отчетность Мособлгаза

ОАО «Мособлгаз» – вновь созданная организация, лишь приступающая к работе и, как следствие, еще не представлявшая полноценной отчетности. Отдельные результаты Мособлгаза за 2006 г. (РСБУ):

- Выручка – 145 тыс. долл.;
- EBIT – 31 тыс. долл.;
- Процентные расходы – 459 тыс. долл.;
- Активы – 15,4 млн долл.;
- Совокупный долг – 14,9 млн долл. (84% – краткосрочный).

Мособлгаз-1 '11	
Сектор	энергетика
Размещение	май 2007
Эмитент	ОАО Мособлгаз
Объем	2.5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	4 года
Оферта	1.5 года по цене 100%
Организатор	Тройка, РИГрупп, Банк Москвы, БФА
Ориентир орг-ра	УТР 9.4-9.6%
Справ. д-ть	УТР 9-9.25%



Оценка Мособл-7

Ввиду слабой финансовой базы самого эмитента новый выпуск приходится оценивать исключительно исходя из гарантии по нему МОИТК и поддержки со стороны областного правительства.

Находящиеся в обращении облигации МОИТК-1 торгуются с доходностью 8,9% сроком на 29 мес. Перенеся эту доходность на срок 18 мес. (срок обращения Мособлгаз-1) с учетом наклона кривой доходности ОФЗ, получаем приблизительно 8,7%.

Единственная проблема, которая может возникнуть в случае дефолта Мособлгаза, связана с тем, что между моментом дефолта и моментом выполнения всех обязательств эмитента гарантом по займу может пройти некоторое время. Возможность этой технической задержки дает основания для премии облигаций Мособлгаза к выпуску самого МОИТК.

С другой стороны, программа модернизации котельных – важный элемент развития инфраструктуры Московской области, что позволяет оценивать вероятность дефолта Мособлгаза в ближайшие два года как низкую. Следовательно, премия к выпуску МОИТК должна быть незначительной, по нашему мнению, не более 25–50бп.

Прибавив величину этого спреда к нашей оценке доходности выпуска МОИТК сроком на 18 месяцев, **получаем оценку справедливой доходности Мособлгаз-1 на предстоящем аукционе, равную 9–9,25%** – с учетом небольшой премии за первичное размещение. Ликвидность этого относительно большого выпуска обещает быть достаточно высокой, поэтому мы не видим оснований для дополнительной премии за низкую ликвидность.

Организаторами размещения объявлен ориентир доходности к оферте в диапазоне 9,4–9,6%, поэтому у инвесторов есть возможность приобрести бумаги с премией к справедливой доходности. Из чего следует наша рекомендация – принять участие в аукционе.

Приложение: ответ на вопрос о различиях между ОАО «Мособлгаз» и ГУП МО «Мособлгаз»

ГУП МО «Мособлгаз» – относительно крупная и давно сложившаяся компания, профильный бизнес которой – доставка природного газа от магистральных газопроводов Газпрома к потребителям. ГУП МО «Мособлгаз» является оператором областной газовой сети и предоставляет свои услуги по фиксированным тарифам.

С юридической точки зрения, ГУП МО «Мособлгаз» никак не связан с ОАО «Мособлгаз». Причины, по которым у двух разных компаний фактически одно и то же название, неясны, но, возможно, правительство Московской области планирует в дальнейшем объединить компании на той или иной основе.

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

Спортмастер-1

Дата размещения

Май 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 3 млрд руб. (около 116 млн долл.), полугодовые купоны, срок обращения – 3 года. Структурой выпуска предусмотрена оферта (ее условия пока не названы), предположительно через 18 месяцев.

Спортмастер-1 '10	
Сектор	розничная торговля
Размещение	май 2007
Эмитент	Спортмастер
Объем	3 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Оферта	1.5 года по цене 100% (предвар.)
Организатор	Тройка
Ориентир орг-ра	УТР 10,1%
Справ. д-ть	УТР 10,4% и выше

Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от ведущих международных рейтинговых агентств.

Цель облигационного займа

До 60% привлеченных средств будет направлено на финансируемое региональной экспансии супермаркетов «Спортмастер», в том числе проекта создания гипермаркетов, и совершенствование логистики, остальные (40%) – на погашение краткосрочного долга компании.

Чистое увеличение долга после размещения выпуска составит приблизительно 70 млн долл.



