

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор первичного рынка

**Банана-Мама-2:** Позитивные факторы, такие как значительный масштаб бизнеса, прочные позиции на рынке и хорошие перспективы развития, во многом нивелируются большой зависимостью роста компании от долгового финансирования, отсутствием прозрачной финансовой отчетности и волатильной динамикой рентабельности. Наличие сильного акционера, рассматривающего данный проект как перспективный, хотя и должно позитивно повлиять на восприятие выпуска инвесторами, тем не менее, не компенсирует существующие риски. Справедливая доходность выпуска, на наш взгляд, колеблется в диапазоне **11.5%-11.8% при спреде к ОФЗ в 600-630 б.п.** (Подробнее стр.2)

Банана-МАМА-2

2

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

[www.zenit.ru](http://www.zenit.ru)

## Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
14 авг	ТранстехСервис	1 000	Уралсиб	УТР 10.65%-11.19%	УТР не менее 11%
16 авг	Банана-Мама-2	1 500	Тройка Диалог	УТР 10.82%-11.02%	УТР 11.5% - 11.8%
17 авг	ТрансФин-М2	1 500	ТрансКредитБанк	УТР 10.67%-10.88%	-

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

16 августа состоится размещение второго облигационного займа розничной сети детских товаров **Банана-Мама**. Компания планирует привлечь 1.5 млрд. руб. под ставку купона 10.54 - 10.73%, что соответствует доходности к оферте (1.5 года) 10.82% - 11.02% годовых. 30% привлекаемых средств будет направлено на рефинансирование «коротких» кредитов, в том числе выданных под обеспечение товара в обороте.

Эмитентом облигаций выступает ООО «БАНАНА-МАМА» - 100% владелец девяти розничных торговых операторов, компании-держателя недвижимости, на которой пока нет никаких объектов, и двух компаний, предоставляющих рекламные и IT-услуги. Выручка эмитента формируется потоками от сдачи в аренду торгового и складского оборудования. Поручителем является закупочное подразделение ООО ТД «Триал», консолидирующее розничные денежные потоки. В целом Группа объединяет 17 юридических лиц. Конечным бенефициаром через оффшорные компании является, как недавно стало известно, основатель сети БТЭ «Эльдорадо» И.Яковлев.

Банана-Мама, как и многие другие компании непродуктового ритейла, не может похвастаться особой прозрачностью для инвесторов: из консолидированных данных доступна лишь неаудированная управленческая отчетность. В части отчета о прибылях и убытках данные по Группе близки к результатам основной операционной компании – поручителя (85% выручки и 95% валовой прибыли Группы, или даже больше, учитывая что результаты РСБУ отчетности по поручителю в меморандуме предоставлены за не за 6, а за 5 месяцев). В то же время, в части внеоборотных активов (торговое, складское оборудование) разница довольно внушительная – по управленческой отчетности значение на конец 2006 года более чем втрое превышает сумму по поручителю и эмитенту (на балансе которого сосредоточен основной объем имущества).

Кроме того, в отношении управленческой отчетности мы бы хотели обратить внимание инвесторов на довольно активное использование Группой принципа капитализации затрат, приводящего к завышению операционной рентабельности. Помимо затрат на строительно-ремонтные работы, компания капитализирует также административные, рекламные и юридические затраты на открытие гипермаркетов до момента получения объектами первой выручки, которые, по идее, должны относиться на операционные расходы.

2006 г. тыс. руб.	Группа БАНАНА-МАМА	ООО БАНАНА-МАМА	ООО ТД ТРИАЛ
Выручка	4 789 011	214 264	3 824 276
Валовая прибыль	1 197 253	180 481	932 644
Чистая прибыль	212 510	-8 764	-126 254
Активы	3 590 590	1 080 793	2 744 067
Основные средства	565 739	16 900	27
Внеоборотные активы	1 073 386	274 647	41 072
Долг	2 222 976	1 022 358	1 819 578

тыс. руб.	1 пол. 2007 г	на 31 мая 2007 г.	на 31 мая 2007 г.
Выручка	3 115 428	95 614	2 619 852
Валовая прибыль	778 857	82 936	746 079
Чистая прибыль	32 642	9 036	126 375
Активы	5 154 792	1 117 944	3 505 026
Основные средства	750 654	18 210	47 148
Внеоборотные активы	2 021 810	335 454	114 004
Долг	3 412 403	1 056 153	2 510 250

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

**Банана-Мама-2**

**Размещение:** 16 августа 2007 г

**Объём:** 1.5 млрд. руб.

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

**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон приравнивается к первому, по оставшимся ставкам определяет эмитент

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** Тройка-Диалог

Среди основных конкурентных преимуществ компании мы выделяем:

- развитую региональную сеть с долей рынка от 11 до 29% в крупнейших городах присутствия (доля московского рынка -12%, наибольшая доля в Казани – 29%). По состоянию на 1 июля сеть объединяла 68 магазинов в шести ФО;
- второй после «Детского Мира» (\$335 млн.) масштаб бизнеса (\$176.5 млн.), позволяющий легко конкурировать с небольшими региональными игроками;
- широкий ассортимент (50 тыс.) наименований, относящихся к различным ценовым категориям, что позволяет ориентироваться на население с различным уровнем доходов;
- «аффилированность» с крупнейшей сетью БТЭ Эльдорадо, под поручительство которой компания имеет и может продолжать получать банковские кредиты. Кроме того, планы компании по увеличению ассортимента сети за счет включения в том числе электробытовой техники, скорее всего, будут осуществляться за счет заключения договоров о поставках на выгодных условиях с поставщиками Эльдорадо.

