

29 августа 2006 г.

Ренессанс Капитал

Восток-Сервис

Дистрибутор и девелопер

Петр Гришин
+7 (495) 258 7789
Pgrishin@rencap.com

Павел Мамай
+7 (495) 258 7708
Pmamai@rencap.com

- **Сильные позиции на растущем рынке.** Восток-Сервис (ВС) – крупнейший игрок на рынке спецодежды и средств индивидуальной защиты, имеющий развитую собственную сбытовую сеть. Клиентская база ВС хорошо диверсифицирована и включает как большие компании, так и розничных покупателей. Объем рынка спецодежды превышает USD1 млрд и растет на 10-12% в год.
- **Высокая степень вертикальной интеграции.** ВС контролирует все этапы бизнеса – от производства сырья до розничной продажи – и реализует свою продукцию в 50 регионах России, странах СНГ и Восточной Европы. По условиям импортных закупок ВС находится в более выгодном положении, чем небольшие компании-конкуренты.
- **Хорошее финансовое состояние.** Для компании легкой промышленности ВС имеет вполне устойчивое финансовое положение. Несмотря на растущий объем долга, мы полагаем, что денежный поток от основного бизнеса компании будет достаточным для обслуживания размещаемого займа.
- **Основные кредитные риски.** Главные факторы риска для ВС, на наш взгляд, связаны со сложной юридической структурой группы, отсутствием аудированной консолидированной отчетности и таможенным оформлением импортных операций.
- **Ориентиры по доходности.** Из-за отсутствия адекватных аналогов ВС на рынке рублевых облигаций мы используем для сравнения облигации розничных сетей непродовольственных товаров, предприятий легкой промышленности и девелоперских компаний. Мы считаем, что в сложившейся рыночной ситуации справедливый уровень доходности облигаций ВС составляет 11.41-11.73% годовых.
- **Ситуация на рынке** на момент размещения облигаций может значительно измениться, поэтому фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Информация по эмитенту:

Эмитент	ООО «Восток-Сервис-Финанс»
Сектор	Розничная и оптовая торговля, легкая и текстильная промышленность
Поручители	Основные холдинговые и операционные компании группы
Web	www.vostok.ru

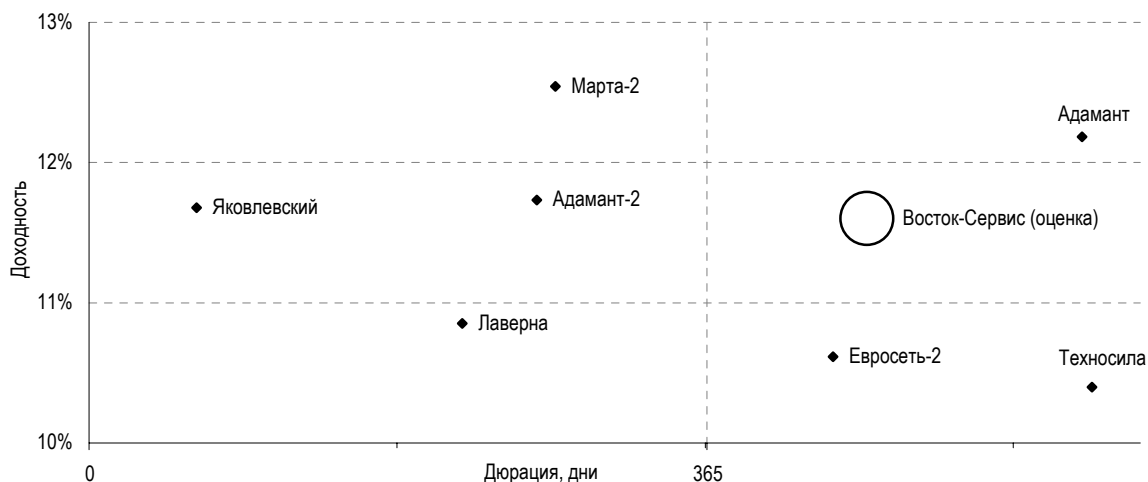
Основные показатели 2005 г.

