

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Азбука Вкуса: flashnote

Сильные стороны кредитного качества:

- **Ориентация исключительно на формат «премиум» позволяет «Азбуке Вкуса» «снимать сливки» продуктового ритейла.**

«Азбука Вкуса» отвечает всем предъявляемым к премиальному ритейлу требованиям: по месторасположению, уровню сервиса, ассортименту. Ориентация на высокомаржинальный сегмент обеспечивает компании лидерство по размеру среднего чека (по супермаркетам холдинга за 5 мес. 2008 года – 1245 руб.) и показателю валовой рентабельности (36%) среди всех ритейлеров, имеющих публичный долг.

- **Сильные рыночные позиции, широкая известность торговой марки.**

«Азбука Вкуса» входит в число лидеров московского рынка премиальной розницы, контролируя более 40% этого сегмента.

- **Опережающие рынок темпы роста премиального розничного продуктового ритейла.**

Премиальный сегмент розничного продуктового ритейла развивается опережающими темпами по сравнению с рынком организованного ритейла в целом, что обусловлено увеличением благосостояния населения и, как следствие, смещением спроса в пользу высококачественных, эксклюзивных, а следовательно, более дорогих продуктов питания. По оценкам компании, в течение ближайших нескольких лет доля этого сегмента в общем объеме розничного товарооборота продуктами питания Москвы вырастет с 2.5% до 4%.

- **«Азбука Вкуса» демонстрирует одни из самых высоких в продуктовом ритейле темпов роста, увеличивая торговые площади и сопоставимые продажи (LFL.).**

В 2007 финансовом году, который закончился 31 марта 2008 года, выручка ГК «Азбука Вкуса» выросла на 94% до 334.3 млн долл., на фоне, главным образом, 70%-ного роста торговых площадей (в 2007 календарном году) и 15%-ного роста сопоставимых продаж (LFL).

- **Низкие риски рефинансирования.**

Холдинг планирует выкупить по оферте 25 июля 2008 года оставшиеся в рынке облигации первой серии на сумму 700 млн руб. за счет открытых кредитных линий со стороны ведущих российских банков. Кроме того, «Азбука Вкуса» получила первый транш 9-летнего кредита от ЕБРР (40 млн долл. из общей суммы – 50 млн долл.) по очень привлекательным условиям (ставка - Libor+325 б.п., без вхождения в капитал), за счет которого рефинансирует более дорогие кредиты от Экспобанка. Кредитование ЕБРР обязывает ГК «Азбука Вкуса» выполнять ковенанты по уровню долговой нагрузки: показатель debt/EBITDA не должен превысить 5.0.

- **ГК «Азбука Вкуса» совместно с Ernst & Young готовит отчетность по МСФО.**

В настоящее время Ernst & Young проводит аудит вступительного баланса ООО «Азбука Вкуса» на 01.04.2008 года, а в следующем году будет готова полная отчетность по Группе.

Слабые стороны:

- **Большие инвестиции в открытие новых супермаркетов в 2007 году привели к**

Параметры второго займа:

Объем: 2 млрд руб.

Срок обращения: 3 года

Эмитент: ООО «Городской супермаркет»

Поручитель: ООО «Азбука Вкуса»

Основные и финансовые показатели ГК «Азбука Вкуса» за 2007 финансовый год по неаудированной отчетности МСФО, млн долл.

	2007/2008*
Выручка	334,3
Себестоимость	213,4
Валовая прибыль	121,0
Операционные затраты	104,2
Операционная прибыль	16,8
Процентные расходы	11,3
Чистая прибыль	4,3
Амортизация	7,0
ЕБИТДА	23,8
Валовая рентабельность	36%
ЕБИТДА margin	7%
Опер. рентабельность	5%
Активы	195,0
СК	31,0
ОС	103,9
Долг	101,4
Debt/ЕБИТДА	4,3
ЕБИТ/Interest	1,5

* - данные за 2007 финансовый год, который закончился 31 марта 2008 года

Источник: Данные компании

снижению рентабельности.

