

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

23 марта на долговой рынок с дебютным выпуском объемом 3 млрд. руб. выходит **ООО «Объединенные кондитеры-Финанс»**, SPV Группы компаний «Объединенные кондитеры». Холдинг, крупнейшими активами которого являются ОАО «Красный октябрь», ОАО «РотФронт» и ОАО «Кондитерский концерн «Бабаевский» (поручители по облигационному займу) занимает лидирующие позиции на российском рынке кондитерских изделий, характеризуется при этом довольно высокой нормой прибыли и низкой долговой нагрузкой. Размещение облигационного займа объемом 3 млрд. руб., 70% средств которого планируется направить на основные проекты по перебазированию ОАО «Красный октябрь» и расширению производственных мощностей, не повлечет ухудшения кредитного качества Группы. Ориентируясь на компании пищевой промышленности на «длинном» отрезке кривой доходности, мы оцениваем справедливую доходность бумаг Объединенных кондитеров на уровне **8.4%-8.7%** к трехлетней оферте. (Подробнее стр.2)

Объединенные кондитеры	2
Бахетле	4
Спортмастер	5

Главным отличием торговой сети **«Бахетле»** от прочих розничных операторов является значительная доля собственного производства в товарообороте. Следствием этого является высокий уровень рентабельности не только по сравнению с прочими региональными ретейлерами, но и с крупными федеральными сетями. Другим преимуществом эмитента является наличие значительного портфеля недвижимости в собственности стоимостью порядка \$100 млн. согласно независимой рыночной оценке. Тем не менее, мы обращаем внимание на риски, присущие компании. Во-первых, речь идет об отсутствии консолидированной отчетности по Группе, отражающей деятельность всех входящих в нее направлений бизнеса и структурных рисках в виду отсутствия прозрачной корпоративной структуры. Во-вторых, мы отмечаем небольшой масштаб бизнеса и узкое региональное присутствие, что обуславливает наличие высокой конкуренции со стороны более крупных игроков, хотя в данном случае, ориентация компании на «домашнюю и национальную кухню» обуславливает «нишевость» продукции, а соответственно и отсутствие прямых конкурентов в этом сегменте. В-третьих, компания несет риски, связанные с девелоперским и сельскохозяйственным бизнесом. Исходя из этого, справедливую доходность выпуска мы оцениваем в диапазоне **11.6-12.2%** к годовой оферте (Подробнее стр.4)

Выпуск **Спортмастера** должен привлечь внимание инвесторов на рынке. Компания лидирует со значительным отрывом от конкурентов в своем сегменте, работает с высокой маржой и весьма низкой долговой нагрузкой, а также имеет портфель недвижимости в собственности. Тем не менее, не следует забывать о присущих эмитенту рисках, а именно, непрозрачность организационной структуры и финансовых потоков, отсутствие консолидированной отчетности по Группе, высокие потребности в финансировании оборотного капитала, а также потенциальные риски девелопмента, учитывая, что компания будет самостоятельно строить торговые площади под гипермаркеты. Мы оцениваем справедливую доходность выпуска в **10.35-10.55%** к оферте через 1.5 года. (Подробнее стр.5)

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Наталья Толстошеина
n.tollstosheina@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
22 май	Сэтл Групп	1 000	Планета Капитал, Уралсиб	УТР 13,4% - 13,6%	-
22 май	СИК Девелопмент Юг	1 000	Росбанк	н/д	-
22 май	Волгоградская область	1 000	КИТ Финанс	н/д	-
23 май	Объединенные кондитеры	3 000	Райффайзенбанк	УТР 8% - 8,5%	УТР 8,4% - 8,7%
23 май	Бахетле	1 000	Банк ЗЕНИТ	УТР 11,6% - 12,2%	-
23 май	АИЖК-1А	2 900	Ситибанк	купон 7,05% - 7,35%	-
24 май	Промсвязьбанк-5	4 500	Промсвязьбанк	н/д	-
24 май	СК Спецстрой-2	2 000	РИГрупп	УТР 9,31% - 9,52%	-
24 май	Томск-2	500	Росбанк	УТМ 9,05% - 9,2%	-
25 май	Спортмастер	3 000	Тройка Диалог	УТР ~10%	УТР 10,35% - 10,55%
25 май	ЭнергоСтрой-Финанс	1 500	КИТ Финанс, Номос Банк	н/д	-

23 марта дебютный облигационный займ объемом 3 млрд. руб. размещает ООО «Объединенные кондитеры-Финанс», SPV Группы компаний «Объединенные кондитеры». Срок обращения облигаций составит 5 лет, при этом условиями выпуска предусмотрена трехлетняя оферта.

В качестве поручителей по облигационному займу выступают управляющая компания ОАО «Холдинговая компания «Объединенные кондитеры», а также наиболее крупные производственные активы (ОАО «Красный октябрь», ОАО «РотФронт» и ОАО «Кондитерский концерн «Бабаевский»), обеспечивающие порядка 80% выручки и EBITDA. Объединенные кондитеры контролируются Группой «ГУТА» совместно с миноритарными акционерами (75%), а также Правительством Москвы (25%).

Формирование Группы «Объединенные кондитеры» осуществлялось в 2002-2005 гг. путем консолидации ряда кондитерских предприятий, что позволило холдингу к 2005 году стать крупнейшим производителем кондитерских изделий в России с долей рынка 14%.

Объединенные кондитеры производят широкий ассортимент кондитерских изделий преимущественно в среднем ценовом сегменте. Порядка 50% продаж Группы в натуральном выражении формируют конфеты, 18% - карамель, 10% - шоколадные изделия, при этом остальные 22% приходятся на прочие сахаристые и мучные кондитерские изделия. В 2006 году наиболее быстрые темпы роста продемонстрировали сегменты «карамель» (+12.2%) и «шоколад» (+9.1%). В целом, в прошлом году объем производства кондитерских изделий Группой «Объединенные кондитеры» вырос на 4.6% до 284.7 тыс. т, что несколько выше темпов роста российского рынка в целом – 3%. «Опережение» рынка по темпам роста стало возможным во многом благодаря увеличению продаж кондитерских изделий под основными брендами Группы – «Аленка», «РотФронт», «Бабаевский», «Вдохновение» ввиду их высокой популярности, активной рекламной кампании, а также грамотной маркетинговой политики в области расширения ассортимента.

Увеличение объема продаж совместно с повышением средних цен на кондитерские изделия привели к росту выручки в 2006 году, по предварительным данным менеджмента компании, на 14% до 20.6 млрд. руб. Окончательная отчетность по МСФО, аудитором которой выступает Ernst&Young, ожидается в июне, при этом, учитывая 12% рост общей выручки трех крупнейших фабрик, мы оцениваем сделанный прогноз довольно реалистичным. По оценкам менеджмента, в течение ближайших трех нескольких лет средние темпы роста выручки составят 19%, а оборот в 2009 году запланирован на уровне 34.4 млрд. руб. На фоне приближения российского рынка к насыщению, «Объединенные кондитеры» намерены обеспечить такой рост за счет продвижения торговых марок, выпуска новых «инновационных продуктов», формирования портфеля брендов и увеличения доли премиальной продукции, пользующуюся повышенным спросом.

По данным последней МСФО-отчетности (за 2005 год), EBITDA margin составила 17.4%. Среди трех основных заводов холдинга наибольшей нормой прибыли характеризуется ОАО «Красный октябрь» - 22% и 19.4% по отчетности РСБУ за 2005 год и 2006 год соответственно. В целом, в 2006 году по крупнейшим заводам Группы EBITDA margin сохранилась на уровне 2005 года (17.9% против 17.7%), что дает основания предполагать сохранение

Объединенные кондитеры**Размещение:** 23 мая 2007**Объем:** 3 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (3 года)**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравнивается первому, остальные определяет эмитент**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе**Организатор:** Райффайзенбанк

нормы прибыли по отчетности МСФО за 2006 год на уровне 2005 года.

Помимо хороших рыночных позиций и довольно высокой рентабельности, положительным моментом при оценке кредитного качества холдинга является его консервативная долговая политика. По состоянию на 30 марта 2007 года общий объем финансовых обязательств Группы составил 1.9 млрд. руб., а debt/EBITDA, по нашим оценкам, - 0.6.

В настоящее время «Объединенные кондитеры» реализуют трехлетнюю инвестиционную программу (сроком до 2008 года), основными направлениями которой являются перенос производственных мощностей ОАО «Красный октябрь» из центра Москвы на территорию ОАО «Кондитерский концентр «Бабаевский», увеличение производственных мощностей по наиболее востребованным продуктам, а также развитие производственной и логистической инфраструктуры. Завершение основного инвестиционного проекта по перебазированию ОАО «Красный октябрь» планируется летом текущего года, при этом его реализация, осуществляемая без остановки производства, позволит существенно расширить мощности предприятия.