Профиль компании

Группа Компаний «Спортмастер» – ведущий игрок на розничном рынке спортивной и повседневной одежды и спортивного инвентаря. Спортивное направление представлено розничной сетью «Спортмастер», в состав которой входят супермаркеты и дискаунтеры «Спортмастер», работающие в России, на Украине и Белоруссии. Компания получает около 90% выручки в России. Направление повседневной одежды развивается вертикально интегрированным холдингом «O'Stin», который разрабатывает и изготавливает свои собственные коллекции одежды, а также продает их в одноименных магазинах. По итогам 2006 г. подразделение повседневной одежды сформировало 6% выручки Спортмастера.

В настоящий момент розничная сеть Группы насчитывает 104 магазина «Спортмастер», 50% из которых компания владеет на правах собственности. Сеть по торговле повседневной одеждой «O'Stin» на апрель 2007 г. состояла из 49 магазинов. Группа считает, что значительная доля торговых площадей, находящихся в ее собственности, является фактором, повышающим устойчивость бизнеса.

Спортмастер занимается дистрибуцией большинства знаменитых мировых марок спортивной одежды. Помимо этого, компания приступила к производству спортивной и повседневной одежды под собственной маркой, продавая эту продукцию в своей розничной сети, а также во франчайзинговых магазинах.

Группа контролирует приблизительно 27% рынка в регионах, где работают магазины сети, причем на долю самих этих регионов приходится 75% российского рынка.

Четыре основных подразделения Группы:

- Розничная торговля спортивной и повседневной одеждой;
- Дистрибуция спортивной одежды;
- Повседневная одежда;
- Недвижимость. Доля торговых площадей, находящихся в собственности компании, достаточно велика – 50%. Для развития новых проектов Группы, в том числе создания гипермаркетов, необходимы значительные и удобно расположенные торговые площади, предложение которых на рынке ограничено. По этой причине компания предпочитает строить магазины самостоятельно, сдавая излишек площадей в аренду.

Стратегия Спортмастера нацелена на региональную экспансию. Группа не пренебрегает никакими возможностями регионального развития, стараясь подстраивать торговые форматы к потребностям того или иного рынка. Спортмастер планирует открывать магазины в российских и украинских городах с населением свыше 300 тыс. и больше, стремясь избежать конкуренции как со своими франчайзинговыми магазинами, так и между форматами. Группа разработала два формата супермаркетов – площадью приблизительно 1000 и 2 000 кв. м, а также гипермаркеты общей площадью от 4 000 до 6 000 кв. м.

Группа планирует выйти и на менее емкие региональные рынки (города с населением менее 100 тыс.), создавая там вначале франчайзинговую розничную сеть.

Осознавая, каким потенциалом обладает производство спортивной одежды под собственной маркой и повседневной одежды под маркой O'Stin, Спортмастер намерен и дальше развивать эти направления бизнеса. К 2011 г. компания рассчитывает довести вклад O'Stin в совокупную выручку до 23%.

Структура собственности

Группу Компаний «Спортмастер» отличает несколько усложненная структура собственности. В состав Группы входит примерно 30 компаний. Каждое из подразделений (розничная торговля, производство спортивной и повседневной одежды, дистрибуция, недвижимость и логистика) находится в собственности зарегистрированных на Кипре офшорных компаний Retars Ltd, Denard Ltd, Raniel Ltd and C.B.S.F. соответственно. Владельцы данных компаний (не названные в меморандуме) являются собственниками Группы.

С точки зрения российского законодательства, Группа состоит из ряда взаимозависимых лиц, а также независимых компаний. Процесс реорганизации, начатый в 2005 г., еще не завершен. Его итогом станет формирование единого холдинга, консолидирующего бизнес всей группы.

Рыночная конъюнктура

На долю организованной торговли приходится 38% российского рынка спортивных товаров, что значительно уступает показателям восточноевропейских стран, колеблющимся в диапазоне от 60% до 80%.

Потенциал роста российского рынка, темпы которого выражены двузначными величинами, обусловлен целым рядом факторов, главный из которых – благоприятная макроэкономическая ситуация, способствующая устойчивому росту доходов и, как следствие, повышению покупательной способности населения. Еще одним источником роста является увеличение доли организованной торговли.

По итогам 2006 г. оборот рынка спортивных товаров оценивается в 2,9 млрд долл. До 2015 года ежегодные темпы его роста составят, как ожидается, 15%.