К возможностям роста и улучшения финансовых результатов можно отнести:

- общерыночную тенденцию увеличения доли современных форматов торговли, в том числе детскими товарами, и прогнозируемое улучшение демографической ситуации на фоне последних инициатив правительства;
- планируемое увеличение доли private label до 30% к концу 2008 г., что будет способствовать повышению общего уровня рентабельности сети;
- получение статуса официального дистрибьютора премиальных западных брендов детской одежды (в этих целях было открыто представительство в Лондоне) обеспечит компании выгодные условия закупок и формирования торговой наценки, что также положительно повлияет на рентабельность продаж.
- на фоне высоких потребностей в финансировании оборотного капитала (пополнение товарных запасов осуществляется за счет привлеченных средств), компании необходимо стремиться к пересмотру существующих авансовых соглашений с поставщиками и улучшению условий товарного кредита, что в перспективе будет способствовать снижению зависимости от заемных средств, сокращению значительных процентных выплат по финансовому долгу и повышению чистой рентабельности.
- увеличение доли оптовых продаж до 5% будет способствовать улучшению периода оборачиваемости запасов, составляющего на настоящий момент 127 дней. На наш взгляд, 5% доля опта не является значительной, чтобы негативно влиять на эффективность деятельности сети;

Среди ключевых недостатков компании мы выделяем:

- отсутствие какой-либо недвижимости на Группе и развитие исключительно на арендованных площадях. Доля арендных расходов в совокупных коммерческих затратах является наиболее существенной и составляет 45%, оказывая давление на рентабельность. Договора аренды заключаются на срок от года до пяти лет, что предполагает риск роста процентных ставок при продлении и пересмотре договоров с владельцами недвижимости, учитывая высокий спрос на торговые площади со стороны розничных операторов;
- политику капитализации определенных статей операционных расходов, что искажает операционную рентабельность по Группе в целом;
- высокие потребности в финансировании оборотного капитала, обусловленные длительным периодом оборачиваемости запасов и авансовым характером договоров со многими поставщиками;
- зависимость от заемного финансирования и вытекающую отсюда высокую долговую нагрузку – снижение операционной рентабельности (до 6% с 7.7% за аналогичный период прошлого года) наряду с увеличением долга в абсолютном выражении по итогам первого полугодия 2007 г. обусловили повышение Долг/Операционная прибыль до 9.1х.

Анализируя управленческую отчетность за первое полугодие 2007 г., мы бы хотели обратить внимание на несколько ключевых моментов:

- снижение операционной рентабельности на фоне роста коммерческих и операционных расходов в выручке, доля которых в выручке увеличилась с 14% в первом полугодии 2006 г. до 19% по итогам шести месяцев текущего года;
- значительное падение чистой рентабельности до 1% с 5% за шесть месяцев 2006 г.;
- 53% рост долга в абсолютном выражении по сравнению с началом года;
- и как следствие, рост долговой нагрузки до критического уровня в 9.1х.

#### Банана-МАМА: управленческая отчетность

тыс. руб.	2005	1 пол. 2006	2006	1 пол. 2007	1 пол. 07 / 06	2007П	2007П / 2006
Выручка	2 631 233	2 198 559	4 789 011	3 115 428	41,7%	7 853 978	64,0%
Валовая прибыль	623 602	483 683	1 197 253	778 857	61,0%	2 042 034	70,6%
Операционная прибыль	162 442	168 618	385 515	186 926	10,9%	667 588	73,2%
Чистая прибыль	126 695	110 789	212 510	32 642	-70,5%	-	
<b>Валовая рентабельность</b>	23,7%	22,0%	25,0%	25,0%		26,0%	
<b>Операционная рентабельность</b>	6,2%	7,7%	8,0%	6,0%		8,5%	
<b>Чистая рентабельность</b>	4,8%	5,0%	4,4%	1,0%		-	
Долг	1 101 696	-	2 222 976	3 412 403	-	4 462 403	100,7%
Финансовые расходы	-30 395	-53 616	-144 108	-149 408	178,7%	-	
прибыль	6,8		5,8	9,1		6,7	
Операционная прибыль							
/Финансовые расходы	5,3	3,1	2,7	1,3		-	

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

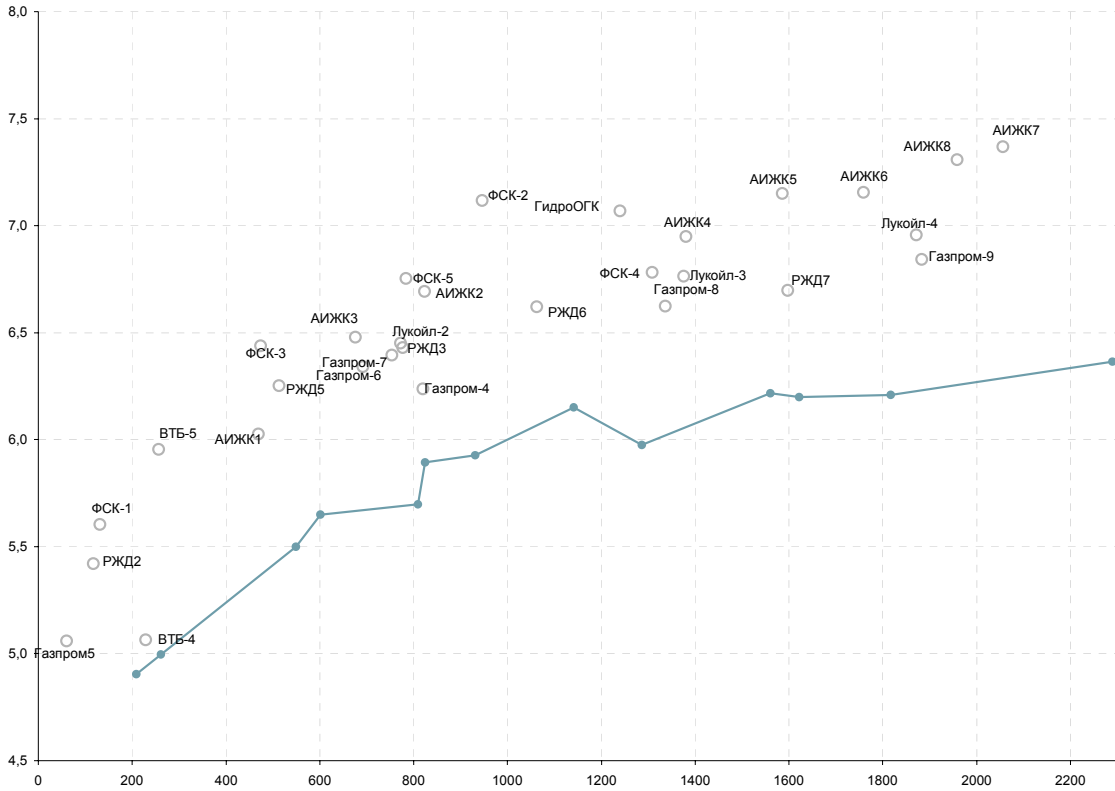
По итогам текущего года компания прогнозирует 64% рост выручки, который будет обеспечен ростом продаж во втором полугодии. В среднесрочной перспективе ожидается рост валовой рентабельности до 27-28% за счет увеличения доли ассортимента премиум-класса и оптимизации работы с поставщиками. Операционная рентабельность в текущем году запланирована на уровне 8.5% за счет повышения отдачи магазинов, открытых в 2006 г., и увеличения доли более маржинальных private labels. При реализации всех этих условий и 30% рефинансировании краткосрочных кредитов за счет средств облигационного займа мы оцениваем соотношение долга и операционной прибыли по итогам года на уровне 6.7х.

