



Мосмарт-1

Мосмарт-1

Дата размещения

Апрель 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 2 млрд руб (около 75 млн долл.), полугодовые купоны, срок обращения – 5 лет. По предварительной информации, эмитент выставит годовую оферту.

Профиль компании

Созданная в 2003 г. группа «Мосмарт» – мультиформатная розничная сеть по торговле продовольственными товарами действующая в Москве и имеющая также небольшое количество магазинов других российских городах, в частности Санкт-Петербурге, Краснодаре, Челябинске.

По состоянию на конец 2006 г. в сети были представлены следующие торговые форматы:

- Гипермаркеты (4 магазина «Мосмарт», действующие в Москве)
- Крупные супермаркеты дискаунтной торговли (2 магазина «Макси» в Санкт-Петербурге и Краснодаре)
- Супермаркеты (4 магазина «Экспресс» в Челябинске)
- «Удобные магазины» (4 магазина «Мосмартик» в Москве)

В 2007 году компания планирует открыть значительное количество магазинов, в том числе:

- 4 гипермаркета (Кострома, Липецк, Самара и Новосибирск)
- 6 магазинов формата «Макси» (Самара, Оренбург, Ижевск, Ульяновск, Новокузнецк)
- 7 магазинов формата «Экспресс» (Московская область, Краснодар, Ульяновск, Новокузнецк, Пермь, Прокопьевск)
- 56 магазинов формата «Мосмартик» в различных регионах

В результате совокупные торговые площади Мосмарта, как ожидается, увеличатся с 32 856 до 112 232 кв. м.

Доля гипермаркетов в общем объеме выручки оценивается в 66%, таким образом этот формат является для Мосмарта ключевым. С другой стороны, к 2009 г. доля гипермаркетов в объеме продаж должна сократиться до 47%, главным образом в результате быстрого расширения сети «удобных магазинов» (ожидаемая доля – 26%).

Гипермаркеты «Момарт» развиваются на площадях, арендуемых у ЗАО «Гиперцентр», являющегося поручителем по выпуску (3 гипермаркета), и ЗАО «Гиперцентр-5» (1 гипермаркет). Обе компании принадлежат тому же холдингу, что и Мосмарт – Sarnatus Trading LTD (Кипр).

Другие торговые форматы развиваются на площадях, арендуемых у сторонних собственников.

Структура собственности

Оператор розничной сети «Мосмарт» принадлежит холдинговой компании Sarnatus Trading LTD (Кипр). Собственниками Sarnatus являются Михаил Безелянский и Андрей Шелухин и два инвестиционных фонда: ENR Securities Limited и Eastern Property Holdings Limited.

Как отмечалось выше, холдингу Sarnatus принадлежат также ЗАО «Гиперцентр» и «Гиперцентр-5» – девелоперские компании, на балансе которых находятся четыре гипермаркета «Мосмарт». Мосмарт арендует недвижимость у двух этих компаний, и два подразделения холдинга, ритейловое и девелоперское, насколько можно судить, достаточно независимы друг от друга.

Структура Sarnatus и отношения между его подразделениями в значительной мере напоминают структуру аналогичного холдинга, представленного на рынке рублевых облигаций, – Марты. Два других ближайших аналога Мосмарта – Матрикс и Самохвал, в состав которых входят сети торгово-развлекательных центров и девелоперские компании.

| Мосмарт-1 '12 | |
|-----------------|------------------------|
| Сектор | Торговля |
| Размещение | апрель 2007 |
| Эмитент | Мосмарт |
| Объем | 2 млрд руб. |
| Купон | полугодовой |
| Погашение | 5 лет |
| Оферта | 1 год (предварительно) |
| Организатор | Газпромбанк |
| Ориентир орг-ра | УТР 11.55% |
| Справ. д-ть | УТР 11.85-12.05% |



Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от основных международных рейтинговых агентств.

Цель облигационного займа

Средства, привлеченные в ходе дебютного выпуска облигаций (около 77 млн долл.), предполагается направить на развитие сети (67,5%) и выплату кредита, предоставленного компанией-организатором размещения (32,5%).

В результате чистое увеличение долга компании составит приблизительно 52 млн долл.

Рыночные позиции

Сеть «Мосмарт» находится в самом начале своего развития и пока имеет слабые рыночные позиции, что можно отнести к числу основных неблагоприятных для компании факторов.