Общий объем инвестиционных затрат на 2007-2008 гг. составляет 4.7 млрд. руб., основная часть которых будет освоена в текущем году. Помимо этого, на 2007 год предусмотрен рекламный бюджет на сумму 750 млн. руб. Финансирование инвестиционной программы будет осуществляться за счет средств облигационного займа (2.1 млрд. руб. при общем объеме займа в размере 3 млрд. руб.), других кредитов и займов (1.2 млрд. руб.), а также собственных средств холдинга. В результате, к концу года общий объем финансовых обязательств вырастет до 5.2 млрд. руб., тем не менее денежные потоки Группы позволят обеспечить довольно высокий уровень покрытия долга: debt/EBITDA, по нашим оценкам, сохранится в пределах 1.5. В дальнейшем менеджмент холдинга будет по-прежнему придерживаться консервативной долговой политики, что будет сдерживать долговую нагрузку холдинга на приемлемом уровне.

На «длинном» отрезке кривой доходности наиболее сопоставимыми ориентирами по доходности являются, на наш взгляд, выпуск Юнимилка и второй займ ВБД. Средняя доходность облигаций Юнимилка к ОФЗ за последний месяц составила 330 б.п., ВБД – 180 б.п.

Объединенные кондитеры, Юнимилк и ВБД работают в основном на рынках, характеризующихся низкими темпами роста. При этом, в настоящее время Объединенные кондитеры придерживаются преимущественно стратегии органического роста, в то время как компании молочного сегмента реализуют более агрессивную стратегию развития за счет приобретений. Этим объясняются более медленные темпы роста Объединенных кондитеров, и при этом более низкая долговая нагрузка эмитента.

Объединенные кондитеры, по нашему мнению, должны торговаться с премией к ВБД в размере 70-90 б.п., которая компенсирует разницу в масштабах бизнеса, темпах роста и уровне прозрачности, но при этом учитывает более высокую норму прибыли Объединенных кондитеров. В свою очередь, по сравнению с Юнимилком, Объединенные кондитеры характеризуются более высоким уровнем долгового покрытия и рентабельностью, что, на наш взгляд, обуславливает дисконт в доходности облигаций Объединенных кондитеров к Юнимилку в размере 70-90 б.п.

Таким образом, мы оцениваем справедливый спред облигаций Группы «Объединенные кондитеры» к ОФЗ в размере 240-270 б.п., что соответствует доходности к трехлетней оферте в размере 8.4%-8.7%.

Основные финансовые показатели Группы «Объединенные кондитеры», Юнимилк и ВБД, МСФО, млн. руб.

	Объединенные кондитеры, 2006О	Юнимилк, 1тр2006	ВБД, 2006
Выручка	20600	10823	46396
Темпы роста выручки	14.4%	89%	26.4%
Опер. прибыль	3000	471	4098
EBITDA	3540	765	6161
ЧП	2500	52	2511
Рент-ть продаж	14,6%	4,4%	8,8%
EBITDAmargin	17,2%	7,1%	13,3%
Долг	5200*	9088**	10711
Debt/EBITDA	1,5	4,9***	1,7
Средний спред к ОФЗ за последний месяц	-	330 б.п.	180 б.п.

* - долг на конец 2007 года

** - после размещения облигационного займа

*** - прогноз на конец 2006 года

Источник: Данные компаний, оценки Банка ЗЕНИТ

Плеяду региональных розничных ритейлеров, представленных на долговом рынке, 23 мая пополнит ведущая сеть супермаркетов в Республике Татарстан «Бахетле». Средства, привлеченные в результате размещения облигационного займа, будут в равных долях направлены на финансирование инвестиционной программы и рефинансирование текущей задолженности. Компания работает в сегменте «премиум», ориентированном на население с уровнем доходов «средний» и «выше среднего». На текущий момент сеть объединяет 10 супермаркетов (девять в Татарстане и один в Москве), а к 2010 г. планируется открытие еще 19 магазинов, девять из которых будут расположены в столице. Расширение присутствия в Москве рассматривается как ключевой фактор наращивания темпов продаж.

Сеть работает в трех «подформатах» премиального сегмента в зависимости от размера торговой площади: до 1000 кв.м. (торговый ассортимент порядка 35 тыс. наименований); от 1000 до 2000 кв.м. (до 40 тыс. наименований); свыше 2000 кв.м. (40 тыс. наименований и выше). Из 10 магазинов, открытых на текущий момент, семь находятся в собственности и три арендуются. В дальнейшем сеть «Бахетле» планирует развиваться преимущественно за счет собственных магазинов и поддерживать соотношение собственных и арендованных торговых площадей на уровне 70/30.

Главным отличием от прочих розничных операторов является значительная доля собственного производства в товарообороте. Несмотря на то, что из совокупного ассортимента сети в 40 тыс. наименований на продукцию собственного производства приходится лишь 1 тыс., тем не менее, в выручке собственное производство занимает более одной трети. Следствием этого является высокий уровень рентабельности не только по сравнению с прочими региональными ритейлерами, но и с крупными федеральными сетями. Рентабельность EBITDA составила 10.8% в 2006 г. по сравнению со средним по розничным сетям порядка 7.5%. В дальнейшем компания прогнозирует рост рентабельности EBITDA до 15.5% (2010 г.), который будет обусловлен, во-первых, увеличением доли маржинального собственного производства до 39.7% с 33.3% в 2006 г.; и, во-вторых, умеренными темпами экспансии сети, которые не приведут к резкому скачку операционных расходов.

В 2006 г. розничный товарооборот сети вырос на 41% до 3 253 млн. Динамика продаж Like-for-Like составила 18.4%. По прогнозам сети «Бахетле», в течение ближайших четырех лет выручка достигнет 23.5 млрд. руб. на фоне среднегодовых темпов роста свыше 60%. Такие темпы планируется обеспечить как за счет динамичного роста отрасли в целом, так и на фоне четырехкратного увеличения торговой площади до 49 тыс. кв. м. с 13 тыс. кв. м. в 2006 г. Увеличению выручки на кв.м. будет способствовать рост потока покупателей при одновременном повышении среднего чека, в основном в результате увеличения количества магазинов в Москве (показатели деятельности первого московского магазина за четыре месяца демонстрируют стабильный рост: средневзвешенная выручка март/январь увеличилась на 43%, средний чек на 22%, средневзвешенное количество покупателей на 12%). Таким образом, при семикратном росте выручки и четырехкратном расширении торговой площади годовая выручка в расчете на кв.м. должна вырасти в 1.7 раз с 362 тыс. руб./кв.м в 2006 г. до 605 тыс. руб./кв.м. в 2010 г. при среднегодовых темпах роста порядка 13 -14%.

Другим преимуществом Группы «Бахетле» является наличие значительного портфеля недвижимости в собственности стоимостью порядка \$100 млн. согласно независимой рыночной оценке. На фоне проведенной переоценки совокупные активы Группы «Бахетле» по итогам 2006 г. выросли на 75% до 3 281.7 млн. руб. (основные средства компании выросли на 92% до 2 450.9 млн. руб.) Высокая доля основных средств в активах компании выгодно отличает Группу «Бахетле» от прочих операторов продуктовой розницы, которые развиваются преимущественно за счет аренды торговых площадей. Кроме того, наличие собственного агрокомплекса («Бахетле-Агро») и производственной базы позволяет компании создавать цепочку добавленной стоимости, контролируя процесс от получения и переработки сырья до розничных продаж готовой продукции.

По результатам 2006 г. совокупный долг компании составил 1624.5 млн. руб. (текущий портфель кредитов сформирован из рублевых займов, средняя процентная ставка составляет 11.5%). По результатам текущего года долговая нагрузка Группы «Бахетле» оценивается в 2 017 млн., из которых, на долгосрочные кредиты приходится порядка 62%, на краткосрочные, соответственно, 38%. Несмотря на рост объема долга в абсолютном выражении в текущем году ожидается снижение Долг/EBITDA до 3.2x с 4.6x на фоне прогнозного 80% роста EBITDA.

Тем не менее, мы обращаем внимание на риски, присущие компании и обуславливающие оценку прогнозной доходности выпуска. Во-первых, речь идет об отсутствии консолидированной отчетности по Группе, отражающей деятельность всех входящих в нее направлений деятельности (подготовка консолидированной отчетности по международным стандартам планируется по итогам 2007 г.) и структурных рисках в виду отсутствия прозрачной

Бахетле

Размещение: 23 мая 2007

Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 приравнивается первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Банк ЗЕНИТ

корпоративной структуры. Во-вторых, мы отмечаем небольшой масштаб бизнеса и узкое региональное присутствие, что обуславливает наличие высокой конкуренции со стороны более крупных игроков. Хотя в данном случае, ориентация компании на «домашнюю и национальную кухню» обуславливает «нишевость» продукции, а соответственно и отсутствие прямых конкурентов в этом сегменте. В-третьих, компания несет риски, связанные с сельскохозяйственным бизнесом.