В целом, позитивные факторы, такие как значительный масштаб бизнеса, прочные позиции на рынке и хорошие перспективы развития, во многом нивелируются большой зависимостью роста компании от долгового финансирования, отсутствием прозрачной финансовой отчетности и волатильной динамикой рентабельности. Наличие сильного акционера, рассматривающего данный проект как перспективный, хотя и должно позитивно повлиять на восприятие выпуска инвесторами, тем не менее, не компенсирует существующие риски. С учетом всего вышесказанного, мы полагаем, что ориентир организатора по доходности порядка 10.8% - 11% к оферте, не несущий никакой премии к бумагам других, заметно более крупных по размерам и менее обремененных долгами непродуктовых ритэйлеров (Единая Европа, Автомир, Инком-Лада-3), не вполне соответствует кредитному качеству эмитента. Наша оценка справедливой доходности Банана-МАМА-2 – не ниже **11.5% - 11.8% к оферте, что соответствует спреду к ОФЗ 600 – 630 б.п.**

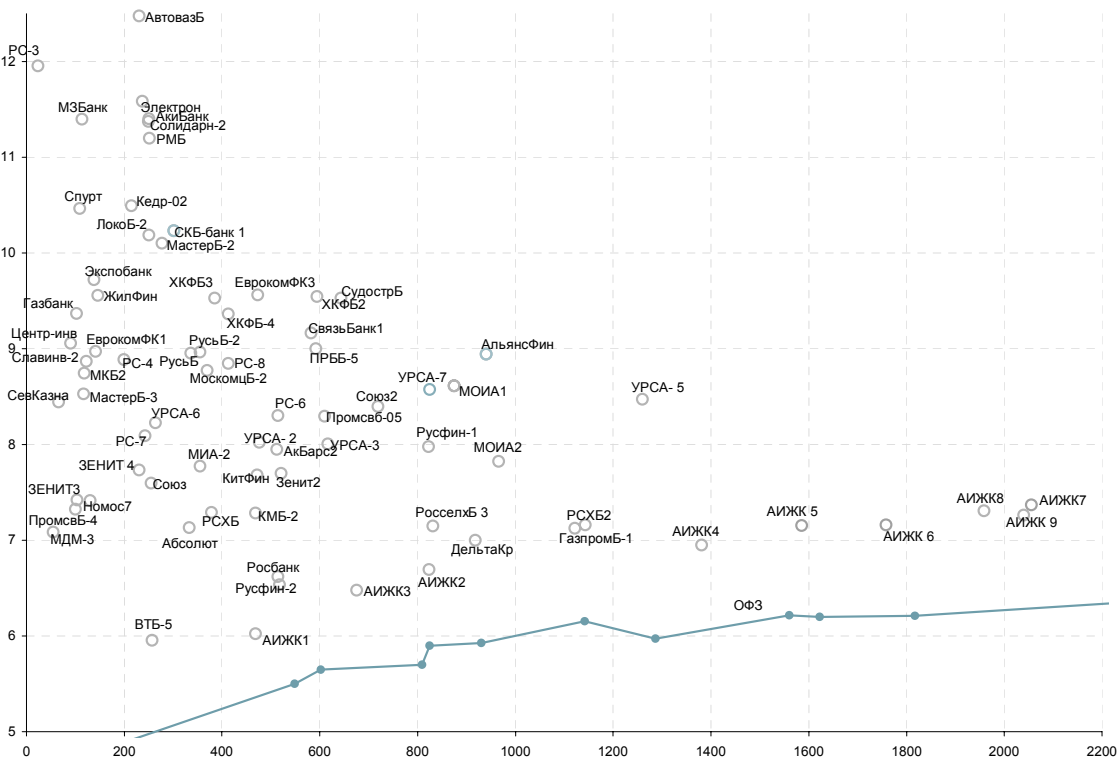


## Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

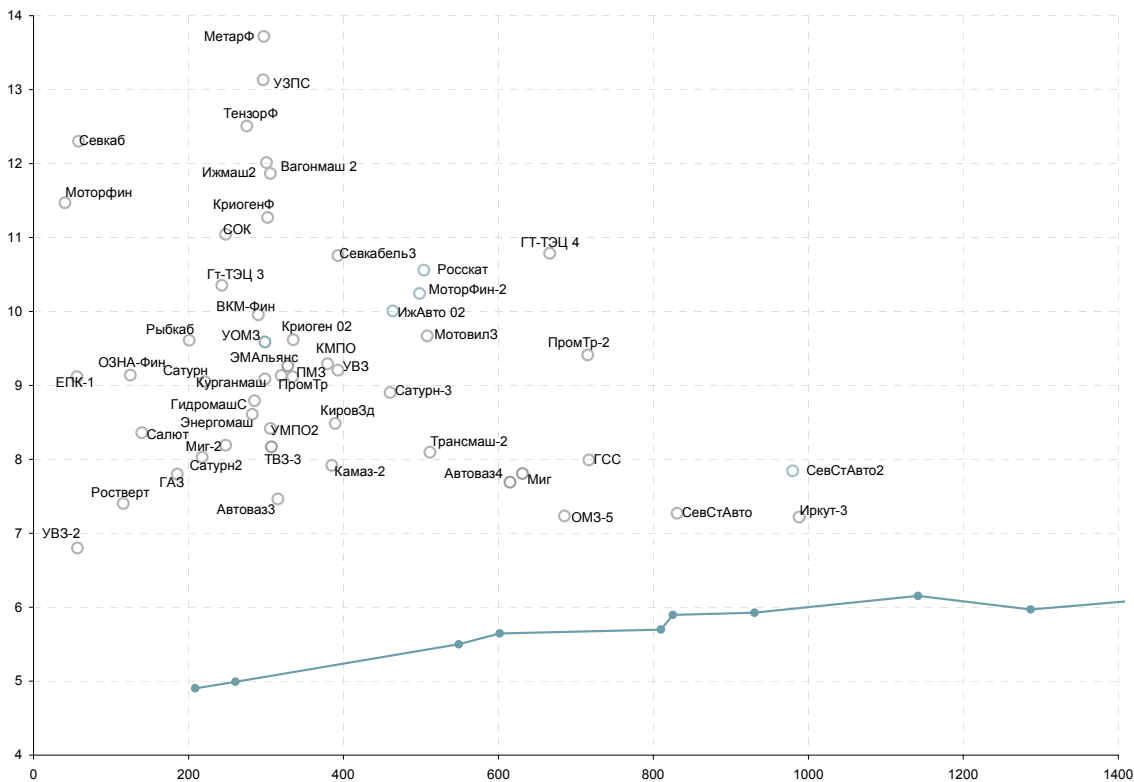
### Blue chips



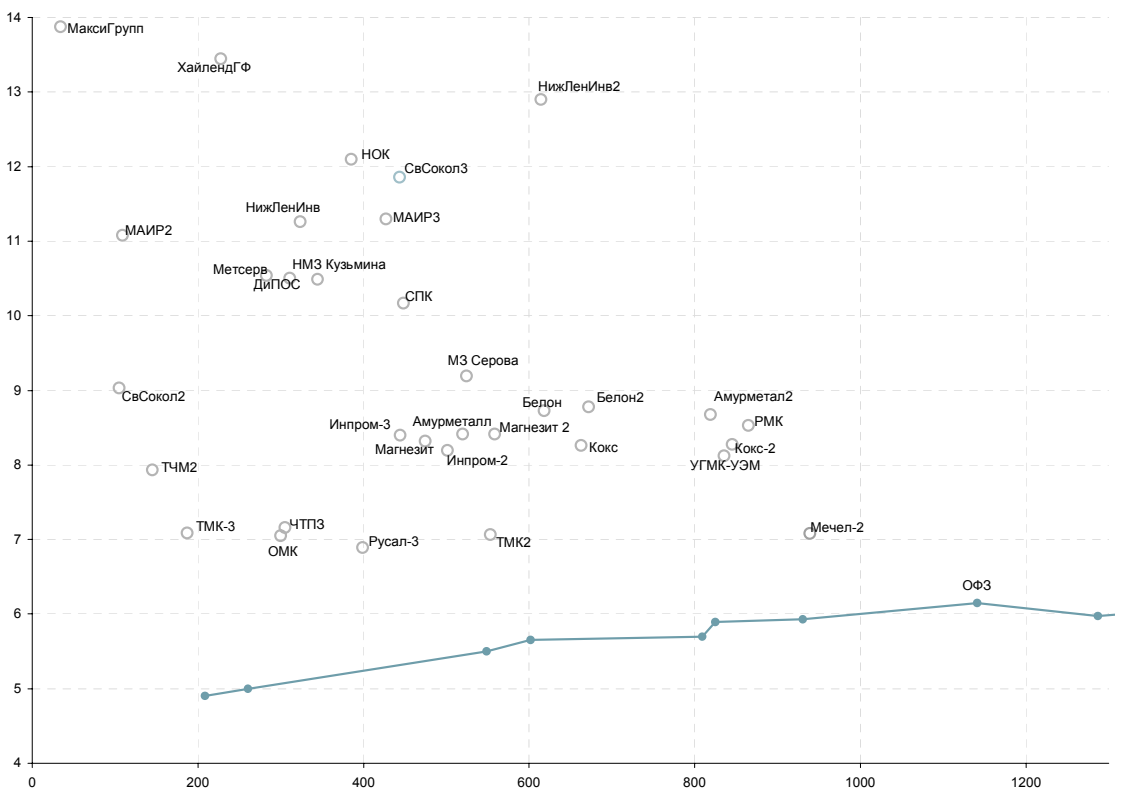
### Банки, финансовые услуги



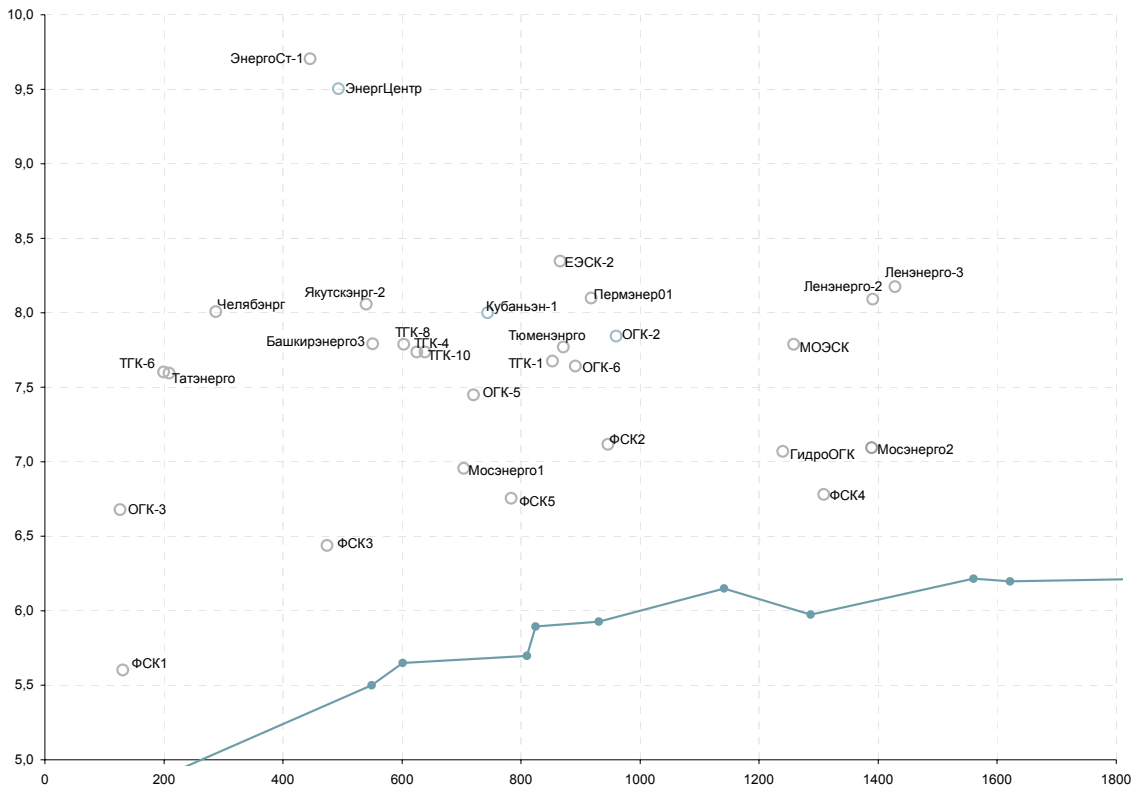
**Машиностроение**



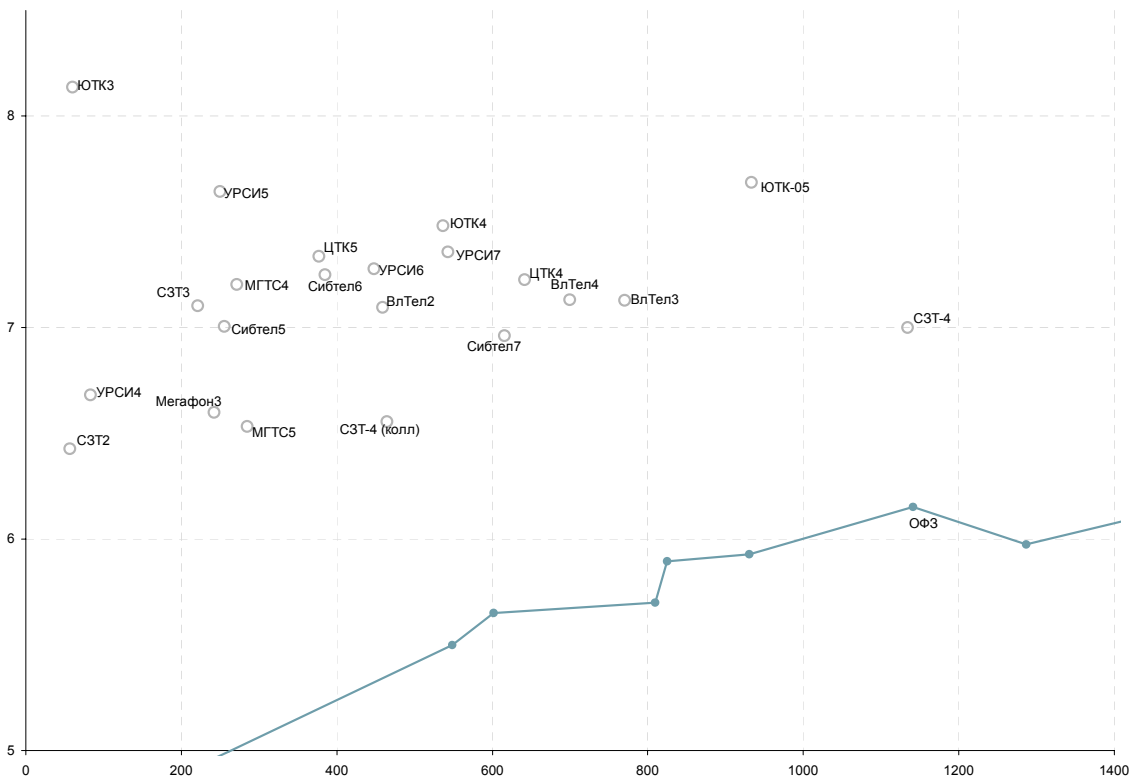
**Металлургическая, добывающая, трубная промышленность**