В прошлом году компания активно инвестировала в открытие новых супермаркетов, причем «отличительной чертой» большинства из них стала довольно большая площадь – почти вдвое выше среднего значения по сети. Однако, эти торговые точки в течение нескольких лет будут сохранять конкурентное преимущество премиальных супермаркетов – большое количество свободного пространства, дополнительные услуги, включая кафе на территории супермаркета, отсутствие очередей в кассы, и тем самым привлекать новых посетителей, увеличивая отдачу с метра торговой площади. Кроме того, несмотря на последствия в виде снижения нормы прибыли, EBITDA margin находится на среднем по отрасли значении (7.1%), Группа сохраняет способность своевременно обслуживать свои обязательства: на 01.04.2008 года debt/EBITDA составляет 4.3 (при общем размере кредитного портфеля 101 млн долл.), EBIT/Interest – 1.5.

- **Небольшая доля супермаркетов в собственности.**

Высокие затраты на приобретение торговых площадей в местах расположения супермаркетов обуславливают факт развития сети преимущественно на арендуемых площадях: в настоящее время 21 из 24 супермаркетов «Азбука Вкуса» находятся в аренде. Вместе с тем, поскольку договора аренды заключаются на срок 5-10 лет, арендные ставки по условиям большинства договоров пересматриваются раз в год не более чем на 5%, исключается возможность неконтролируемого роста арендных платежей.

- **Большая доля операционных затрат в выручке.**

Большие операционные затраты, в состав которых входят затраты на персонал, аренду помещений и оборудования, составляют около 30% в выручке и оказывают давление на рентабельность. Тем не менее, такая доля вполне обоснована, учитывая необходимость большого количества обслуживающего персонала в премиальных супермаркетах и платы за аренду, в т.ч. в самых дорогих районах Москвы.

- **В структуру займа не входит компания, которая владеет тремя супермаркетами «Азбука Вкуса».**

Однако риски несколько смягчает тот факт, что компания - владелец оборудования является дочерней компанией поручителя – ООО «Азбука Вкуса», а эмитент, ООО «Городской супермаркет», генерирует 100% выручки холдинга.

Возможности

- **Большой потенциал роста выручки в результате развития на московском рынке и выхода в регионы.**

«Азбука Вкуса» планирует открывать в Москве ежегодно не менее 4-5 магазинов и выйти в новые перспективные российские регионы (Екатеринбург, Самара) и столицы стран СНГ (Киев, Алматы). Экспансия сети будет поддерживать быстрые темпы роста выручки, которая по итогам 2009 финансового года, по консервативным оценкам менеджмента, вырастет до 690 млн долл. - в 2 раза по сравнению с уровнем 2007 года. При этом, даже в случае несвоевременного открытия того или иного супермаркета, компания намерена выполнить прогноз по выручке, учитывая возможность стимулирования корпоративных продаж, осуществления различных акций и программ лояльности, а также консервативность самого прогноза.

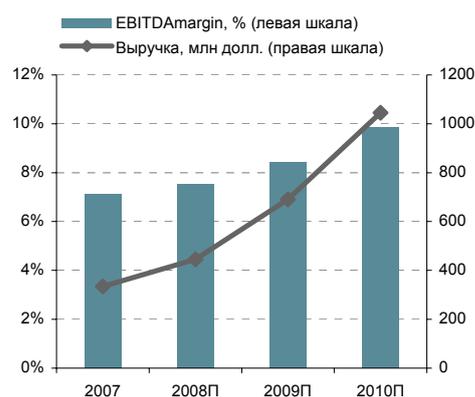
- **Снижение затрат на открытие одного магазина в результате запуска «фабрики-кухни».**

Открытие фабрики-кухни, намеченное на март 2009 года, приведет к уменьшению затрат на оснащение «цехов подготовки» в супермаркетах. Это позволит не только снизить затраты на открытие одного супермаркета и жестко контролировать качество и соблюдение технологического процесса, но и удовлетворить потребности занятых людей в готовой к употреблению свежей пище и существенно увеличить долю высокомаржинального собственного производства.