Пока не ясно, насколько успешно менеджмент сети сможет конкурировать с основными игроками российского рынка, особенно с учетом обострения конкуренции не только в Москве и Петербурге, но и в других регионах с высокой плотностью населения.

Основным направлением бизнеса Мосмарта являются гипермаркеты – сегмент, в котором компания обречена на конкуренцию с наиболее развитыми сетями: Метро, Auchan, Пятерочкой, (Карусель) и Магнитом. Мосмарт, не обладающий столь же узнаваемым брендом, пока выглядит на этом фоне скромно.

Региональная экспансия Мосмарта носит пока фрагментарный характер, в ряде крупных городов открыты один-два магазина сети. Как известно, развитие сети в регионах – процесс, требующий времени и усилий, поскольку для этого необходимо не только открыть магазины, но и организовать логистические потоки, нанять персонал соответствующей квалификации и т. д. С учетом этого мы не убеждены, что Мосмарт адекватно оценивает трудности, с которыми сопряжено развитие сетей одновременно в Северо-Западном, Центральном, Уральском и Сибирском регионах.

Финансовые показатели

Мосмарт не готовит отчетность по МСФО. Мы располагаем данными управленческой отчетности за 2005 г., оценочными показателями за 2006 г. и прогнозными – на 2007 г.

Еще одна сложность состоит в том, что показатели Мосмарта, вероятно, не следует рассматривать в отрыве от отчетности Гиперцентра, на балансе которого находится значительный объем активов. Кроме того, холдинг выступает поручителем по данному выпуску облигаций.

Показатели Мосмарта за 2006 г.:

- Выручка – 190,1 млн долл. (рост 24% по сравнению с 2005 г., прогноз на 2007 г. – 467,8 млн долл.)
- EBITDA – 7,2 млн долл., рентабельность по EBITDA – 3,8% (1,4% в 2005 г., прогноз на 2007 г. – 5,2%)
- Активы – 255 млн долл. (рост 73% относительно 2005 г.)
- Совокупный долг – 22,3 млн долл. (рост 117% по сравнению с 2005 г. прогноз на 2007 г. – 92,3 млн долл.)
- Доля краткосрочного долга – 73,5% (49% в 2005 г.)
- Долг/EBITDA – 3,1x (0,8x в 2005 г., прогноз на 2007 г. – 3,8x)
- Долг/Собственный капитал – 4,1x (5,2x в 2005 г.)

Отметим, что в 2007 г. Мосмарт планирует резкое – сразу на 145% – увеличение выручки. Столь масштабные планы следует оценивать с осторожностью, особенно учитывая, что рост выручки сети по итогам 2006 г. (24%) оказался существенно ниже среднего показателя по рынку.

Мосмарт добился не слишком высокой рентабельности по EBITDA (3,8% в 2006 г.), что представляется вполне естественным в условиях быстрого развития сети, однако, по утверждению компании, низкая рентабельность прежде всего связана с тем, что сеть оплачивает аренду торговых площадей у Гипермаркета по ставкам выше рыночных. Эта информация дает повод усомниться в независимости Мосмарта и вновь задаться вопросом о характере его отношений с девелоперским подразделением холдинга. В 2007 г. Мосмарт рассчитывает достичь рентабельности по EBITDA на уровне 5,2%, однако этот прогноз также вызывает сомнения, поскольку, по данным менеджмента, в текущем году компания намерена добиться чрезвычайно высоких темпов роста. Поскольку при развитии сети предполагается сделать упор на регионах, где рентабельность традиционно ниже, чем в Москве, а неопределенность в связи с незнанием конъюнктуры, возможно, потребует дополнительных расходов, к такому прогнозу также можно относиться скептически.

Мосмарт, несомненно, испытывает нехватку собственных средств. В 2006 г. у компании отмечено чрезвычайно высокое отношение Долг/Собственный капитал – 4,1 x. Опять-таки, стремительное развитие сети, вероятно, ограничит



возможности Мосмарта по капитализации прибыли. Таким образом, остается надеяться на акционеров, однако у нас нет информации о том, они готовы ли они увеличить капитал компании.