Оборот (включая НДС), USD млн	284.8
Выручка, USD млн	242.3
ЕБИТДА, USD млн	40.7
Рентабельность ЕБИТДА	16.8%
Совокупный долг, USD млн	42.6
Совокупный долг/ЕБИТДА	1.1
Процентные расходы	2.3
ЕБИТДА/Процентные расходы	17.4

По неаудированной управленческой отчетности.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Оценка справедливой доходности облигаций Восток-Сервис



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Содержание

Оценка справедливой доходности	3
Рынок спецодежды и СИЗ	5
Восток-Сервис: бизнес-модель	6
Корпоративная структура	9
Финансовый анализ	10
Основные кредитные риски	13
Раскрытие информации	14

Оценка справедливой доходности

Восток-Сервис-Финанс, SPV группы Восток-Сервис (ВС), планирует в сентябре 2006 г. разместить дебютный выпуск облигаций объемом 1.5 млрд руб. со сроком обращения три года и полуторагодовой офертой. Размер купонной ставки до оферты будет определен на конкурсе при размещении. Поручителями и оферентами по облигационному займу являются основные операционные и холдинговые компании группы.

На российском долговом рынке нет облигаций эмитентов, прямо сопоставимых с компанией Восток-Сервис. Основным бизнесом ВС является оптовая торговля и дистрибуция спецодежды и средств индивидуальной защиты (СИЗ). Девелоперская деятельность и собственное производство спецодежды и СИЗ также считаются важными бизнес-направлениями компании. Учитывая многопрофильный характер бизнеса ВС, мы ориентируемся на рублевые облигации эмитентов в следующих секторах:

- **Розничная торговля непродовольственными товарами.** Мы сосредоточили внимание на этом секторе, поскольку по сравнению с продуктовыми сетями он характеризуется более высокой конкуренцией и более близкой ВС структурой рисков. В этом секторе мы ориентируемся на компании Евросеть, Техносила и Лаверна – каждая из них занимает лидирующее положение в своем сегменте, как и ВС.
- **Девелопмент.** Данный вид деятельности играет заметную, хотя и не ключевую роль в бизнесе компании, поэтому представляется логичным сопоставлять ВС с региональными девелоперами. Из них наиболее подходящим ориентиром мы считаем компанию Адамант.
- **Розничная торговля и девелопмент.** По нашему мнению, хорошим ориентиром для ВС является Марта – компания, которая совмещает розничную торговлю продуктами питания и непродовольственными товарами и девелоперскую деятельность.
- **Легкая промышленность.** Мы сопоставляем ВС с Текстильным торговым домом (ТТД) Яковлевский, который является прямым конкурентом ВС по отдельным видам продукции.

Таблица 1. Основные финансовые показатели ВС и компаний-ориентиров, USD млн

	Восток-Сервис	Евросеть	Техносила	Лаверна	Марта	Адамант	Яковлевский
Выручка	242	2 012	601	446	193	267	133
ЕБИТДА	41	103	45	34	29	98	13
Рентабельность ЕБИТДА	16.8%	5.1%	7.5%	7.7%	14.8%	36.7%	9.4%
Долг	43	200	151	66	188	115	54.2
Долг/ЕБИТДА	1.1	1.9	3.4	1.9	6.6	1.2	4.3

Евросеть: аудированная отчетность по МСФО; остальные компании: управленческая отчетность за 2005 г.; Лаверна: предварительные показатели.
Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

При сопоставлении ВС и выбранных нами компаний-ориентиров по основным финансовым показателям (см. табл. 1) мы приходим к следующим выводам:

- По масштабу бизнеса ВС значительно отстает от компании Евросеть (лидера в розничной торговле непродовольственными товарами) и в меньшей степени – от Техносилы и Лаверны. Темпы роста выручки ВС в семь раз ниже, чем у Евросети, но примерно сопоставимы с показателями Техносилы и Лаверны. Хотя объем рынка спецодежды сам по себе значительно меньше, чем рынка электроники или отделочных материалов, мы считаем, что облигации более крупных компаний при прочих равных условиях должны торговаться с дисконтом по сравнению с инструментами относительно небольших эмитентов. Долговая нагрузка ВС в 2005 г. была самой низкой, однако из-за быстрого роста долга с начала 2006 г. мы оцениваем текущий уровень относительной задолженности ВС как примерно сопоставимый с показателями Евросети и Лаверны. В отношении рыночного ценообразования мы по-прежнему считаем, что облигации

Евросети остаются недооцененными (примерно на 100 б. п. по доходности), в то время как долговые обязательства Техносилы несколько переоценены, а облигации Лаверны торгуются на справедливых уровнях. По мере открытия новых гипермаркетов бизнес-модель Лаверны будет становиться все более сопоставимой с бизнес-моделью ВС, поэтому именно Лаверна кажется нам самым подходящим ориентиром в этом секторе. Мы считаем, что обязательства ВС должны торговаться без премии к облигациям Лаверны.