- **Улучшение кредитного качества ГК «Азбука Вкуса» в перспективе как результат выхода на окупаемость новых магазинов и реализации инвестиционной программы.**

В перспективе, менеджмент компании ожидает восстановление нормы прибыли

Выручка и EBITDA margin ГК «Азбука Вкуса» в 2007-2010 гг



Источник: Данные компании

до уровня 2006 календарного года (EBITDA margin – 10%-11%) как следствие выхода на окупаемость новых супермаркетов и запуска фабрики-кухни. Кроме того, операционный денежный поток, генерируемый московскими супермаркетами, будет достаточным для финансирования основной части инвестиционных потребностей Азбуки Вкуса на текущий год, что позволит снизить долговую нагрузку уже в 2008 году и в дальнейшем удерживать ее в терминах debt/EBITDA в пределах 3.5.

Угрозы:

- **Отсутствие достаточного спроса на новых региональных рынках и качественных торговых площадей.**

Несмотря на наличие таких угроз, говорить о которых можно вплоть до выхода новых магазинов на самоокупаемость, маркетинговые исследования показывают наличие такого спроса (в некоторых случаях – неудовлетворенного) со стороны обеспеченного населения этих регионов. Азбука Вкуса уже заключила предварительные договора аренды помещений в Киеве и в ближайшее время планирует подписание соглашений об аренде в Екатеринбурге.

- **Возможное давление на рентабельность в результате снижения среднего чека в регионах.**

Несмотря на существование таких угроз, затраты на оплату труда и аренду в регионах значительно меньше, в результате чего негативного влияния уменьшения среднего чека на норму прибыли, по оценкам менеджмента, удастся избежать.

На настоящий момент на рынке обращается первый выпуск облигаций «Азбуки Вкуса», по которому в конце июля должна состояться очередная оферта по цене 100.5% от номинала. Компания намерена выкупить весь объем оставшихся в рынке бумаг (700 млн. руб.) за счет имеющихся кредитных ресурсов.

Позиционирование на рынке

В силу довольно узкой рыночной ниши, в которой оперирует сеть, прямых аналогов среди продуктовых ритейлеров, чьи бумаги обращаются на рынке рублевого долга, у «Азбуки Вкуса» нет. В то же время, в качестве одного из ориентиров, на наш взгляд, можно рассматривать выпуск облигаций торговой сети «Бахетле». Несмотря на существующие различия в бизнес-модели, обе компании отличаются от аналогов высокой валовой маржой – по итогам 2007 года она практически совпала и составляла порядка 36%. В случае с «Бахетле» основной причиной высокой рентабельности выступает большая доля продаж продукции собственного производства в выручке – около 34%.

«Бахетле» по сравнению с «Азбукой Вкуса» характеризуется меньшей долей операционных затрат в выручке и более высокой EBITDA margin – 11.8% (второй показатель среди продуктовых ритейлеров на долгом рынке после 7 Континента – 14.3%). В то же время, эти недостатки более чем нивелируются почти вдвое большими масштабами бизнеса «Азбуки Вкуса», а также меньшей долговой нагрузкой: Debt/EBITDA 4.26 в 2007, против почти 5 у Бахетле.