Ближайшими аналогами Группы «Бахетле» являются Азбука Вкуса, Самохвал и Холидей. Относительно Азбуки Вкуса выпуск Бахетле должен торговаться со спрэдом, как минимум, на 50-60 б.п. шире в силу значительно более прочных позиций Азбуки Вкуса на столичном рынке. Более широкий спрэд Бахетле (порядка 60 б.п.) относительно Холидея обуславливается как разницей в масштабах бизнеса в пользу новосибирского ритейлера, так и фактом недавнего привлечения акционерного капитала. При сравнении с Самохвалом мы отмечаем, что сопоставимые долговая нагрузка и формат бизнеса (ритейл и управление ТРЦ), наличие значительных портфелей недвижимости и узкое региональное присутствие практически уравнивает этих двух эмитентов с точки зрения положения на кривой доходности. Тем не менее, более простая структура выпуска и более широкая розничная сеть Самохвала может обусловить разницу в спрэдах в 20-30 б.п. В итоге мы оцениваем справедливую доходность выпуска сети «Бахетле» в диапазоне 11.6-12.2% к годовой оферте.

Решение о размещении трехлетнего займа на 3 млрд. приняла сеть спортивных товаров «Спортмастер». Порядка 40% планируется направить на рефинансирование краткосрочной задолженности, оставшуюся часть распределить между инвестициями в расширение сети супермаркетов, развитие нового формата «гипермаркета», а также на развитие логистической инфраструктуры.

Заем привлекается на SPV «Спортмастер-Финанс», а поручителями выступают четыре ключевые компании, относящиеся к трем (из четырех) дивизионам, формирующих Группу. ООО «Спортмастер» - основной торговый оператор сети, входящий в розничный блок; ООО «Илион» и ООО «Спортландия» относятся к дистрибутивному блоку, причем на первое из них приходится 60% совокупного оборота дивизиона; ООО «ТАГИС» представляет блок недвижимости и является крупнейшим держателем активов. Четвертый, сервисный блок, в структуре займа не представлен. Здесь необходимо особо отметить, что структура Группы, несмотря на разделение по четырем направлениям деятельности (дивизионам), является весьма громоздкой и в совокупности объединяет более 30 юридических лиц, в том числе ряд оффшорных компаний, что, как следствие, несет очевидные структурные риски, в частности, вывода активов и отвлечения потоков в смежные направления бизнеса. Эти риски усугубляются отсутствием аудированной отчетности по международным стандартам.

С точки зрения рыночных позиций, конкурентоспособности, а также финансовых показателей компания выглядит весьма привлекательно. По результатам 2006 г. Спортмастер был неоспоримым лидером по объему продаж на российском рынке спортивных товаров с долей рынка порядка 30%, которая практически в три раза превосходит долю ближайшего конкурента (Adidas -10.6%). Помимо России компания работает на рынках Украины и Белоруссии. Спортмастер развивает несколько торговых направлений, а именно, дистрибуцию международных спортивных брэндов и оптовые продажи, а также розничное направление, объединяющее как собственную (Спортмастер), так и франчайзинговые сети (Спортландия, Footterra, Columbia). Помимо продаж всемирно известных брэндов активно развиваются продажи private labels, доля которых в обороте за 2006 г. составила 15.4%, а в текущем году планируется ее увеличение до 21%. При этом в новом формате «гипермаркет» доля рентабельных частных марок будет доходить до 30%. Другим фактором, способствующим поддержанию рентабельности гипермаркетов компания видит сокращение затрат на персонал. Так, если в супермаркетах доля заработной платы в совокупных затратах составила по итогам 2006 г. 45%, то в гипермаркетах (учитывая практически полное самообслуживание) этот показатель, по оценкам компании, будет составлять порядка 20%.

Спортмастер имеет разветвленную розничную сеть, представленную практически во всех городах-миллионниках. На начало апреля текущего года сеть объединяла 348 магазинов (из которых 244 – франчайзи; 98 супермаркетов и 6 дисконтных магазинов собственной сети) в шести ФО. При этом порядка 40% торговых объектов сети «Спортмастер» находится в собственности. К концу текущего года планируется довести количество магазинов сети «Спортмастер» до 122, в том числе открыть два гипермаркета. Планы на четырехлетнюю перспективу предусматривают 19 гипермаркетов из 207 магазинов собственной сети. Помимо сетей спортивных товаров компания развивает сеть магазинов одежды стиля «casual» - O'Stin, которая на начало апреля насчитывала 52 магазина, в большинстве своем

Спортмастер-Финанс

Размещение: 25 мая 2007

Объем: 3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 приравнивается первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Тройка Диалог

находящиеся в аренде. К концу текущего года эту сеть планируется расширить до 83, а к 2011 г. – до 270 торговых объектов.

Учитывая, что компания является одним из крупнейших дистрибуторов ведущих спортивных брендов, что позволяет не только обеспечивать наиболее выгодные ценовые условия с поставщиками, но и устанавливать максимально возможные торговые наценки, а также имеет весьма высокую долю маржинальных частных марок в совокупном объеме продаж, рентабельность деятельности сети самая высокая в секторе непродуктового ритейла. В 2006 г. рентабельность EBITDA составила 15.6%, наиболее близкий уровень по итогам первого полугодия показали с видимым отставанием Арбат Престиж – 13.3% и Единая Европа – 10.5%, более чем в два раза уступающие по масштабу бизнеса. При этом компания, как видно из динамики за последние три года, не избежала общерыночной тенденции снижения маржи на фоне экспансии сети и роста затрат (так в 2004 г. – EBITDA Margin 19.4%), и, скорее всего, этот тренд будет продолжен и в обозримой перспективе, принимая во внимание планы экспансии.

В текущем году компания планирует почти двукратное увеличение капвложений до \$120 млн. по сравнению с \$68 млн. в 2006 г. Если исходить из предположения, что на финансирование экспансии сети супермаркетов и развитие формата «гипермаркет» будет направлено 40% займа в совокупности, то оставшуюся часть инвестпрограммы компания сможет профинансировать за счет открытых кредитных лимитов в банках, которые на начало апреля составляли \$200 млн.