- ВС демонстрирует очень высокую рентабельность: она заметно превышает показатели ритейлеров и текстильных компаний. По уровню рентабельности EBITDA (16.8%) ВС близок к эмитентам, деятельность которых в большей степени связана с девелопментом (компания Марта и Адамант). Долговая нагрузка ВС значительно ниже, чем у Марты, но сопоставима с относительным уровнем задолженности Адаманта. Девелоперский портфель ВС содержит большое количество объектов недвижимости и является более диверсифицированным, чем у Адаманта. Кроме того, поскольку ВС занимается и другими видами деятельности, а его девелоперский бизнес юридически отделен от торговых и производственных операций, это снижает влияние специфических рисков девелопмента на компанию в целом. Показатели рентабельности ВС ниже, чем у Адаманта; это объясняется тем, что Адамант является преимущественно девелоперской компанией, и многие расходы отражаются в отчетности как капитальные вложения, не влияющие на показатели операционной прибыли. Мы полагаем, что облигации ВС должны торговаться с более узким спредом по сравнению с долговыми обязательствами Адаманта – примерно на 50 б. п.
- По сравнению с ТТД Яковлевский финансовое положение ВС выглядит значительно более устойчивым. Кроме того, перспективы вступления России в ВТО и либерализации торговли со странами, способными поставлять более дешевую текстильную продукцию, не следует считать серьезным риском для ВС, поскольку компания в большей степени является дистрибутором, чем производителем. Мы полагаем, что облигации ВС должны торговаться со спредом на 125-150 б. п. уже спреда облигаций Яковлевского.

Обобщая приведенные выше оценки, мы приходим к выводу, что справедливый спред для облигаций ВС к бескупонной кривой доходности ОФЗ составляет примерно 565-595 б. п. При оценке к полуторагодовой оферте (дюрация 1.3 года) в текущей рыночной ситуации это соответствует эффективной доходности в диапазоне 11.41-11.73% годовых или купонной ставке на уровне около 11.10-11.4% годовых.

Ситуация на рынке на момент размещения облигаций может значительно измениться по сравнению с текущей, поэтому фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Рынок спецодежды и СИЗ

Общая характеристика рынка

Спецодежда и СИЗ – специфический тип производственных ресурсов, в большей или меньшей степени востребованный практически во всех отраслях экономики. В России порядка 30 млн человек используют спецодежду на рабочем месте. Отраслевая структура потребления этой продукции достаточно хорошо сбалансирована.

По итогам 2005 г. объем российского рынка спецодежды и СИЗ оценивался примерно в 80 млн изделий, что в денежном выражении составляет около USD1.1 млрд. Темпы роста рынка спецодежды достигают примерно 10-12% в год, тогда как годовой рост легкой и текстильной промышленности в целом составляет 5%.

Специфика формирования спроса

Уровень спроса на спецодежду определяется как качественными изменениями в производственно-технологической культуре (изменением требований безопасности условий труда), так и динамикой объема производства в секторах, где широко используются спецодежда и СИЗ. Спрос на спецодежду волатилен и во многом зависит от финансового состояния потребителей, а следовательно, их готовности приобретать данный вид продукции, который зачастую не рассматривается как приоритетный.

Продажи спецодежды и СИЗ отличаются сезонностью. В сегменте спецодежды наибольшие объемы продаж приходятся на весну и осень. Поскольку зимняя одежда в большинстве случаев стоит дороже, чем летняя, пик выручки ВС обычно приходится на конец третьего или начало четвертого квартала. В сегменте СИЗ сезонность выражена меньше, поскольку эти виды продукции могут использоваться круглогодично.

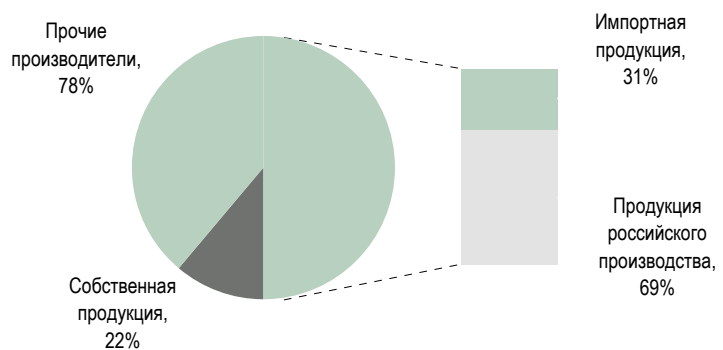
Восток-Сервис: бизнес-модель

Основной бизнес ВС – оптовая торговля и дистрибуция спецодежды и СИЗ. Девелоперская деятельность и собственное производство спецодежды и СИЗ также являются важными, хотя и не ключевыми бизнес-направлениями компании. Между тремя основными сферами бизнеса ВС существует определенная синергия.