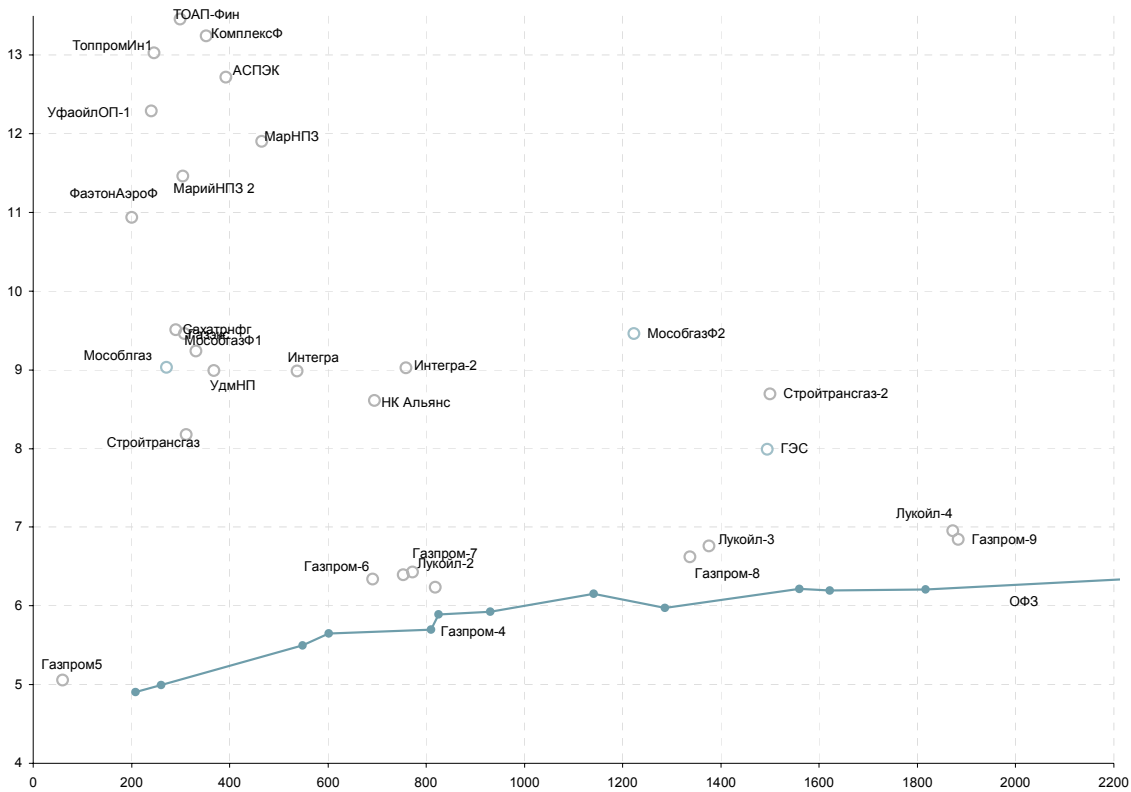
### Энергетика



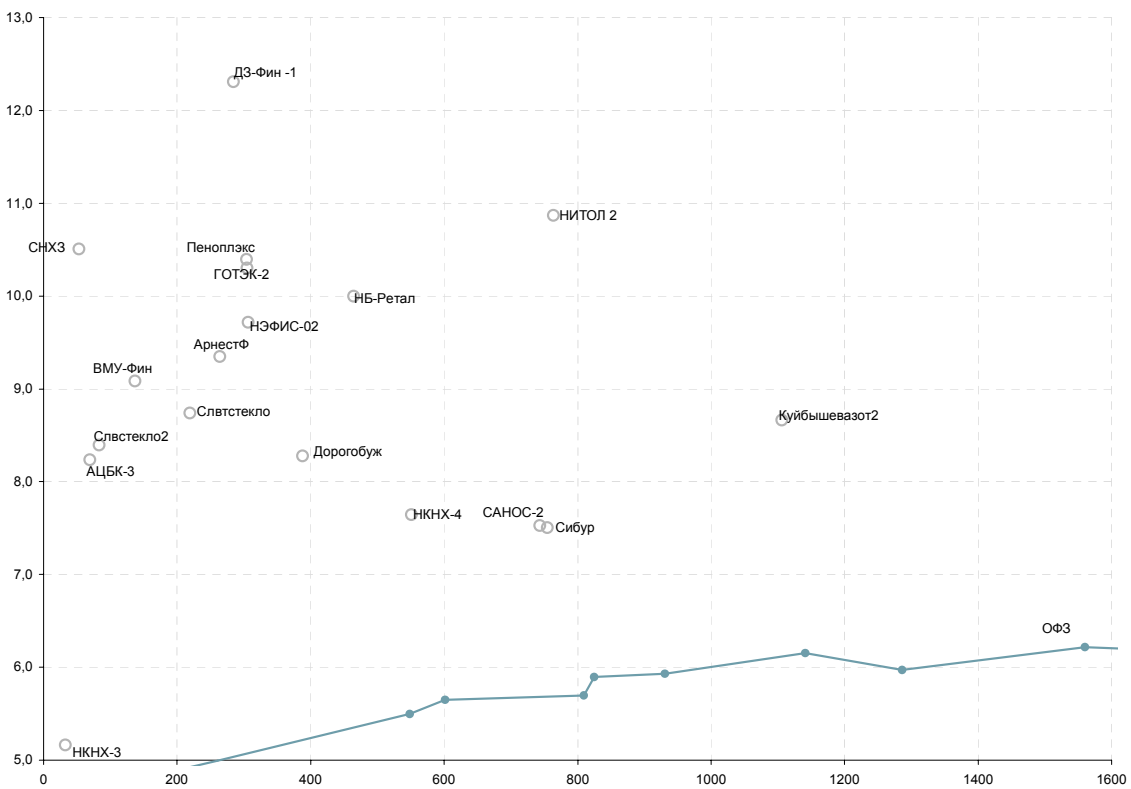
### Телекомы



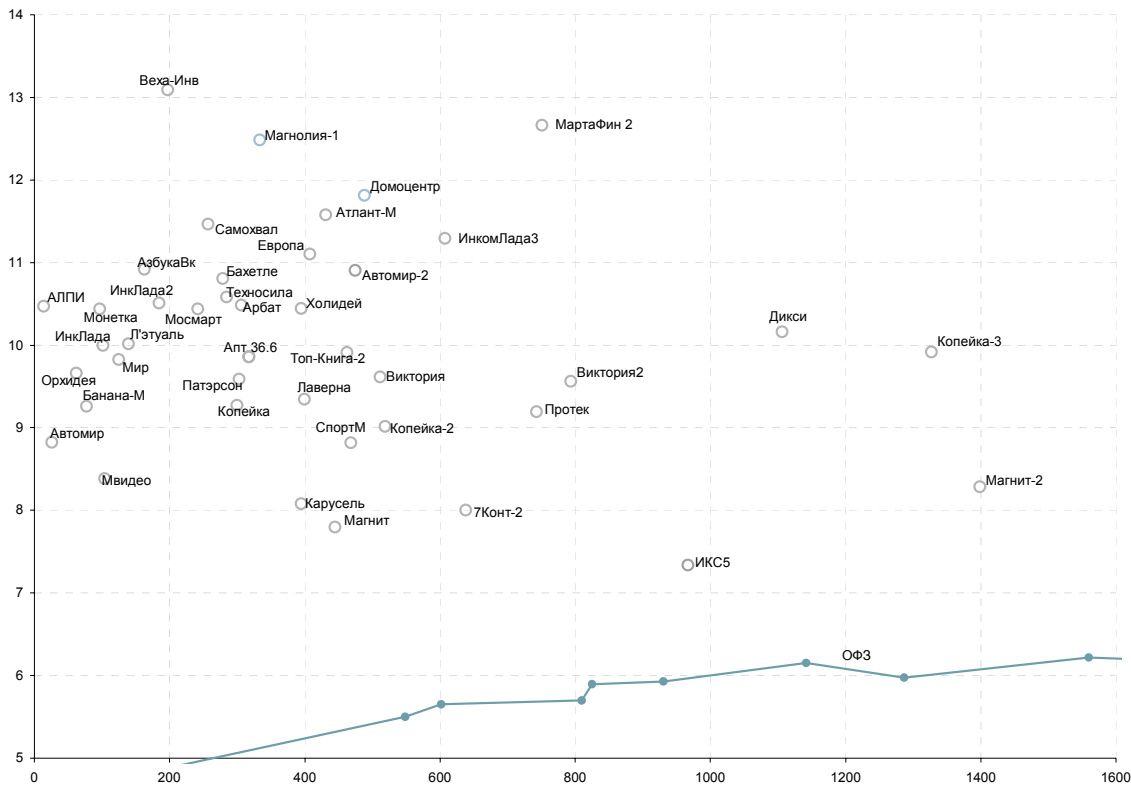
### Нефтегазовая отрасль