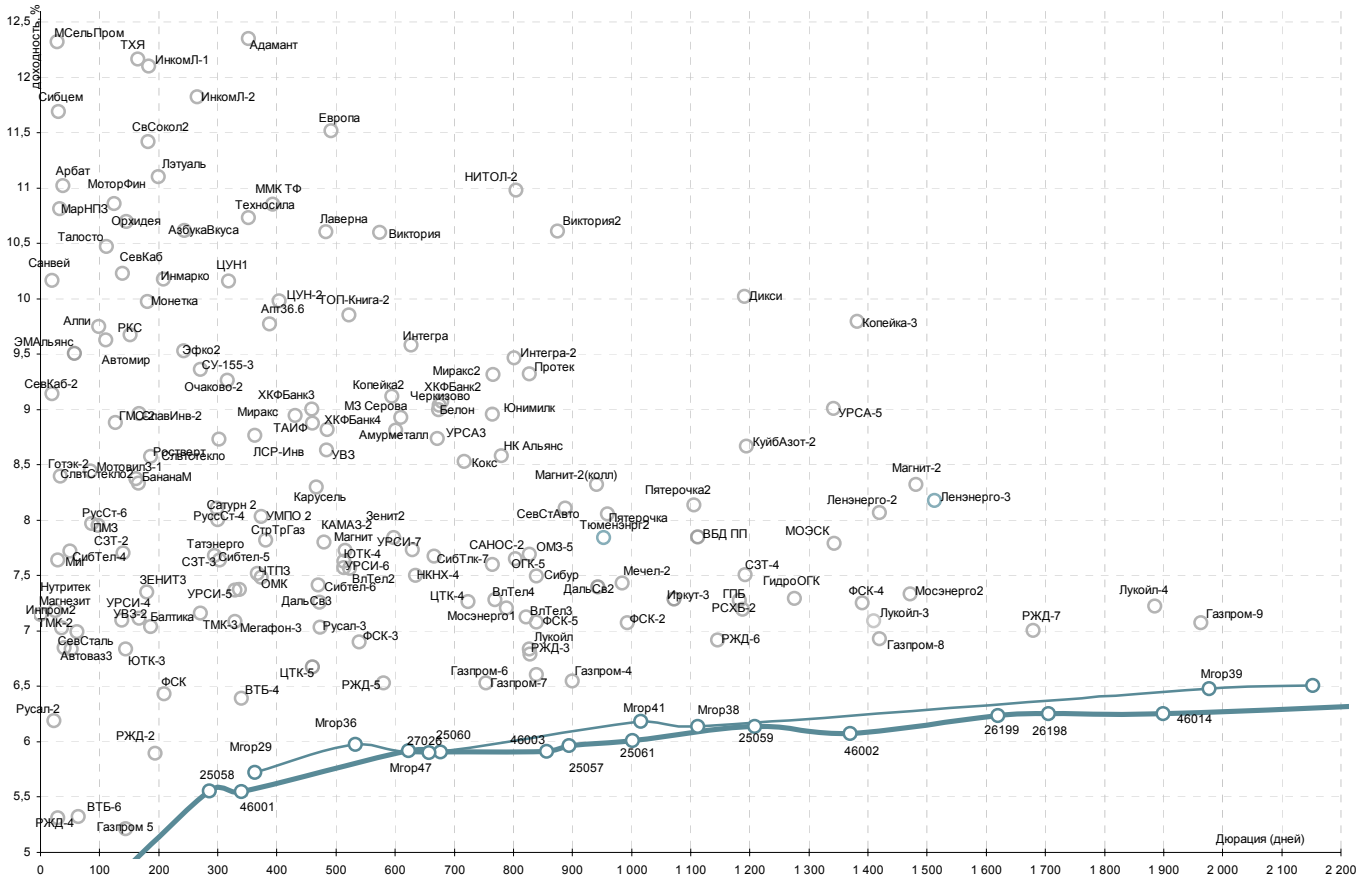
По масштабу бизнеса Спортмастер (\$670 млн. в 2006 г.) наиболее сопоставим с Инком-Авто (\$577 млн.) и чуть уступает Техносиле (\$1016 млн.) и Автомиру (\$1073 млн.), при этом значительно опережая их по рентабельности, а также качеству долгового покрытия. Соотношение Долг/EBITDA Спортмастера по итогам 2006 г. составило 1.4x по сравнению с 3.1x у Автомира, 3.3x у Техносилы и 4.1x у Инком-Авто. По итогам текущего года долговая нагрузка Группы возрастет на 45% до \$220 млн., при этом значительно улучшится качество кредитного портфеля по срочности – доля краткосрочного дога сократится до 39% с 87% в 2006 г.

Что касается управления оборотным капиталом, то здесь мы отмечаем аналогичную тенденцию, наблюдаемую у большинства непродуктовых ритейлеров. Хорошая текущая ликвидность на уровне 1.77 обеспечивается преимущественно за счет товарно-материальных запасов, срок оборачиваемости которых составляет 168 дней. Как следствие, цикл конверсии наличности (158 дней) является одним из наиболее длительных по российским непродуктовым ритейлерам и уступает лишь Дикой Орхидее (более 200 дней). Помимо этого, сопоставимые сроки оборачиваемости кредиторской и дебиторской задолженности (42 и 32 дня) указывают на то, что компания характеризуется высокими потребностями в финансировании оборотного капитала. Пополнение ТМЗ, а соответственно, и наращивание темпов продаж финансируется преимущественно за счет краткосрочных кредитов, чем и объясняется высокая доля «коротких денег» в кредитном портфеле.

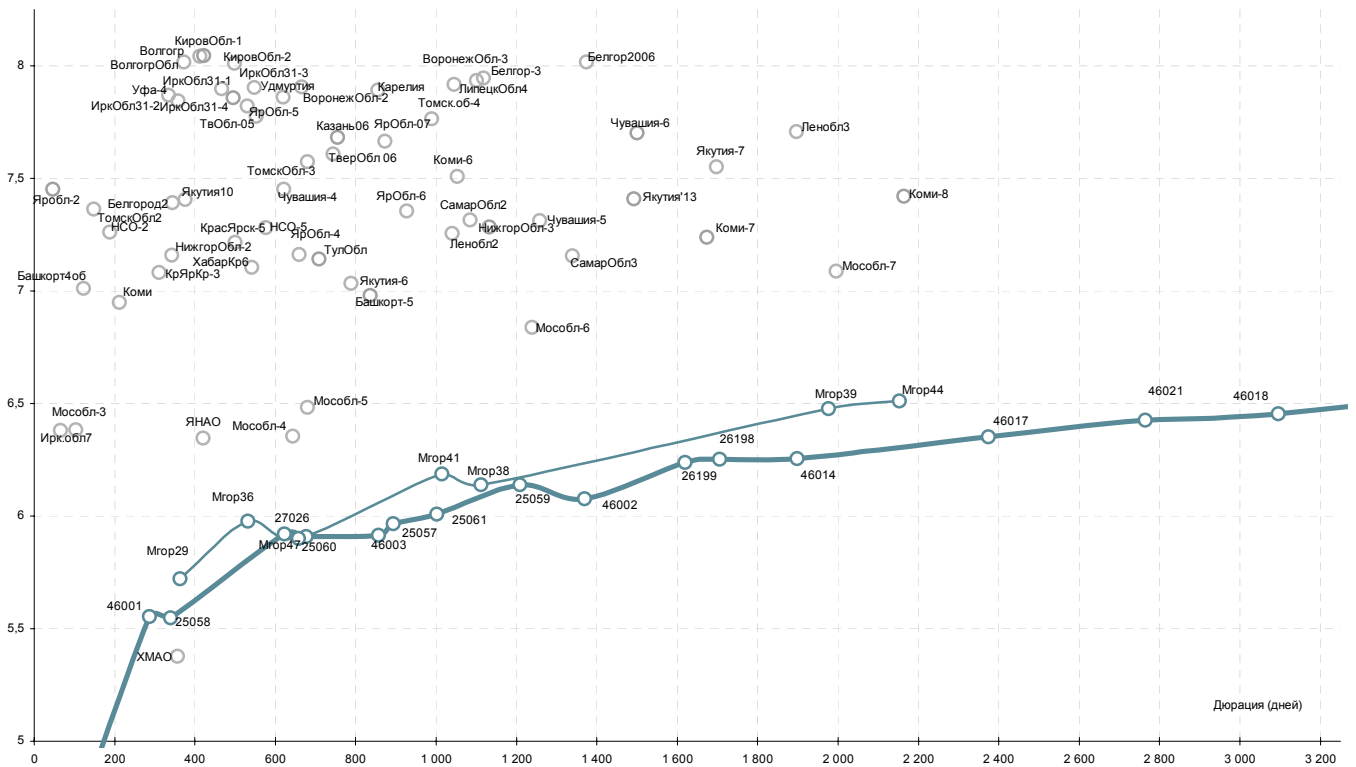
В целом, мы считаем, что облигационный выпуск Спортмастера должен привлечь внимание инвесторов на рынке. Компания лидирует со значительным отрывом от конкурентов в своем сегменте, работает с высокой маржой и весьма низкой долговой нагрузкой, а также имеет портфель недвижимости в собственности. Тем не менее, не следует забывать о существующих эмитенту рисках, а именно, непрозрачность организационной структуры и финансовых потоков, отсутствие консолидированной отчетности по Группе, высокие потребности в финансировании оборотного капитала, а также потенциальные риски строительства, учитывая, что компания будет самостоятельно строить торговые площади под гипермаркеты.

Выпуск Техносилы торгуется со спрэдом к ОФЗ в 520 б.п. Несмотря на то, что компании работают в разных рыночных сегментах, они, во многом похожи. Во-первых, компании характеризуются высокими потребностями в финансировании оборотного капитала и несут риск «затоваривания» в случае изменения рыночной конъюнктуры и замедления темпов роста располагаемых доходов населения. Во-вторых, и Спортмастер и Техносила имеют значительные портфели недвижимости в собственности – согласно управленческой отчетности стоимость основных средств Спортмастера на конец 2006 г. составила более \$142 млн. В-третьих, активно развивается направление продаж под частными марками, способствующее поддержанию и росту эффективности. При этом, несмотря на отставание в масштабах бизнеса, Спортмастер на порядок опережает Техносилу по рентабельности и качеству долгового покрытия. В связи с этим, при годовой дюрации мы оцениваем спрэд к ОФЗ на 20-40 б.п. уже кредитного спрэда Техносилы, что соответствует доходности в 10.35-10.55% к офerte через 1.5 года без учета премии за первичное размещение.