Производство и закупки продукции

Компания контролирует несколько производственных предприятий, которые выпускают около 22% реализуемой группой продукции. Кроме того, ВС является одним из крупнейших трейдеров на российском рынке хлопка, а значит, имеет возможность контролировать снабжение сырьем для производства спецодежды. В производственный комплекс компании входят следующие заводы и фабрики: Спасская швейная фабрика, швейная фабрика Силуэт, текстильный комбинат Меланж, Узловской завод технических кожаных изделий, Торжокская обувная фабрика, совместное предприятие с компанией Heskell Securite (Франция) Экель-Секьюрите-Восток-Сервис, Чаплыгинская швейная фабрика. Эти производственные активы перерабатывают сырье, принадлежащее компаниям группы, и передают продукцию на реализацию торговым подразделениям ВС. Большая часть производственных активов контролируется непосредственно акционерами группы ВС и не включается в консолидированную отчетность.

Рисунок 2. Структура реализуемой продукции по происхождению



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Из остальных 78% реализуемой продукции примерно треть импортируется, а две трети закупаются на территории России. Для спецодежды действуют сниженные ввозные пошлины, однако с применением льготного таможенного подтверждения специальных защитных свойств импортируемой продукции. ВС является крупнейшим дистрибутором спецодежды и имеет более благоприятные условия поставок при ввозе продукции компаний 3M, ANSELL, Vasou-Dalloz, UVEX, AEARO, STOCKHAUSEN, MSA AUER, TRELLEBORG, Du Pont и др.

Дистрибуция и розничные продажи

Учитывая собственную продукцию ВС и товары других производителей, ассортимент компании насчитывает 12 тыс. наименований спецодежды, спецобуви, СИЗ и прочих сопутствующих товаров. В структуре продаж 2005 г. одежда занимает наибольшую долю (более 45%), обувь – 22%, СИЗ рук – 17%, СИЗ дыхательных путей – 9%.

Наибольшая доля объема реализации компании (13%) приходится на Москву и Московскую область. Другими важными географическими сегментами рынка ВС являются Пермь (9%), Санкт-Петербург (7%), Челябинск и Екатеринбург (по 6%), Красноярск и Уфа (по 4%), Нижневартовск, Рязань, Самара и Южно-Сахалинск (по 3%). На другие города, охваченные сетью филиалов ВС, приходится 1-2% продаж. Около 2% объема реализации приходится на страны СНГ.

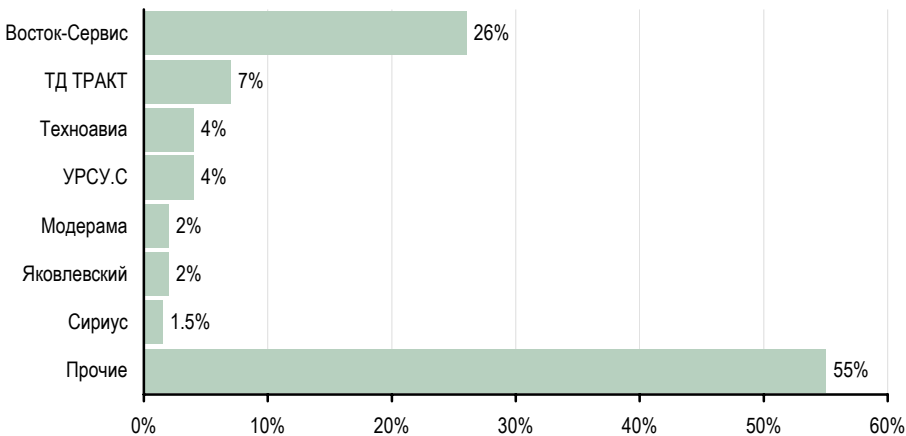
Реализация осуществляется двумя путями:

- напрямую крупным покупателям через подразделения головной компании и сеть филиалов и представительств в 50 регионах страны;
- средним и мелким клиентам через розничную сеть, состоящую из 150 магазинов (из них 23 магазина расположены в Москве и Московской области).