Показатели ЗАО «Гиперцентр» (поручитель) по итогам 2006 г.:

- EBITDA – 14,8 млн долл.
- Совокупный долг – 74,1 млн долл., из которых 67, млн долл. (89%) предоставлены акционерами и подлежат выплате после 2009 г.
- Доля краткосрочного долга – 1,5%
- Долг/EBITDA – 5,1x с учетом средств, предоставленных акционерами, 0,5x – без их учета
- Рыночная стоимость недвижимости – 195 млн долл. (независимая оценка Knight Frank)

Совокупные показатели Мосмарта и Гиперцентра:

- EBITDA – 22 млн долл.
- Совокупный долг – USD97,5 млн долл.
- Долг/EBITDA – 4,4x с учетом средств, предоставленных акционерами, 1,4x – без их учета

Таким образом, Мосмарт без учета Гиперцентра отличается высокой, но не чрезмерной долговой нагрузкой. При объединении финансовых показателей Мосмарта и Гиперцентра их совокупные активы увеличиваются на рыночную стоимость недвижимости – около 200 млн долл., что вдвое превышает совокупный долг обоих подразделений. Наиболее неблагоприятными факторами следует считать отсутствие у Мосмарта аудированной отчетности и низкого уровня собственного капитала.

Если в 2007 г. рентабельность по EBITDA останется на уровне около 3,5%, что соответствует абсолютному значению около 17 млн долл., то отношение долга к EBITDA не превысит 5,5x.

Компании-конкуренты

Как мы уже говорили, ближайшими аналогами Мосмарта являются Марта и Samokhval – обе компании стремятся добиться успеха в розничном и девелоперском сегментах. Для Марты эта задача уже оказалась слишком сложной – котировки ее долговых обязательств опустились существенно ниже номинала. Более долгосрочные Марта-1'08 (14 мес. до погашения) и Марта-3'11 (10 мес. до оферты) торгуются с доходностью 26,65% и 21,92% соответственно. Доходность Марта-2'09 составляет 37,7% к оферте через два месяца. Облигации Марты более всего пострадали от низкой прозрачности и высокой долговой нагрузки компании. Мосмарту, по-видимому, придется испытать на себе действие как минимум одного из этих факторов в недалеком будущем. Если компания действительно намерена в 2007 г. добиться роста на 145%, ей придется заплатить за это высокой долговой нагрузкой.

У Самохвала дела идут лучше: облигации компании торгуются с доходностью 11,7%–11,9% к оферте через год. Менеджмент компании представил следующие оценочные показатели за 2006 г.:

- Выручка – 266,1 млн долл. (рост 77,5% к 2005 г.)
- EBITDA – 21,6 млн долл., рентабельность – 8,1% (5,7% в 2005 г.)
- Активы – 250 млн долл. (рост 278% к 2005 г.)
- Совокупный долг – 100 млн долл. (рост 138% к 2005 г.)
- Долг /EBITDA – 4,6x
- Долг/Собственный капитал – 2,5x

К другим ритейлерам, Паттерсону и Виктории у инвесторов более благосклонное отношение, поскольку у этих компаний отсутствуют девелоперские подразделения, неоднозначно влияющие на результаты холдингов. И Паттерсон, и Виктория превосходят Мосмарт по кредитному качеству. Их розничные сети превосходят сети Мосмарта как по размеру, так и по региональному охвату. Обе по итогам 2006 г. показали более значительный объем выручки (особенно Виктория, объем продаж которой приблизился к 1 млрд долл.) и более низкий уровень долговой нагрузки.

Мы считаем, что в ходе предстоящего размещения доходность облигаций Мосмарта как минимум на 50-70bp превысит уровень Паттерсон -1'09 и Виктория -1'09 ввиду более низкого кредитного качества компании, а риск, сопряженный с деятельностью девелоперской компании, увеличит размер премии еще на 100bp. На котировках Самохвал-1'09, по-видимому, сказывается низкая ликвидность бумаги. Низкая торговая активность в выпуске не позволяет нам рассматривать эту бумагу в качестве бенчмарка.

Доходность

Паттерсон -1'09 торгуется с доходностью 10,31% к оферте через 15 мес., Виктория-1'09 – на уровне 10,75% к погашению через 22 мес., что соответствует спреду 445–470bp к ОФЗ. Применяв величины премий к среднему спреду 460 bp, получаем диапазон 11,85–12,05%.



Ценовой ориентир, названный организаторами размещения с учетом oferty через год составляет около 11,55%. Мы считаем выпуск Мосмарт-1 привлекательным на уровне 12% и выше.

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

Kumu Панцхава, PantskhavaKS@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, 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
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, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@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
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru
Павел Попиков, аналитик, PopikovPN@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, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Металлургия / Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, аналитик, 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 2006