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

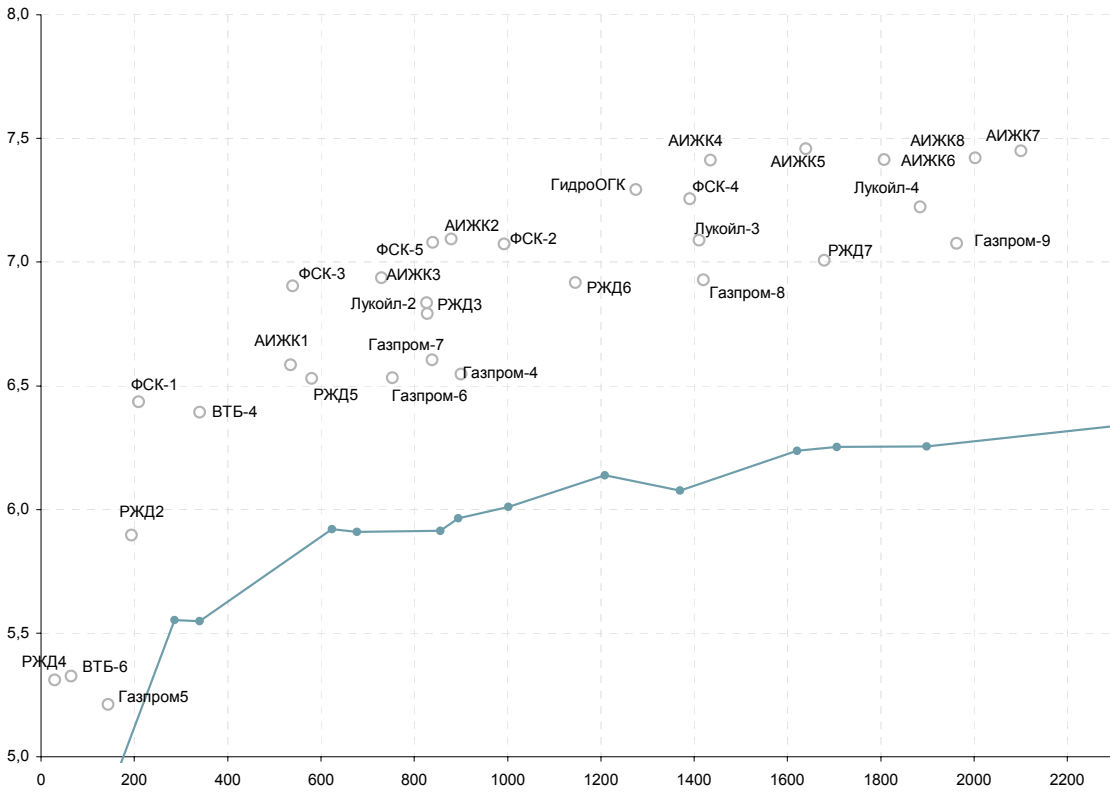


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

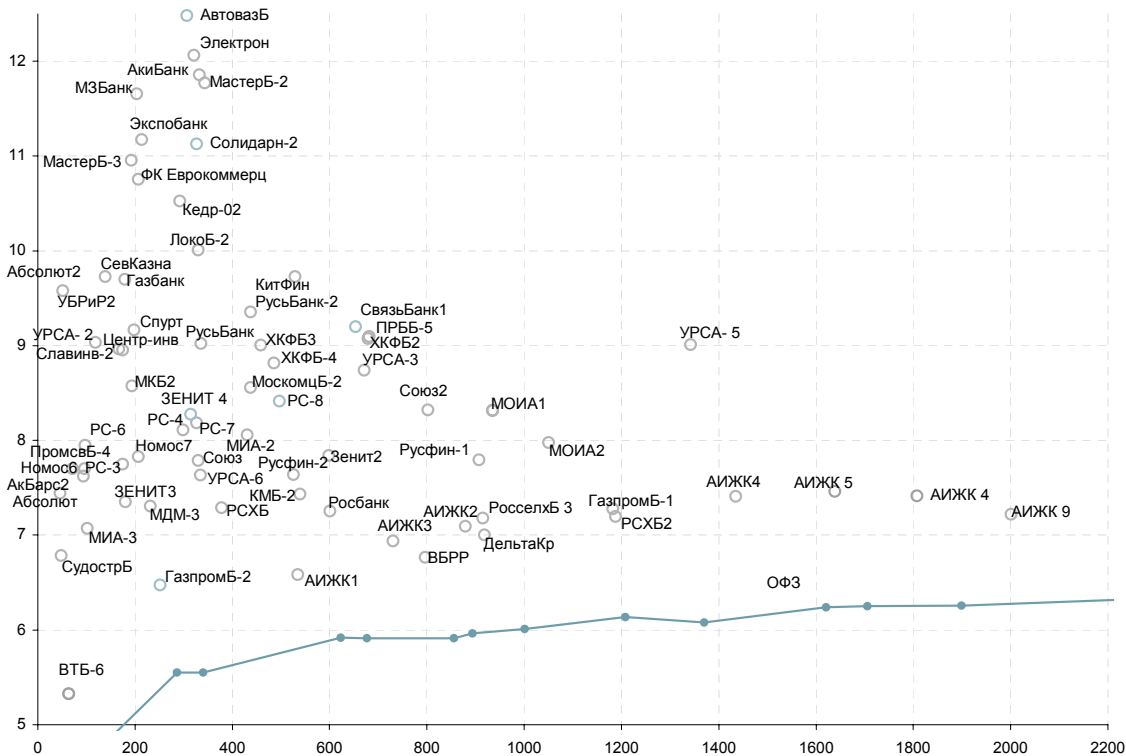


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