Положение на рынке

ВС занимает лидирующие позиции в отрасли, существенно опережая своих конкурентов – ТД ТРАКТ, Техноавиа и УРСУ.С (см. рис. 3). По сравнению с этими компаниями преимущество ВС состоит в большей степени вертикальной интеграции – конкуренты не имеют собственного текстильного производства, у всех перечисленных компаний заметно меньше швейных мощностей, и их сбытовые сети также заметно уступают по размерам сети ВС.

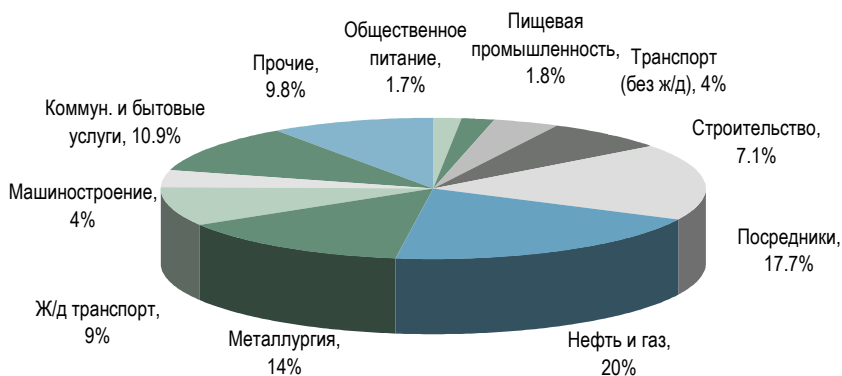
Рисунок 3. Доля рынка по объему реализации, %



Источник: данные компании

Структура клиентской базы ВС, как и других компаний сектора, отличается высокой степенью диверсификации (см. рис. 4). Крупнейшими покупателями продукции компании (без учета розничных продаж) являются нефтегазовый сектор, металлургия, железнодорожный транспорт и строительство. Это значительно уменьшает зависимость компании от отдельных отраслей.

Рисунок 4. Структура продаж по клиентам, %



Источник: данные компании

Девелоперская деятельность

Специфической чертой ВС является наличие портфеля инвестиций в недвижимость. Формируя данный портфель, компания стремилась расширить дилерскую сеть в регионах: из-за отсутствия требуемых площадей для аренды ВС столкнулся с необходимостью строить или приобретать площади. Кроме того, основной бизнес ВС генерирует более значительные денежные потоки, чем необходимо для его развития, и перед компанией встал вопрос инвестирования заработанной прибыли. Руководство компании приняло решение использовать опыт, накопленный в области недвижимости и строительства, выйти за рамки обеспечения собственных потребностей в площадях и выделить девелоперский бизнес в отдельное направление.

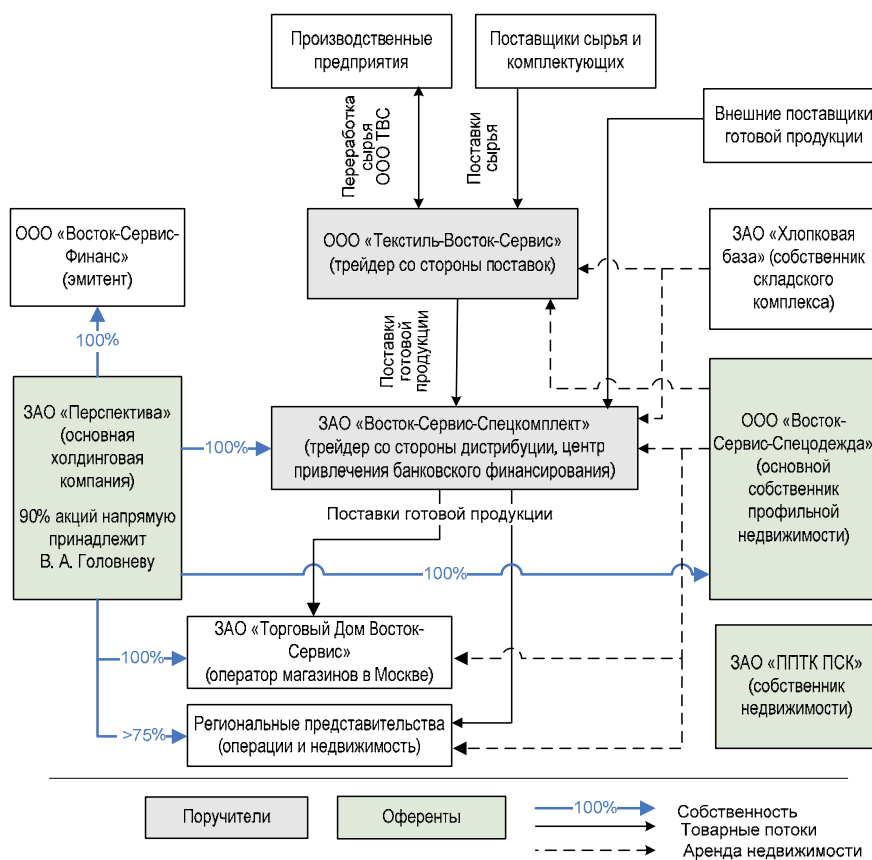
Основная часть недвижимости, используемой ВС в текущей деятельности (офисные здания, складские центры и магазины), находится на балансе оферента Восток-Сервис-Спецдежда и региональных представительств ВС и отражается в консолидированной управленческой отчетности в составе основных средств. Девелоперские проекты компании закреплены за юрлицами, которые контролируются акционерами, но не принадлежат поручителям и оферентам по займу или их дочерним компаниям; в отчетности они отражаются в составе долгосрочных финансовых вложений. Финансирование данных проектов осуществляется из собственных ресурсов основного бизнеса компании.