Благоприятные факторы

- Успешному развитию компании способствует благоприятная макроэкономическая ситуация, в условиях которой потребительские расходы растут высокими темпами за счет увеличения доходов населения и доступности кредита.
- Сильные конкурентные позиции на рынке повседневной и торговой одежды.
- Рентабельность превышает среднеотраслевые показатели благодаря объединению направлений дистрибуции и ритейла.
- Высокая доля торговых площадей, находящихся в собственности компании, обеспечивает финансовую гибкость за счет возможности привлечения финансирования путем заключения сделок sale-lease-back.
- Низкая долговая нагрузка Группы.

Риски

- Сложная структура собственности.
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности.

Капиталовложения

Руководство компании оценивает объем капиталовложений на 2007 г. в 120 млн долл. Ввод в эксплуатацию одного магазина обходится в 1–1.5 млн долл. без учета товарного запаса и расходов на недвижимость.

Финансовая отчетность

Спортмастер представляет отчетность по РСБУ. Наш анализ выполнен на основе управленческой отчетности, которая, как мы считаем, дает более полное представление обо всех направлениях бизнеса Группы. При этом необходимо учитывать, что управленческая отчетность не заменяет собой отчетность по МСФО. Финансовый год начинается 1 сентября. Компания планирует привести отчетность на 31 августа 2007 г. в соответствие с МСФО.

- Выручка – 668 млн долл. (рост на 28% по сравнению с 2005 г., прогноз на 2007 г. – 887 млн долл.);
- EBITDA – 104 млн долл, рентабельность– 15,6%;
- Активы – 533 млн долл. (рост на 33,6% increase on 2005);
- Совокупный долг – 151 млн долл. (рост на 47% по сравнению с 2005 г., прогноз на 2007 г. – 230,6 млн долл.);
- Доля краткосрочного долга – 28% (41% в 2005 г.);
- Долг/EBITDA – 1,5x (1x в 2005 г., прогноз на 2007 г. – 1,6x);
- Долг/Капитал – 0.5x (0,4x в 2005 г.).

Основные финансовые показатели Спортмастера

Упр. отчетность (млн долл.)	2005	2006	2006
Выручка	361	521	668
EBITDA	70	100	104
Активы	270	399	533
Собственный капитал	185	252	326
Долг	57	103	151
Норма EBITDA	19,4%	19,2%	15,6%
Коеф. текущей ликвидности	2,4	1,8	1,8
% краткосрочного долга	74%	41%	28%
Долг/Капитал	31%	41%	46%
Долг/Активы	21%	26%	28%
Долг/EBITDA	0,82	1,03	1,45
EBITDA/Проценты	9,27	10,02	8,57

Источник: Данные компании

Сравнительный анализ

Хотя сектор розничной торговли широко представлен на рынке рублевых облигаций, ни одного из эмитентов нельзя считать прямым аналогом Спортмастера.

Наша оценка относительного кредитного качества эмитента основана на сравнении финансовых показателей компании с результатами ряда ритейлеров, сопоставимых с ним по объему выручки, но действующими в других сегментах розничного рынка.

Лаверна – компания по оптовой торговле товарами для ремонта и интерьера, действующая на всей территории России. Виктория специализируется на торговле продовольственными товарами и работает в нескольких российских регионах.

Спортмастер превосходит выбранные нами компании по показателям нормы EBITDA и долговой нагрузки, выраженной отношением Долг/Собственный капитал и Долг/Совокупные активы. Эмитента выгодно отличает более низкое по итогам 2006 г. отношение Долг/EBITDA –1,5x против 2,6 у Лаверны и 3,1x у Виктории.



Сегмент розничного рынка, к которому относится Спортмастер, можно охарактеризовать как более близкий к категории товаров первоочередного спроса – в отличие от товаров для ремонта и интерьера, более дорогостоящих и значительно реже требующих замены. Из трех рассматриваемых нами компаний розничная сеть Виктория прежде всего получит выгоду от повышения покупательной способности населения, поскольку розничная торговля продовольственными товарами в ближайшие годы, по-видимому, будет расти самыми высокими темпами, обгоняя сегмент относительно недорогой одежды (Спортмастер) и строительно-отделочных материалов (Лаверна).