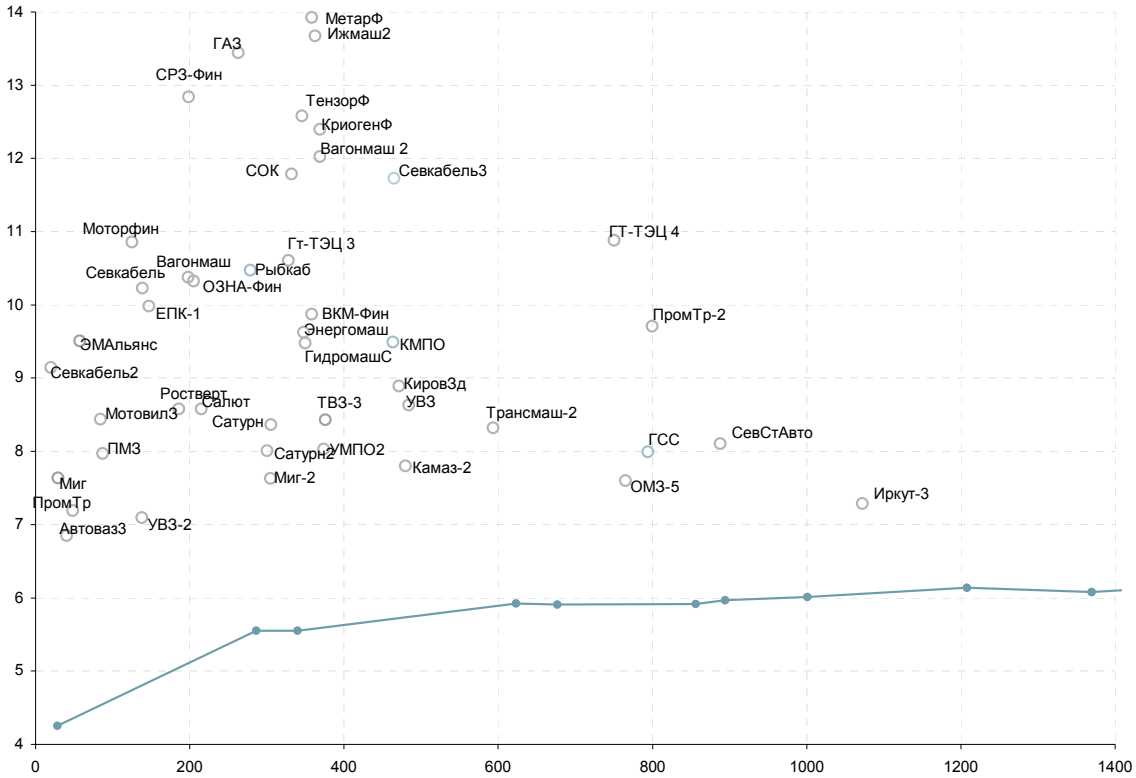
Blue chips



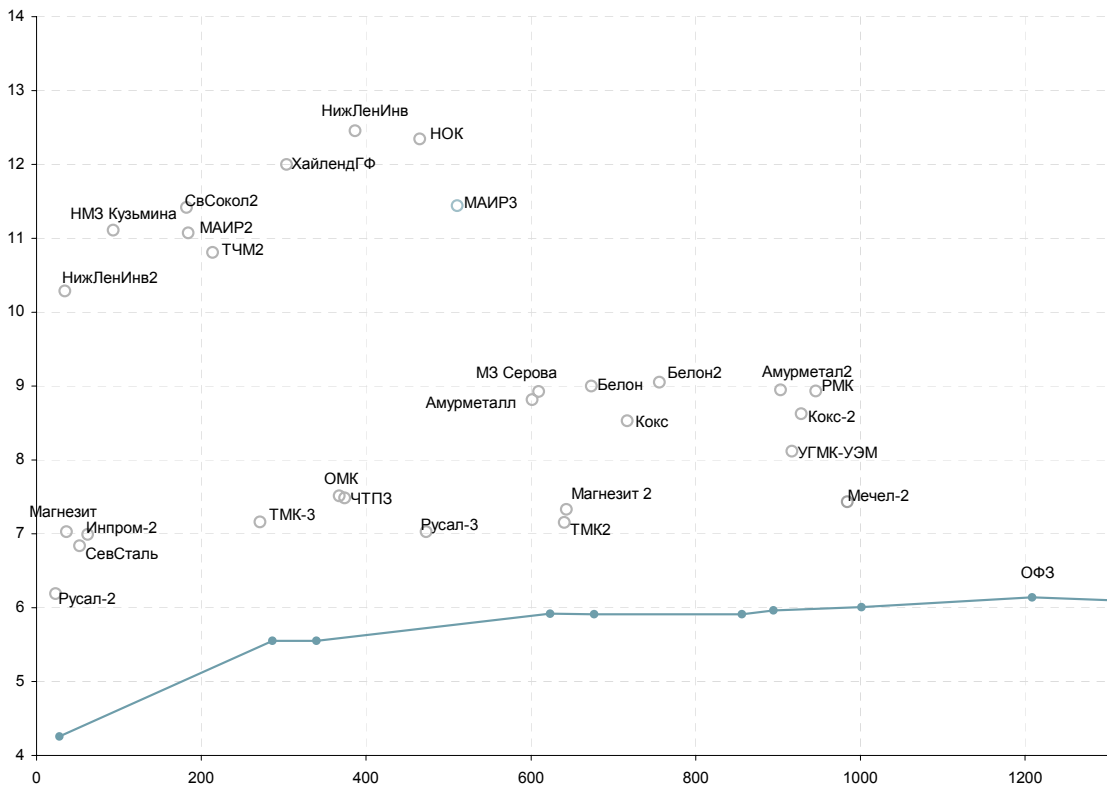
Банки, финансовые услуги



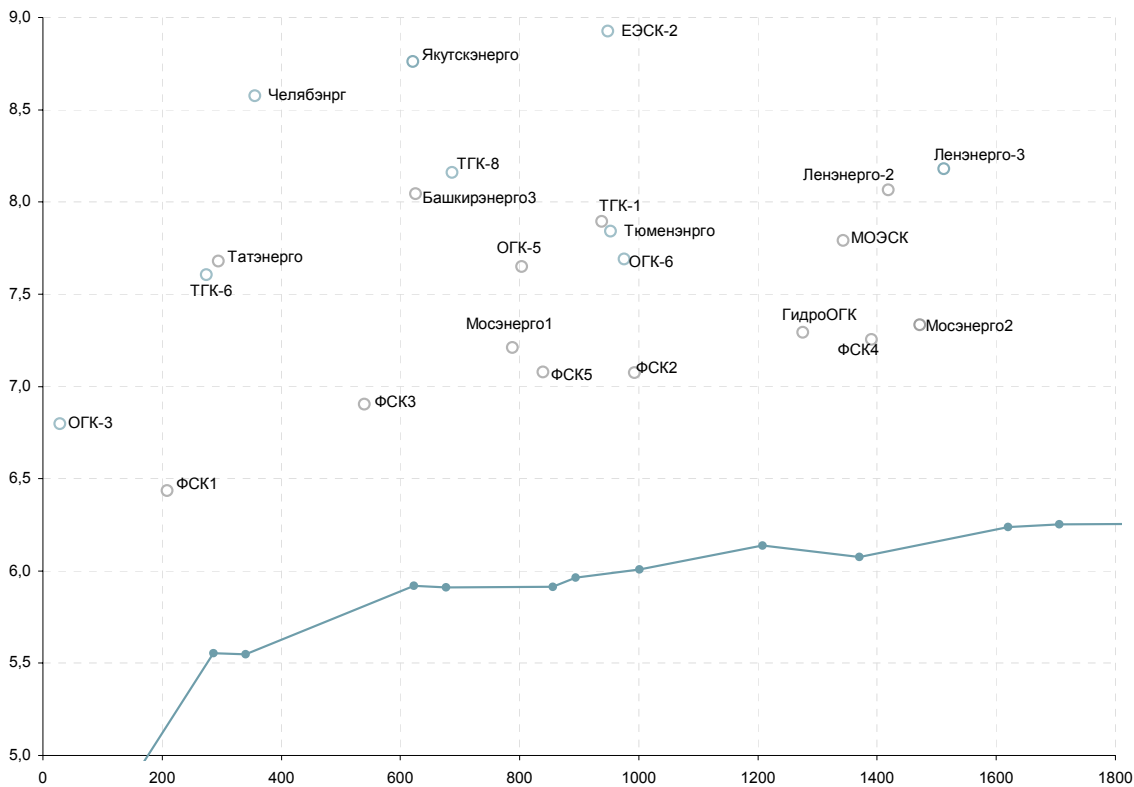
Машиностроение



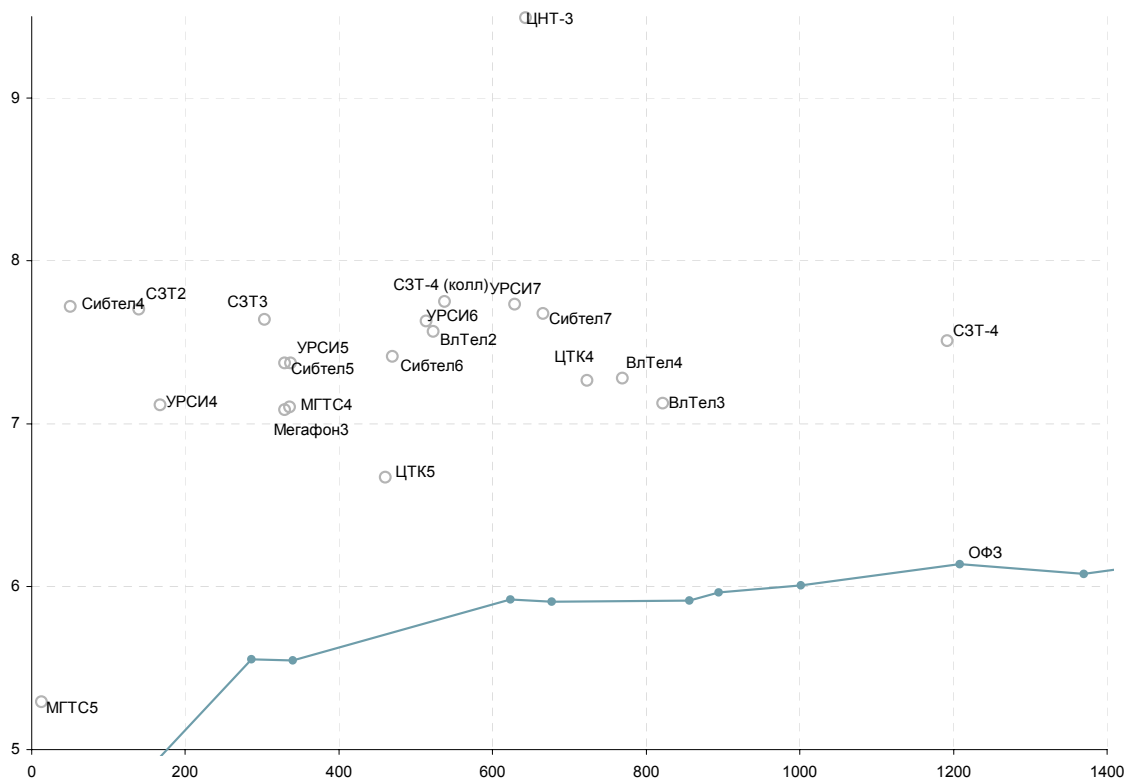
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