Азбука Вкуса и аналоги: финансовые показатели 2007

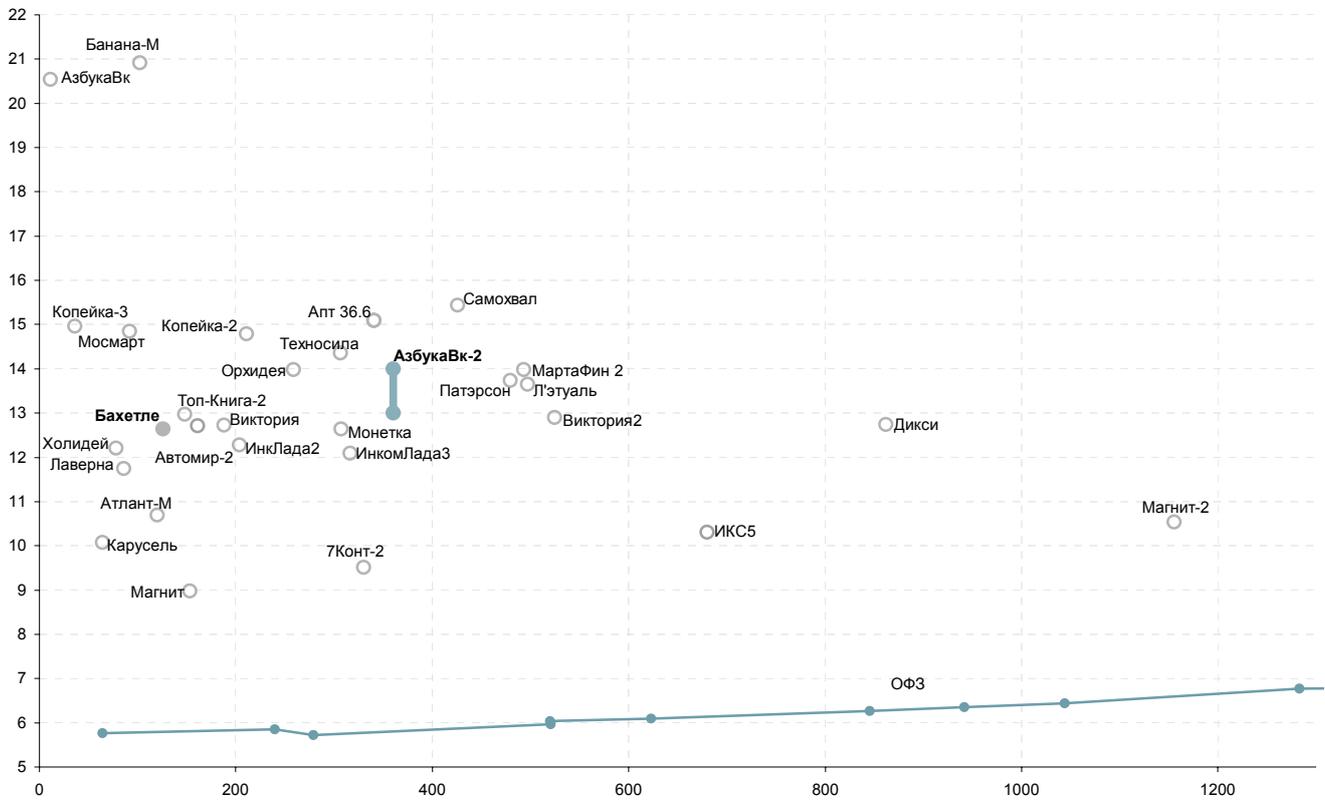
млн.руб.	Азбука Вкуса	Бахетле	Патерсон	Виктория
Выручка	9 027,0	4 995,8	12 183,7	29 549,0
Gross margin	36,2%	36,1%	25,6%	23,4%
Операц. расходы, % выручки	29,1%	24,2%	22,8%	20,4%
Operating margin	5,0%	8,1%	3,4%	3,1%
EBITDA Margin	7,1%	11,8%	5,7%	6,0%
Total debt/EBITDA	4,26	4,97	3,77	2,56
EBIT/Interest	1,49	1,70	1,54	3,24
Средний чек, руб.	1195	385	201	н.д.

Источник: управленческая отчетность компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск «Бахетле-1» по состоянию на 16.07.2008 торговался с доходностью порядка 12.64% YTP по последней котировке на покупку (100.85% номинала). В целом мы полагаем, что по кредитному качеству «Азбука Вкуса» выглядит лучше, что должно отражаться в меньшем уровне доходности. В то же время, необходимо учитывать разницу в дюрации: «Бахетле» позиционируется к оферте в ноябре 2008, тогда как новый выпуск «Азбуки Вкуса» – к годовой оферте. Кроме того, текущая рыночная

конъюнктура, на наш взгляд, обуславливает необходимость довольно заметной премии за первичное размещение. В итоге, справедливый уровень доходности по облигациям Азбука Вкуса-2, на наш взгляд, складывается в диапазоне **13% - 14% к годовой оферте**.

Кривая доходности облигаций ритейлеров, 16/07/2008:



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж		sales@zenit.ru
-------------------	--	--

Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Рублевые облигации	Виктория Морозова	v.morozova@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Криволап	a.krivolap@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Стратегия/кредитный анализ	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru

Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Дзюба	d.dzuba@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Доверительное управление активами	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

Начальник управления	Алексей Балашов	ibcm@zenit.ru
		a.balashov@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.