Исходя из этого, выпуск Спортмастер-1 должен торговаться с премией к бумагам Виктории и с дисконтом (40–50бп) к облигациям Лаверны, особенно с учетом более низких финансовых показателей последней. С другой стороны, более высокая долговая нагрузка Виктории может привести к существенному сокращению премии.

Спортмастер в сравнении с компаниями отрасли

млн долл.	Спортмастер 2006 (Упр. отч.)	Лаверна 2006 (МСФО)	Виктория 2006П
Выручка	668,5	478,6	805,2
EBITDA	104,4	35,9	48,0
Активы	533,1	280,1	294,8
Собственный капитал	325,6	96,3	52,4
Долг	151,0	91,9	151,1
Норма EBITDA	15,6%	7,5%	6,0%
Козф. текущей ликвидности	1,77	1,63	-
% краткосрочного долга	28,0%	59,1%	2,4%
Долг/Капитал	46,4%	95,4%	288,1%
Долг/Активы	28,3%	32,8%	51,3%
Долг/EBITDA	1,45	2,56	3,15
EBITDA/Проценты	8,57	5,12	11,48

Источник: Данные компаний

Оценка

Виктория-1'09 торгуется с доходностью 10,55% к погашению через 21 мес., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 460бп. Лаверна-1'10 котируется с доходностью 10,89% к офerte через 17 мес., что предполагает спред на уровне 505бп к кривой ОФЗ. Примененная нами методика позволяет прийти к выводу, что справедливая доходность дебитных облигаций Спортмастера находится в диапазоне 10,4%–10,5%.

Предварительный ориентир доходности, названный организаторами размещения, равен приблизительно 10.1% к офerte через 1.5 года. Мы считаем выпуск Спортмастер-1 привлекательным в диапазоне 10,4%–10,5%.

Kiti Pantskhava, PantskhavaKS@uralsib.ru

Бахетле-1

Ожидаемая дата аукциона

Конец мая 2007 г.

Параметры выпуска

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

Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Цель облигационного займа

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

- приобретение и строительство объектов недвижимости в Республике Татарстан и Москве (50% от объема займа);
- рефинансирование долга (50%).

Профиль компании

Эмитентом по займу выступает ООО «Бахетле-1» – оператор сети супермаркетов «Бахетле». Помимо розничной торговли, компания осуществляет управление деятельностью Группы «Бахетле».

Группа «Бахетле» включает в себя компании, занимающиеся розничной торговлей, операциями с недвижимым имуществом и производством продукции животноводства и растениеводства. Основная деятельность Группы – розничная торговля в рамках собственной сети супермаркетов «Бахетле». Остальное: производство продуктов, традиционных для национальной татарской кухни, собственный агрокомплекс, аренда недвижимого имущества, ювелирные салоны, кафе и рестораны, существует либо в качестве поддержки основного направления деятельности,

Бахетле-1 '10	
Сектор	розничная торговля
Дата размещ.	конец мая 2007
Эмитент	Бахетле-1
Объем	1 млрд руб.
Купон	полугодовой
Офerta	1 год
Погашение	3 года
Организаторы	Зенит
Ориентир организ.	УТР 11.60-12.20%
Справ. д-ть	УТР 11.75% и выше



либо как непрофильный бизнес, доля которого в общей выручке Группы составляет около 5% (по консолидируемым направлениям).

Бахетле начала свою деятельность в 1991 г., когда был открыт первый мелкооптовый магазин. Сеть наиболее активно развивалась в 2002–2005 гг. – в этот период было открыто большинство из действующих в настоящий момент магазинов и приобретены другие активы группы. На данный момент сеть супермаркетов объединяет 10 магазинов, из которых семь находятся в Казани, и по одному – в Нижнекамске, Набережных Челнах и Москве. Все супермаркеты относятся к премиум-классу и ориентированы на население с доходами среднего и выше среднего уровней. Ассортимент колеблется в пределах от 35 до 40 тыс. наименований в зависимости от площади магазина. При этом на долю продовольственных товаров приходится 67% ассортимента.

Особенностью сети «Бахетле» является наличие в ассортименте продуктов собственного производства (кулинария и выпечка), формирующих 33,28% от совокупного оборота сети. Производство осуществляется непосредственно в магазинах в специально оборудованных для этого цехах. Поставщиком сырья выступает дочерняя структура ООО «Бахетле-1» – ООО «Бахетле-Агро».