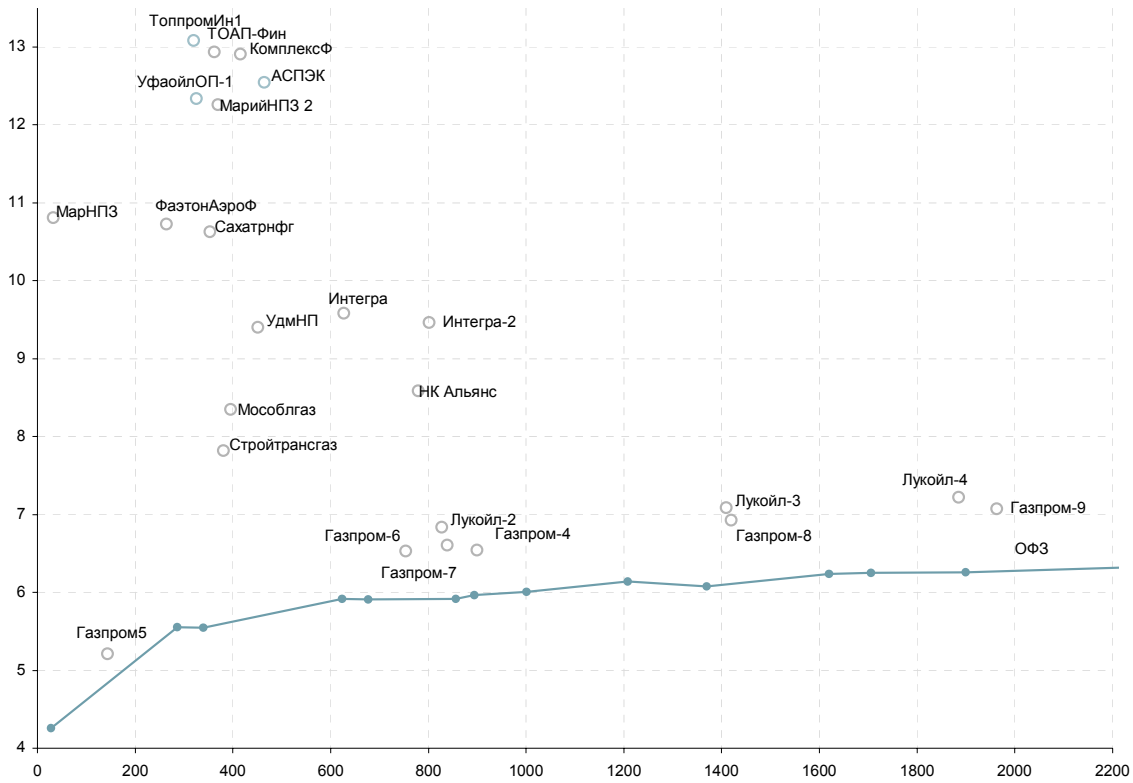
Энергетика



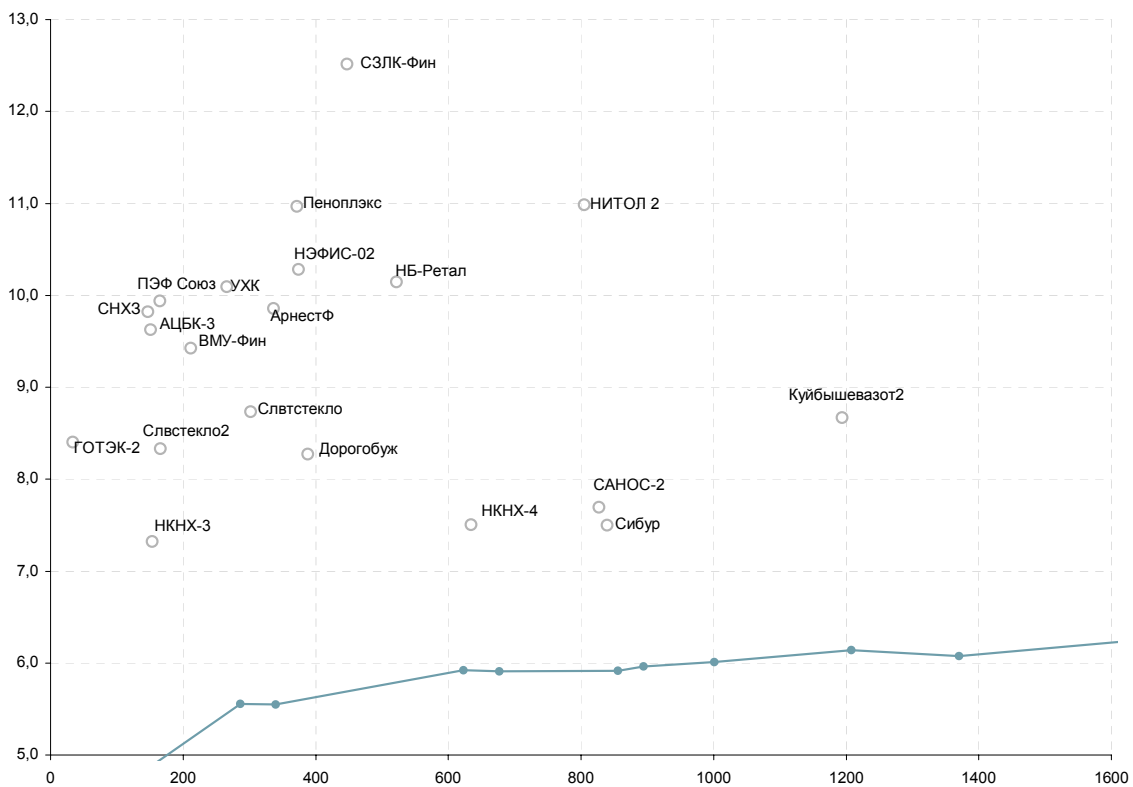
Телекомы



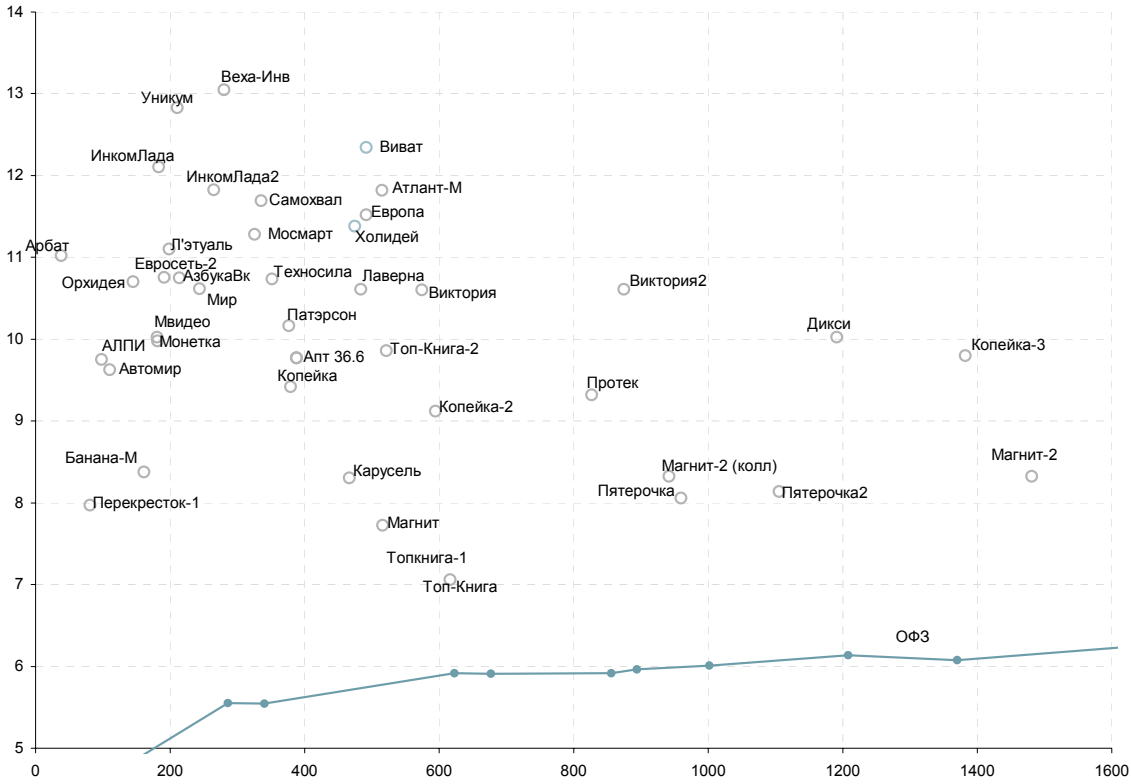
Нефтегазовая отрасль



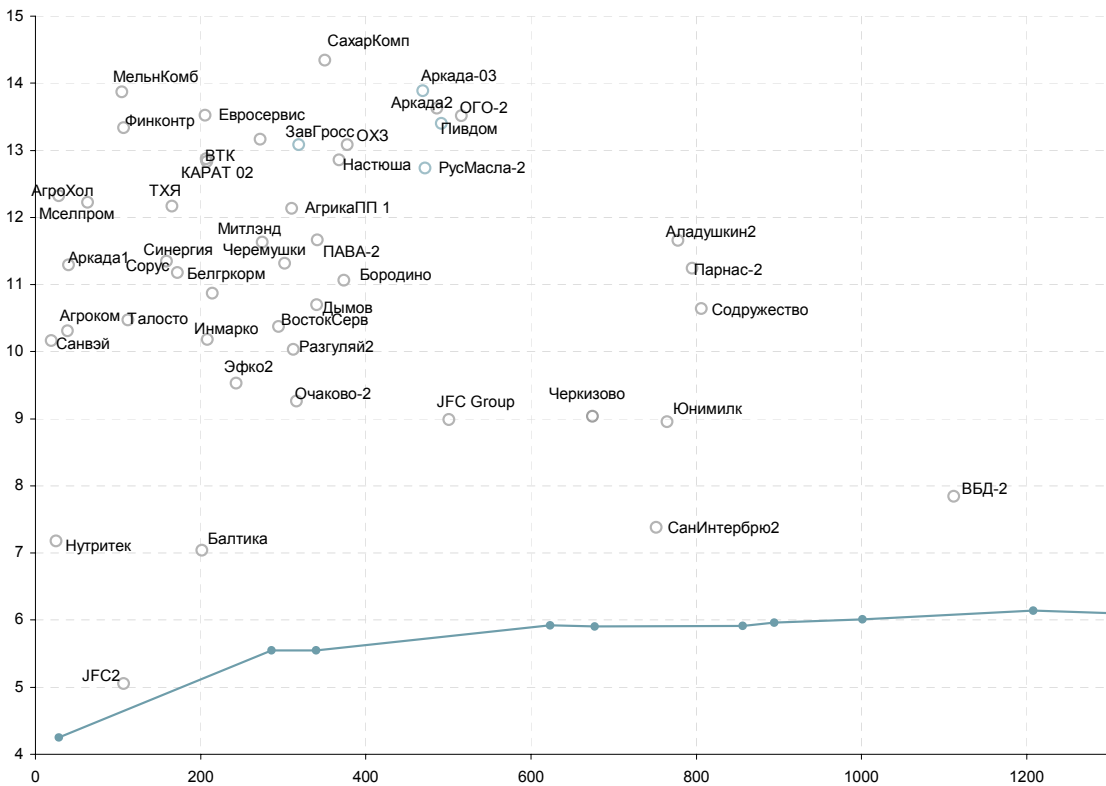
Химия и ЛПК