Девелоперские проекты группы юридически отделены от основного бизнеса, чтобы исключить влияние на него операционных и юридических рисков, традиционно связанных в России с девелоперской деятельностью. Недостатком данной структуры является то, что ВС несет финансовые риски, связанные с инвестициями в недвижимость, в то время как экономический эффект получают бенефициары компании. С другой стороны, портфель инвестиций ВС достаточно диверсифицирован, чтобы ограничить финансовые риски, и насчитывает 12 проектов в разных регионах России. С точки зрения размера инвестиций ни один из девелоперских проектов не является доминирующим.

Корпоративная структура

В настоящее время ВС находится в процессе юридической реструктуризации, поэтому окончательная структура группы еще не сформирована. Главная холдинговая компания – ЗАО «Перспектива» – полностью владеет основной трейдинговой компанией-дистрибутором Восток-Сервис-Спецкомплект, которая выступает одним из двух поручителей по займу. Компании Перспектива также принадлежит основной собственник профильной недвижимости (Восток-Сервис-Спецодежда). Кроме того, Перспектива является владельцем 100% акций оператора розничных магазинов в Москве (ТД Восток-Сервис) и контролирует от 75% до 100% акций региональных представительств, которые являются самостоятельными юридическими лицами. Основные компании группы, а также поручители и оференты по облигационному займу показаны на рис. 5.

Рисунок 5. Юридическая и функциональная структура группы Восток-Сервис



Показаны только основные юридические лица.

Источник: данные компании

Из прочих компаний группы многие юридические лица находятся в непосредственной собственности или под контролем конечных бенефициаров группы ВС. В частности, это относится ко второму поручителю по займу – компании Текстиль-Восток-Сервис. Основным акционером ЗАО «Перспектива» и конечным бенефициаром остальных компаний группы является В. Головнев.

Финансовый анализ

Особенности управленческой отчетности

Из-за специфики юридической структуры группы (большого количества юрлиц) и отсутствия аудированной консолидированной отчетности по МСФО, при проведении анализа мы используем управленческую отчетность ВС, подготовленную менеджментом группы. Отчетность составлена по российским стандартам учета с двумя исключениями. Во-первых, во внутренней отчетности и презентационных материалах компании НДС включается в показатели выручки и издержек. Во-вторых, амортизация основных средств по управленческой отчетности не начисляется и не включается ни в состав себестоимости, ни в состав прочих издержек. С другой стороны, процентные платежи учитываются в административных издержках. Таким образом, операционная прибыль с коррекцией на процентные расходы совпадает с показателем EBITDA.

В управленческой отчетности консолидированы показатели как компаний группы, которые принадлежат ЗАО «Перспектива» напрямую, так и предприятий, находящихся под контролем конечного бенефициара. Приведенная в проспекте эмиссии отчетность поручителей, составленная по российским стандартам, не позволяет полностью восстановить консолидированные показатели. В этой связи при анализе мы базируемся на управленческой отчетности, учитывая при этом все стандартные риски, связанные с использованием показателей такого типа.