Компанию отличает высокая доля торговых площадей, находящихся в её собственности: 7 из 10 супермаркетов. Остальными 3 магазинами она владеет на правах аренды. Дальнейшее развитие планируется осуществлять преимущественно за счет собственных торговых площадей, доля которых должна составлять 70%. До 2010 г. компания рассчитывает ввести в эксплуатацию ещё 19 магазинов, из них 9 в Москве. В 2006 г. совокупная торговая площадь сетей составляла 12,9 тыс. кв.м.

Помимо формата супермаркетов, в ближайшее время планируется создать сеть кафе-минимаркетов домашней еды при автозаправках компании «Татнефть».

Поручители

Поручителями по займу выступают 4 компании группы, 3 из которых (ООО «Крез и К», ООО «Бахетле-3», ООО «Бахетле») являются собственниками имущества Группы и осуществляют операции с ним (владение, управление, сдача в аренду, в т. ч. сторонним компаниям). Ещё один поручитель – ООО «Бахетле-Агро», объединяющий шесть крупных аграрных хозяйств. Основное направление деятельности Бахетле-Агро – производство и реализация сельскохозяйственной продукции как для нужд группы, так и внешним потребителям.

Структура собственности

Конечным собственником Группы «Бахетле» является Муслима Хабриевна Латыпова, занимающая пост генерального директора компании.

Описание рынка

Деятельность Группы «Бахетле» сосредоточена в основном в Республике Татарстан. На долю Татарстана приходится 2,5% оборота розничной торговли в России при средних годовых темпах роста рынка в последние три года на уровне 21,5% (против 13% по России в целом). Более половины (57% в 2006 г.) розничного оборота Татарстана приходится на долю Казани. Казань занимает 3-е место среди городов России (после Москвы и Санкт-Петербурга) по обеспеченности торговыми площадями на душу населения.

Доля магазинов сетевого формата в обороте розничной торговли составляет в Татарстане 15%. Хотя их удельный вес в торговле планомерно растет из года в год, 42% оборота по-прежнему приходится на долю рынков, продуктовых базаров и несетевых магазинов.

Благоприятные факторы:

- 62% торговых площадей находится в собственности Группы;
- Диверсифицированная база поставщиков (более 700);
- Работа в регионе с высоким уровнем доходов населения;
- Рост общего уровня доходов населения;
- Показатели рентабельности выше среднеотраслевого уровня.

Факторы риска:

- Отсутствие консолидированной аудированной отчетности;
- Сложная и непрозрачная структура собственности Группы;
- Наличие непрофильной деятельности – девелоперского и сельскохозяйственного подразделений;
- Около 51% принадлежащей Группе недвижимости находится в залоге по выданным кредитам;
- Высокая долговая нагрузка.



Финансовая отчетность

Группа «Бахетле» не готовит консолидированную отчетность. Перед размещением дебютного займа была подготовлена управленческая отчетность за 2006 г., в которой консолидированы результаты четырех участвующих в займе компаний (эмитент и три поручителя), а также непрофильных направлений деятельности. Показатели агрокомплекса ООО «Бахетле-Агро» в отчетность не включены.

Опубликованы также финансовые показатели каждого участника займа по РСБУ. Хотя эмитент является ключевой компанией Группы, на долю которой в 2006 г. пришлось 75% денежных потоков торгового направления, наш финансовый анализ выполнен на основе сводной отчетности.

По итогам 2007 г. Группа планирует подготовить аудированную отчетность по МСФО.

Отчет о прибылях и убытках

Выручка Бахетле по итогам 2006 г. составила 120 млн долл., увеличившись на 41,1% по сравнению с 2005 г.

Следует отметить, что в управленческой отчетности выручка указана с учетом НДС. В неё включены также показатели розничных продаж непрофильного бизнеса (их доля – 5%). В то же время доходы трех поручителей (занимающихся операциями с недвижимостью) отражены в отчетности как прочие операционные доходы.

Два из 10 магазинов были открыты в самом конце 2006 г., поэтому их результаты практически не нашли отражения в показателях продаж по итогам года.

EBITDA – 13 млн долл.;

Норма EBITDA – 10,8%.

Активы

Активы – 125 млн долл. (рост на 75% за год);

Доля основных средств в структуре активов – 75,6%. Основные средства отражены в отчетности по рыночной стоимости (получена на основе независимой оценки), а не по балансовой.