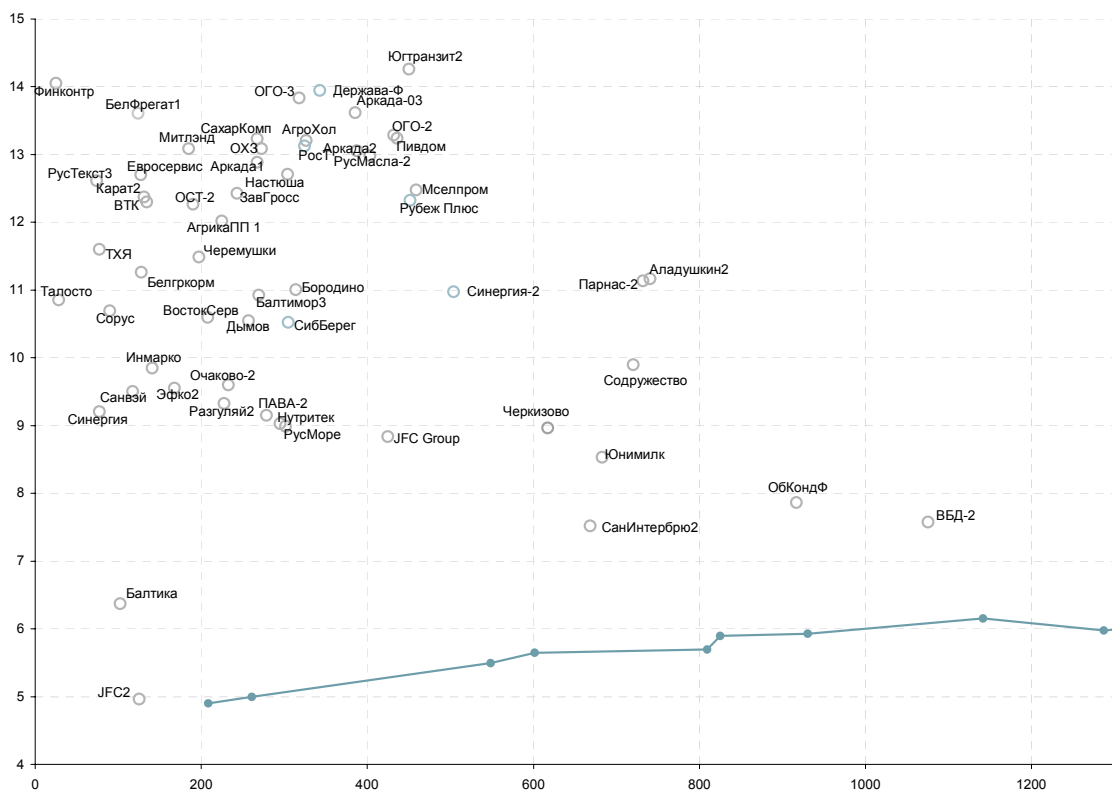
### Химия и ЛПК



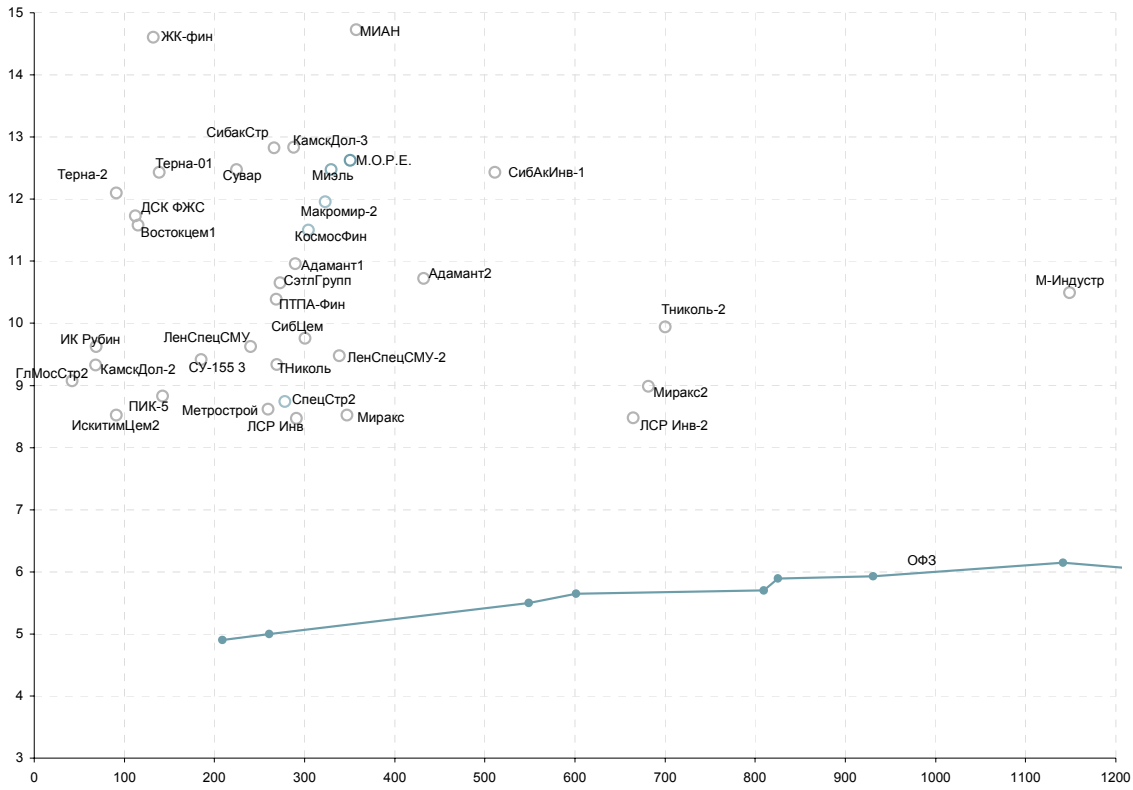
**Ритейл**



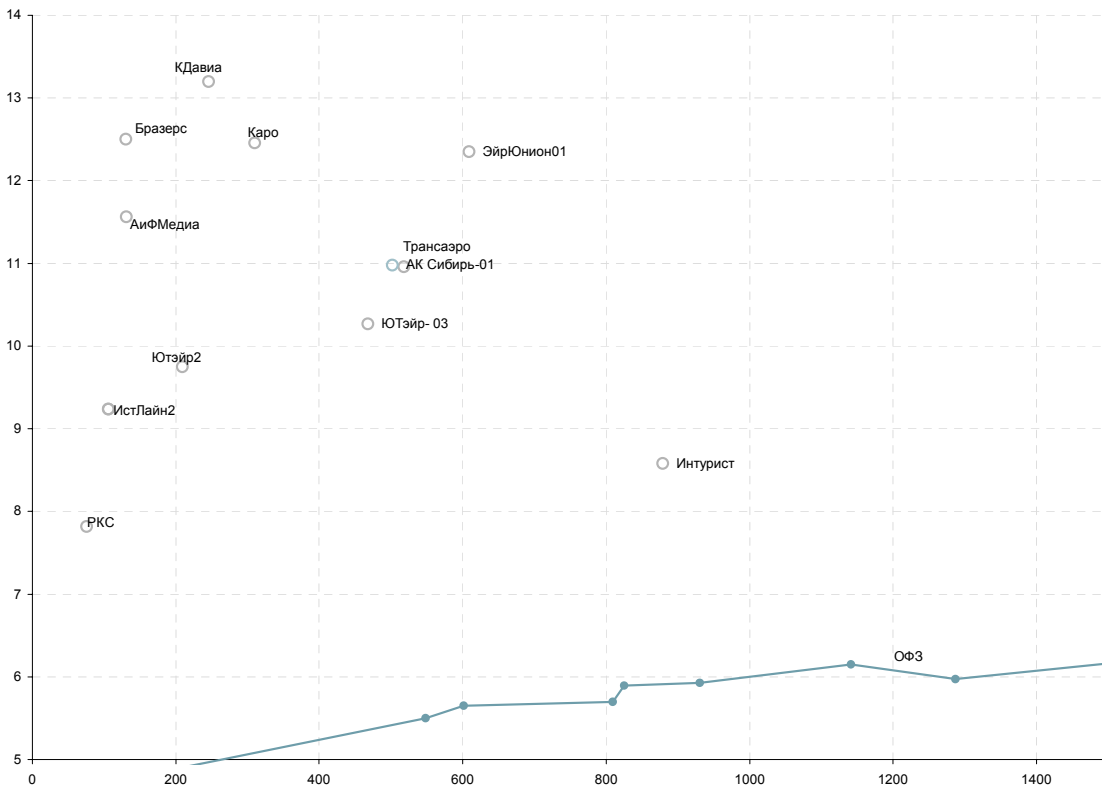
**Пищевая промышленность и АПК**



**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.tret'yakov@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.litvyakov@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.