Выручка и рентабельность

В 2003-2005 гг. выручка группы ВС выросла более чем на 60% и в 2005 г. составила USD242 млн. По итогам 2005 г. темпы роста выручки замедлились до 22%, тогда как годом ранее этот показатель был равен 37%. Тем не менее, по темпам роста выручки ВС по-прежнему опережает сектор спецодежды. При этом следует отметить, что определенное искажение могут вносить доходы от прочих видов деятельности группы (см. раздел «*Основные кредитные риски*»), которые постепенно увеличиваются, но в представленной отчетности не выделены.

Таблица 2. Основные показатели выручки и рентабельности ВС, USD млн

	2003	2004	Изменение к 2003 г.	2005	Изменение к 2004 г.	1 пол. 2006
Оборот (включая НДС)	174.1	233.9	34%	284.8	22%	169.2
Выручка (без НДС)	145.3	198.7	37%	242.3	22%	143.8
Себестоимость	106.8	145.8	36%	176.6	21%	101.1
Общие, коммерческие и административные расходы	40.4	54.0	33%	67.4	25%	48.7
EBITDA	26.8	34.1	27%	40.7	19%	19.4
Рентабельность EBITDA	18.5%	17.2%		16.8%		13%

Показатель общих, коммерческих и административных расходов скорректирован на процентные платежи.
Рентабельность EBITDA рассчитана по выручке (в презентационных материалах компании – по обороту).

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рентабельность EBITDA на уровне около 17% является высокой для ритейлеров и компаний текстильной промышленности. По нашему мнению, это обусловлено значительной степенью вертикальной интеграции (в частности тем, что структура компании включает оптовую дистрибуцию). Следует также отметить стабильность показателей рентабельности EBITDA, которые оставались практически неизменными в 2003-2005 гг. Снижение рентабельности в первой половине 2006 г. вызвано фактором сезонности, поскольку объемы продаж осенью традиционно выше, чем весной. Коммерческие расходы, напротив, остаются высокими из-за необходимости закупать сырье для подготовки к новому производственному сезону.

Оборотный капитал

Информационные системы ВС не позволяют оперативно отслеживать состояние запасов в региональных представительствах. По этой причине запасы на складах филиалов, являющихся отдельными юридическими лицами, отражаются, в том числе, как дебиторская задолженность. Данные особенности могут вносить искажения в учет оборотного капитала, что затрудняет анализ эффективности его использования.

В связи со значительной долей оптовой торговли в деятельности компании и большими объемами поставок крупным корпоративным клиентам дебиторская задолженность покупателей и предоплата поставщикам и фабрикам находятся на высоком уровне. По данным компании, удельный вес сомнительной задолженности в этом объеме не столь значителен. В отличие от ритейлеров, ВС не нуждается в торговом финансировании, в силу чего его кредиторская задолженность является гораздо более низкой.

Таблица 3. Оборотный капитал ВС, USD млн

	2002	2003	2004	2005	1 пол. 2006
Дебиторская задолженность	23.6	39.4	52.7	73.0	90.3
Кредиторская задолженность	1.9	4.7	4.4	7.5	19.6
Запасы	16.1	26.6	35.5	36.7	65.9

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Капитальные и финансовые вложения

Помимо наращивания оборотного капитала, существенная часть денежных потоков компании направлялась на капитальные расходы и финансовые вложения. Управленческая отчетность не содержит отчета о движении денежных средств, и масштабы капитальных вложений можно определить на основе балансовой оценки основных средств лишь приблизительно. В данном случае долгосрочные вложения – это приобретение объектов недвижимости (см. раздел «Восток-Сервис: бизнес-модель»).

Таблица 4. Капитальные и финансовые вложения ВС, USD млн

	2002	2003	2004	2005	1 пол. 2006
Основные средства	8.61	12.66	18.52	47.48	60.83
Долгосрочные вложения	3.66	16.17	23.67	30.61	37.42
Всего	12.26	28.84	42.19	78.08	98.25
Прирост		16.57	13.35	35.89	20.17

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Долговая нагрузка

Вследствие финансирования оборотного капитала, капитальных вложений и долгосрочных финансовых вложений совокупный долг компании в 2005 г. и в начале текущего года быстро увеличивался. По итогам первого полугодия 2006 г. совокупная финансовая задолженность достигла почти USD75 млн, что в 1.9 раза превышает аннуализированный показатель EBITDA. Тем не менее, покрытие процентных платежей остается достаточно хорошим (выше 6х).