Долг

Долг по итогам 2006 г. – 62 млн долл. (увеличение на 82% за год);

Долг/Капитал – 54,9%, что является довольно высоким показателем;

Долг/EBITDA – 4,8х;

Доля краткосрочного долга – 44,7%;

50% привлеченных средств планируется направить на рефинансирование краткосрочного долга, таким образом, с учетом займа долг Бахетле вырастет до 82 млн долл., т.е. на 32%;

В то же время компанию отличает весьма низкий для отрасли уровень текущей ликвидности – 0,78х.

Компании-конкуренты

Близкими аналогами Бахетле на долговом рынке являются относительно небольшие региональные розничные сети. Наиболее приемлемыми для сравнения эмитентами нам представляются компании Мосмарт и Виват.

Мосмарт – мультиформатная розничная сеть по торговле продовольственными товарами, работающая в Москве и ещё нескольких крупных городах России. На конец 2006 г. сеть включала: 4 гипермаркета, 2 крупных супермаркета, 4 супермаркета и 4 магазина «у дома». В структуру Мосмарта, как и Бахетле, входит девелоперское подразделение, обеспечивающее сеть торговыми площадями.

Торговая сеть «Виват» насчитывает 17 супермаркетов и 25 магазинов «у дома». Компания действует на территории Пермского края и входит в состав Группы «Норман ВИВАТ», специализирующейся помимо продовольственного ритейла на

Основные финансовые показатели Бахетле

Упр. отчетность (млн долл.)	2005	2006
Выручка	81	120
EBITDA	-	13,0
Активы	65	125
Собственный капитал	25	51
Долг	31	62
Норма EBITDA	-	10,8%
Козф. ликвидности	1,1	0,8
Краткоср. долг, %	29,8%	44,7%
Долг/Капитал	55,1%	54,9%
Долг/Активы	47,6%	49,5%
Долг/EBITDA	-	4,8
EBITDA/Проценты	-	2,7

Источник: Данные компании

Бахетле в сравнении с другими ритейлерами, 2006г.

Упр. отчетность (млн долл.)	Бахетле	Мосмарт*	Виват
Выручка	120	190	168
EBITDA	13,0	7,2	13,4
Активы	125	255	101
Собственный капитал	51	5	48
Долг	62	22	28
Норма EBITDA	10,8%	3,8%	8,0%
Козф. ликвидности	0,8	1,1	1,2
Краткоср. долг, %	44,7%	73,5%	39,1%
Долг/Капитал	54,9%	80,2%	36,9%
Долг/Активы	49,5%	33,3%	28,1%
Долг/EBITDA	4,8	3,1	2,0
EBITDA/Проценты	2,7	7,2	5,1

*оценочные показатели

Источник: Данные компаний



торговле алкоголем – как оптовой, так и розничной, через сеть алкогольных супермаркетов. Главное сходство Вивата с Бахетле – высокая доля торговых площадей (40%) в собственности сети.

Мосмарт уступает Бахетле по показателям рентабельности и отличается низким уровнем собственного капитала. Помимо этого, обеим компаниям присущи риски, связанные с наличием в их структуре девелоперских подразделений. В то же время Мосмарт превосходит Бахетле по масштабам бизнеса и имеет лучшие показатели долговой нагрузки как в абсолютном, так и в относительном выражении. Из этого следует, что Бахетле должен торговаться с премией к Мосмарту, которую мы оцениваем в 40–50бп. В сравнении с Виватом Бахетле уступает последнему по показателям долговой нагрузки, но превосходит по рентабельности. Бахетле обладает тем дополнительным преимуществом, что действует в финансово благополучном регионе России. Это уравнивает эмитентов с точки зрения доходности их облигаций.

Оценка Бахетле-1

Выпуск Мосмарт-1 был размещен 19 апреля с доходностью 11,30% к годовой оферте, Виват-1 – 24 апреля с доходностью 12,36% к оферте через 18 мес. (спред к ОФЗ – 670бп). Таким образом, получаем справедливый диапазон 11,75–12,30%.

Ориентир доходности Бахетле-1, предложенный организаторами размещения, составляет 11,60–12,20% (соответствует ставкам купона 11,30–11,85%). Мы считаем, что выпуск будет интересен на уровне 11,75% и выше.

Надежда Мырщикова, 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 Мырсикова, 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
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkaa@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 Кормициков, 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