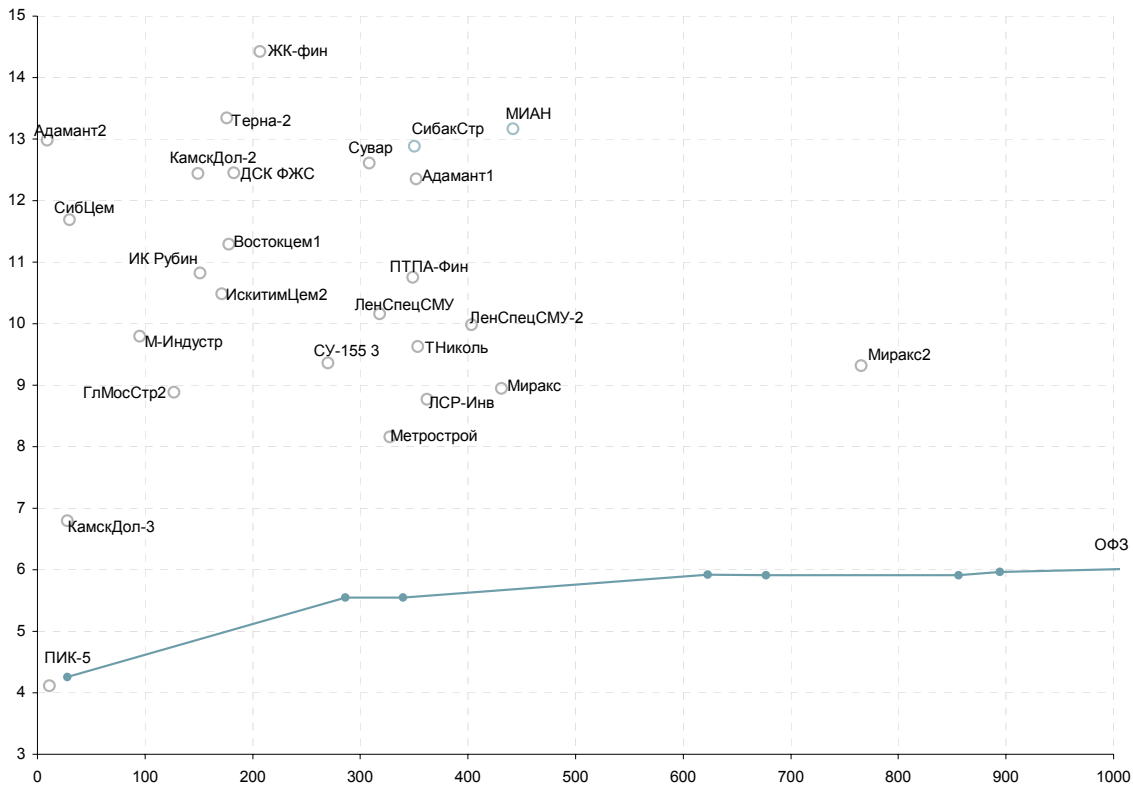
Ритейл



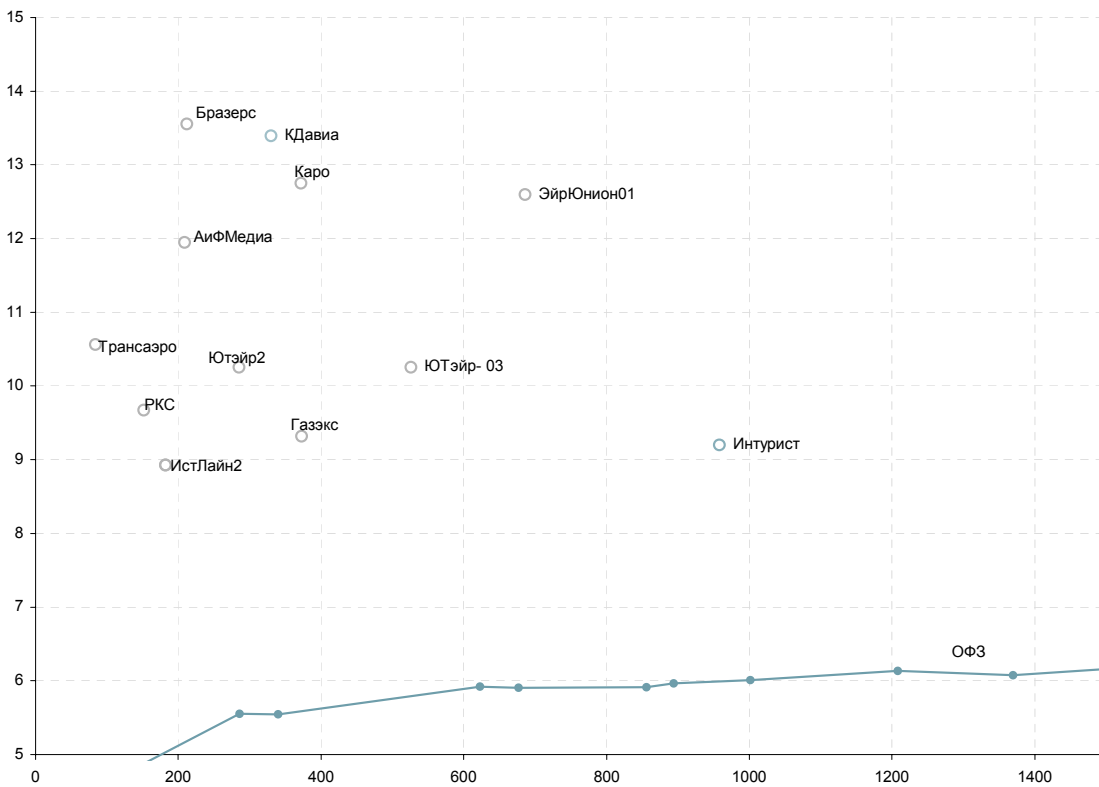
Пищевая промышленность и АПК



Строительство



Услуги



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.lityakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.