Таблица 5. Долговая нагрузка ВС, USD млн

	2003	2004	2005	1 пол. 2006
Совокупный долг	9.32	12.45	42.61	74.27
Долг / EBITDA	0.35	0.37	1.05	1.91
Процентные расходы	0.54	2.18	2.34	2.93
EBITDA / Процентные расходы	49.52	15.66	17.36	6.61

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В настоящее время все кредиты, полученные группой ВС, предоставлены Сбербанком, МДМ-Банком и Альфа-банком. Ниже мы рассмотрим текущие условия кредитования группы.

- **Сбербанк:** совокупный лимит кредитования на сумму, эквивалентную USD45 млн, несколькими траншами со сроком погашения до 1.5 лет. Ставки по кредитам: от 9% до 10.5% под залог товарно-материальных ценностей. Группе ВС присвоен статус VIP-заемщика. Сумма неиспользованного лимита составляет около USD3 млн.
- **МДМ-Банк:** лимит кредитования на сумму, эквивалентную USD56 млн (включая USD33 млн без обеспечения), несколькими траншами со сроком погашения до трех лет. Ставки по кредитам: от 10.3% до 11% годовых. Сумма неиспользованного лимита около USD23 млн.
- **Альфа-банк:** лимит кредитования на сумму, эквивалентную USD56 млн (включая USD15 млн без обеспечения). Ставка по кредитам: 10.5% годовых.

Лимиты кредитования ВС установили также Райффайзенбанк (USD11 млн) и Банк Зенит (500 млн руб. с траншами со сроком погашения до одного года). В ссудной задолженности компании по состоянию на конец первого полугодия 2006 г. кредиты без обеспечения занимают 60%.

Согласно планам компании, около 60% нового займа будет направлено на рефинансирование существующих обязательств. Эмитент предполагает, что в зависимости от потребности в заемных средствах к концу 2006 г. совокупный финансовый долг будет составлять USD87-111 млн. Учитывая темпы роста основных показателей, прогнозируемые ВС на текущий год, мы считаем, что по итогам 2006 г. коэффициент Долг/ЕБИТДА будет находиться в диапазоне 2.2-2.5х, тогда как покрытие процентных платежей останется на наиболее приемлемом для компании уровне (около 4-5х). На наш взгляд, данные показатели свидетельствуют о том, что эмитент будет способен обслуживать размещаемый облигационный заем.

Основные кредитные риски

На наш взгляд, основными кредитными рисками для ВС являются:

- **Сложная юридическая структура группы.** В структуру ВС входит множество юридических лиц, и некоторые из них формально не связаны с ВС и контролируются акционерами группы. На наш взгляд, это затрудняет фактическое определение границ бизнеса и интересов его собственников. Однако следует отметить, что данный риск далеко не уникален для ВС – это довольно распространенное явление в российской практике.
- **Отсутствие аудированной консолидированной отчетности.** Помимо сложности юридической структуры отсутствие аудированной консолидированной отчетности – типичная проблема компаний, только начинающих повышать свою прозрачность и работать на публичном рынке капитала. Нам известно, что группа ВС осуществляет шаги по повышению качества отчетности, однако в этом вопросе еще многое предстоит сделать. Предполагается, что первая аудированная отчетность по МСФО будет подготовлена за 2007 г. Мы считаем, что официальная отчетность поручителей и оферентов за 2005 г., составленная по российским стандартам учета, адекватно отражает положение ключевых компаний группы.
- **Таможенное оформление импортных операций.** На импортную продукцию приходится около трети объема продаж компании. Она частично закупается на российских складах иностранных производителей, а частично ввозится из-за рубежа. Это создает определенные риски, связанные с особенностями таможенной очистки товара. Аналогичные риски присутствуют во многих других отраслях, уже представленных на рынке долговых обязательств (например, в розничной торговле электроникой). Именно поэтому в качестве ориентиров для оценки справедливой доходности выпуска мы используем, прежде всего, облигации розничных сетей непродовольственных товаров.

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 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

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoiseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

Dnangle@rencap.com

Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

Malexeenkova@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

Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoiseev@rencap.com

Павел Мамай

Петр Гришин

Наргиз Садыхова

Валентина Крылова

Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@rencap.com

Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@rencap.com

Елена Савчик

Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин

Vpantuyushin@rencap.com

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

Файг Байрамов

Светлана Дрыгуш

Юлия Голеусова

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас

Rwallace@rencap.com

Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян

Ooganisian@rencap.com

Александр Фомичев

Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@rencap.com

Патриция Сомервилл

Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@rencap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун