

Монитор первичного рынка

Результаты Синергии – 10 млн. дал и третья строчка

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Ключевым бизнесом Синергии является производство и дистрибуция ликероводочной продукции. Объем производства ЛВИ по итогам 2006г. превысил 5 млн. дал., позволив Синергии занять четвертое место среди российских производителей. В состав направления входит семь ликероводочных и один спиртовой заводы. Совокупный объем производственных мощностей компании составляет 16,3 млн. декалитров. По оценке менеджмента Синергия контролирует 4% внутреннего производства водки.

Волатильность облигаций негосударственных производителей ЛВИ довольно высока, bid/ask спрэды могут достигать нескольких процентов, а цены бумаг – уходить ниже номинала. При этом следует отметить, что производителям алкогольной продукции в последнее время пришлось пройти через серьезные испытания, мы надеемся, что обстановка в отрасли стабилизируется, что благотворным образом скажется на ее участниках.

Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Синергия-2 к 1,5 годовой оферте в размере 11,80-12,05%, что соответствует спрэду к кривой ОФЗ в размере 615-640 б.п. Мы признаем, что финансовые и экономические показатели эмитента соответствуют более низкой доходности, однако высокие отраслевые риски оказывают давление на кредитное качество и требуют наличия дополнительной премии. Алкогольную отрасль пока продолжает лихорадить, а инвесторы по-прежнему смотрят с опаской на производителей ЛВИ.

X5 Retail Group – бонды эконом-класса

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

X5 Retail Group, крупнейшая на сегодняшний момент российская розничная сеть с выручкой \$3 551,5 млн. (согласно рго forma), была создана путем слияния в 2006 году компаний Пятерочка, развивавшейся преимущественно в формате «мягкий дискаунтер», и Перекресток, основным форматом которого является формат «супермаркет».

В настоящее время Группа представляет собой мультиформатную сеть, включающую три наиболее распространенных торговых формата: супермаркеты, дискаунтеры и гипермаркеты. Дискаунтеры работают под брэндом «Пятерочка», а супер- и гипермаркеты – под брэндом «Перекресток».

Мы оцениваем справедливый спрэд к ОФЗ нового выпуска X5 в 175 – 200 б.п., также, как и спрэд Магнита. При текущих уровнях доходностей ОФЗ для нового выпуска X5 с офертой исполнением через 3 года это дает доходность в диапазоне 7,7 – 7,95% годовых без учета возможной премии за первичное размещение. Мы рекомендуем участвовать в аукционе, выставляя заявки с доходностью от 7,8% годовых, закладывая небольшую премию при размещении.

Выпуск	ООО "ИКС 5 ФИНАНС"	ОАО "Синергия"
Серия выпуска	1	2
Объем выпуска, млн. руб.	9000	2000
Гос. номер	4-01-36241-R	4-02-55052-E
Дата начала размещения	10.07.2007	июль 2007г.
Срок погашения/ оферта, лет	7 лет/3 года	1,5 года/ 3 года
Дата погашения	01.07.2014	июль 2010г.
Организатор(ы)	Райффайзенбанк Австрия	МДМ-Банк
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.x5.ru	www.sygroup.ru
Прогнозы Банка Москвы		
Ставка купона, % год.	7.60 - 7.85	11.48 - 11.72
Доходность к оферте/ погашению, %	7.75 - 8.00	11.80 - 12.05
Базов. актив	ОФЗ 25061	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	175 - 200	615 - 640

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Содержание

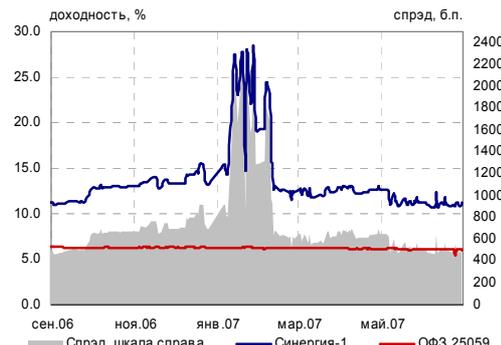
Результаты Синергии – 10 млн. дал и третья строчка	2
X5 Retail Group – бонды эконом-класса	6

Результаты Синергии – 10 млн. дал и третья строчка Выпуск облигаций серии 02

Залесская Анастасия
Zalasskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО «Синергия»	
Серия выпуска	1	2
Объем выпуска, млн. руб.	1000	2000
Гос. номер	4-01-55052-E	4-02-55052-E
Дата начала размещения	26.04.2006	июль 2007г.
Срок погашения/ оферта, лет	1,5 года/ 3 года	1,5 года/ 3 года
Дата погашения	22.04.2009	июль 2010г.
Организатор(ы)	Росбанк	МДМ-Банк
Место обращения (Listing)	ММВБ	
Web	www.sygroup.ru	
Итоги аукциона по размещению облигаций:		
Ставка купона, % год.	10,70	11.48-11.72
Доходность к оферте/ погашению, %	10,99	11.80-12.05
Базов. актив	ОФЗ 46001	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	489	615-640

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Синергия-1	11.09	0.40	10.75	12.43
ОФЗ 25059	6.07	0.04	5.99	6.18
Спрэд	507	39	466	633

*По состоянию на 06.07.2007

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Группа компаний «Синергия» (далее Синергия, компания) – продовольственный холдинг, включающий в себя три направления деятельности: алкогольное, продукты питания и розничную торговлю. Ключевым бизнесом Синергии является производство и дистрибуция ликероводочной изделий (ЛВИ).

Объем производства ЛВИ по итогам 2006г. превысил 5 млн. дал., позволив Синергии занять четвертое место среди российских производителей. В состав направления входит семь ликероводочных и один спиртовой заводы. Совокупный объем производственных мощностей компании составляет 16,3 млн. декалитров. По оценке менеджмента Синергия контролирует 4% внутреннего производства водки.

В результате крупных приобретений в 2006г. совокупный объем производства Синергии за период январь-апрель 2007г. составил 2 млн. декалитров и вывел компанию на третью строчку среди производителей алкогольного рынка сразу после Кристалла и Русского алкоголя. По оценкам компании с учетом всех активов, приобретенных в 2006-2007г. производство алкогольной продукции в 1 квартале составило 2,5 млн. дал.

Розничный бизнес представлен сетью розничных алкогольных магазинов «Винные лавки Саввы Водочникова» в формате «магазинов у дома». Всего группе принадлежит 52 магазина и 1 торгово-развлекательный комплекс.

Процесс консолидации активов Синергии

В октябре 2006г. компания приобрела 100% акций крупнейшего нижегородского производителя водки ЗАО «РООМ» мощностью 2 млн. дал.

В декабре 2006г. компанией было куплено 78% акций Мариинского ЛВЗ (мощность – 12 млн. дал.).

В январе 2007г. Синергия приобрела права на водочный бренд «Белуга», который разливался Русской водочной компанией на мощностях Мариинского ЛВЗ.

В июне 2007г. Синергия приобрела 100% акций компании «Традиции качества», которая производит водку под брендами «Беленькая» и «Аз». Производственные мощности «Традиций качества» позволили Синергии выйти на рынок московского региона, в которой продукция Синергии до сих пор не была представлена.

Основные производственные активы Синергии:

- ОАО «Уссурийский бальзам»;
- ОАО «Ликеро-водочный завод «Хабаровский»;
- ОАО «Пермский вино-водочный завод УРАПАЛКО»;
- ОАО «АЛВИЗ»;
- ЗАО «РООМ»;
- ОАО Спиртзавод «Чугуновский»;
- ОАО «Мариинский ЛВЗ»;
- ООО «Традиции качества».

Портфель брендов:

- Белуга (сегмент – премиум, 600-700 руб.);
- Русский лед (low premium ~ 160 руб.);
- Беленькая (среднеценовой сегмент ~ 120 руб.);
- Государев заказ (среднеценовой сегмент ~ 90 руб.);
- Силы природы (среднеценовой сегмент ~ 120 руб.);
- Аз (сегмент премиум);

- Уссурийский бальзам.

Всего компания производит более 50 наименований водки различных ценовых категорий. Помимо водочной продукции Синергия производит также бальзамы, настойки, вина, слабоалкогольные напитки и прочее.

Рынок водки

Рынок водочной продукции сильно фрагментирован – на долю 10 крупнейших производителей водки приходится всего 43% рынка легальной продукции. Если учитывать объем нелегальной водки, доля этих производителей сокращается до 27%.

Согласно данным Госкомстата в 2006г. в России было произведено 120 млн. декалитров ликероводочных изделий, денежный эквивалент – около 12,6 млрд. долл. При этом было произведено более 80 млн. декалитров нелегальной водки.

Основу цены водочной продукции составляют налоги и сборы – НДС и акциз. Величина акциза на бутылку водки объемом 0,5 л составляет 32,6 рублей, НДС – 8 рублей (из расчета 18%), себестоимость – 10-12 рублей, торговая наценка – 10-12 рублей, маржа производителя – около 10-15 рублей.

В результате стоимость самой дешевой бутылки водки без учета прибыли для производителя составляет около 75 рублей. Нелегальные производители не платят НДС и акцизы и могут продавать водочную продукцию значительно дешевле – по 40-45 руб., при этом получая колоссальную прибыль. Рентабельность производства дешевой и среднеценовой водки не превышает 10-12%.

На рынке крепкого алкоголя наблюдается тенденция к постепенному увеличению потребления водок премиального сегмента. Это связано с ростом уровня жизни населения в Москве и Санкт-Петербурге, а также городах-миллионниках, где продажи продукции сегмента премиум пошли в гору.

Конфликт Синергии с Росспиртпромом

В октябре 2006г. ФГУП «Ростспиртпром» направил письмо в прокуратуру с требованием проверки деятельности Группы. Ростспиртпром посчитал незаконным предоставление поручительства по облигационному займу двумя ЛВЗ, в которых у ФГУП есть доли, а именно ОАО «ЛВЗ «Хабаровским» и ОАО «Алвиз». В ноябре 2006г. года спор с Росспиртпромом был урегулирован – Синергия сообщила о том, что впредь будет вести согласованную политику со ФГУПом относительно активов, в которых стороны принимают совместное участие.

ЕГАИС

В 2006г. в силу вступила новая версия закона «О производстве и обороте этилового спирта», которая предполагала введение акцизных марок нового образца и перевод поставок алкоголя на автоматизированную систему ЕГАИС. Введение системы ЕГАИС задумывалось с целью борьбы с теневым оборотом алкогольной продукции.

Однако новая система оказалась неотлаженной и работала со сбоями, акцизные марки нового образца предприятия начали получать лишь в марте 2006г. В результате поставки алкоголя в розницу практически прекратились, а полки магазинов опустели. Рынок вернулся к прежним объемам производства лишь после того, как ЕГАИС решили запустить в полуавтоматическом режиме – предприятиям разрешили вводить данные по объемам поставок в систему вручную.

В итоге объемы производства алкогольной продукции упали со 130 млн. дал. до 120 млн. дал. в 2006г. несмотря на все предпосылки для роста рынка. Доля нелегальной водочной продукции существенно выросла.

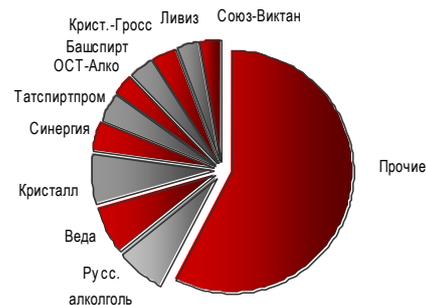
В феврале этого года история получила продолжение, поскольку согласно постановлению правительства, ЕГАИС все же должна перейти в автоматический режим, на этот раз к 1 ноября 2007г. У предприятий, не успевших установить или сертифицировать счетчики, начали отзываться лицензии уже в феврале. Всего было отозвано лицензий у 320 предприятий, в том числе у Архангельского ЛВЗ, входящего в Синергию, позднее нарушения были устранены, лицензия возвращена, а завод продолжил работу.

ЕГАИС доставило производителем массу неприятностей, однако, в конечном итоге для крупных игроков данное новшество обернулось удачей. Дело в том, что необходимость покупки комплекта ЕГАИС, за который приходится заплатить от 0,6 до 1,5 млн. руб., далеко не всем по карману. Мелкие производители уходят с рынка и распродают активы, что на руку крупным предприятиям, в том числе Синергии.

Цель займа

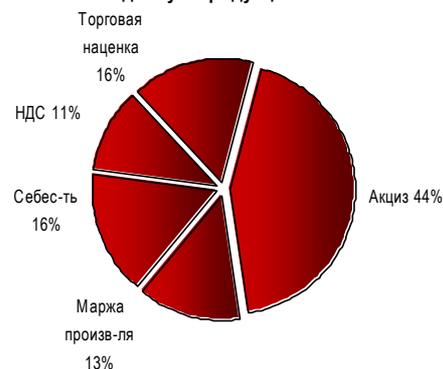
Средства, привлекаемые компанией в последнее время, в том числе и часть средств от данного рублевого займа (25%), будут использованы компанией для финансирования сделок по слиянию и поглощению. По заявлению представителей Синергии, компании интересны региональные лидеры с объемом производства не менее 500 тыс. декалитров в год с лояльной потребительской базой. Синергия планирует довести свою долю на рынке

Производители водки в 2006г.



Источник: Росстат

Формирование розничной цены на водочную продукцию



Источник: Национальный союз участников алкогольного рынка

водки до 15%, и по итогам года произвести до 10 млн. дал.

Большая часть эмиссии пойдет на рефинансирование краткосрочных кредитов Синергии (75%). В результате размещения долг вырастет на 500 млн. руб. (~19 млн. долл.).

Акционеры

Акционерами являются основатели и менеджмент Группы. В 2007-2008гг. Компания планирует провести IPO, в ходе которого предложит инвесторам 15-20% акций.

Финансовые показатели

Синергия подготавливает консолидированную отчетность по МСФО. Аудитором Группы является компания Бейкер Тили Русаудит. Доступна аудированная отчетность Синергии за 2005-2006гг.

Активы

В 2006г. активы Синергии выросли на 75%, 287 млн. долл. – по итогам 2006г. – благодаря описанным нами выше приобретениям ЗАО «РООМ» и ОАО «Мариинского ЛВЗ». В 2007г. рост активов Группы продолжится благодаря уже совершенным и, возможно, новым сделкам.

Долг

Объем долговой нагрузки Синергии в 2006г. существенно увеличился – с 28 до 112 млн. долл. Долг/ЕБИТДА достиг 3,3X, и, по всей видимости, в дальнейшем долговая нагрузка продолжит рост. Помимо средств от размещаемого выпуска (+19 млн. долл.) к долгу Группы добавится кредит Альфа-Банка в размере 300 млн. руб. (+11,5 млн. долл.).

Синергия не имеет долгосрочного долга, в этом смысле размещение 1,5-годового займа поможет компании повысить дюрацию кредитного портфеля.

В целом мы оцениваем долговую политику Синергии как агрессивную, что, впрочем, вполне обоснованно – компании требуется существенный объем финансирования для реализации своих амбициозных планов по консолидации активов отрасли.

Отчет о прибылях и убытках

Несмотря на то, что алкогольный кризис сократил объемы производства алкогольной продукции в 2006г., объемы производства пяти крупнейших производителей алкогольной продукции выросли. Исключением является Кристалл, который в 2006г. произвел на 17% меньше.

Выручка Синергии в 2006г. также увеличилась: +74%. Причинами, по словам компании, стал органический рост, и новые активы, приобретенные Синергией в 2006г.

Параллельно росту выручки произошел рост ЕБИТДА компании, с 18,3 млн. долл. в 2005г. до 33,6 млн. долл. по итогам 2006г. Рентабельность ЕБИТДА также выросла – с 12,1% до 12,7%.

Основные финансовые показатели Группы Синергия, млн. долл.

Показатель	2005	2006	Изменение, в %
Выручка	151.8	264.9	74%
Валовая прибыль	42.8	71.9	68%
ЕБИТДА	18.3	33.6	83%
Чистая прибыль	11.6	16.7	44%
Активы	164.2	287.1	75%
Долг	28.3	111.8	295%
Долгоср. долг/ Долг	0%	0%	
Валовая рент-ть	28%	27%	
Рент-ть по ЕБИТДА	12.1%	12.7%	
Чистая рент-ть	7.6%	6.3%	
Долг/ЕБИТДА	1.5	3.3	
ЕБИТДА/Проценты	9.0	3.9	
Долг/Активы	17.3%	38.9%	
Долг/Выручка	18.7%	42.2%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели Синергия и Заводов Гросс в 2006г., млн. долл.

Показатель	Синергия	Заводы Гросс
Выручка	264.9	194.1
Валовая прибыль	71.9	54.1
ЕБИТДА	33.6	23.9
Чистая прибыль	16.7	15.2
Активы	287.1	226.8
Долг	111.8	63.1
Долгоср. долг/ Долг	0%	34%
Валовая рент-ть	27%	28%
Рент-ть по ЕБИТДА	12.7%	12.3%
Чистая рент-ть	6.3%	7.8%
Долг/ЕБИТДА	3.3	2.6
ЕБИТДА/Проценты	3.9	3.4
Долг/Активы	38.9%	27.8%
Долг/Выручка	42.2%	32.5%

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Позиционирование выпуска

Организатор выпуска (МДМ-Банк) ориентирует рынок на доходность 11,30%-11,61% к оферте через 1 год.

Прямым аналогом Синергии на рынке рублевого долга является компания Заводы Гросс, независимый производитель спирта и ликероводочной продукции, восьмой по объемам в России, с долей примерно в 3%.

Синергия и Заводы Гросс сопоставимы по основным показателям, ключевые отличия Синергии:

- Более высокая долговая нагрузка
- Выше доля рынка
- Чуть более высокая рентабельность по ЕБИТДА

Плюсы

- Быстрый органический рост производства, а также рост за счет сделок M&A
- Наличие аудированной отчетности по МСФО за 2005-2006гг.
- Хорошая представленность брендов компании практически во всех регионах России
- Приобретение «Традиций качества» усилит позиции компании и повысит долю на рынке

- Большой объем продаж
- Наличие аудированной отчетности по МСФО

Выпуск Заводов Гросс в настоящее время торгуется с доходностью около 12,8% на срок в 7,5 месяцев. Справедливый дисконт Синергии к выпуску Заводов с учетом большей дюрации Синергия-2 мы оцениваем в размере 75-100 б.п., что соответствует диапазону доходности в 11,80%-12,05%.

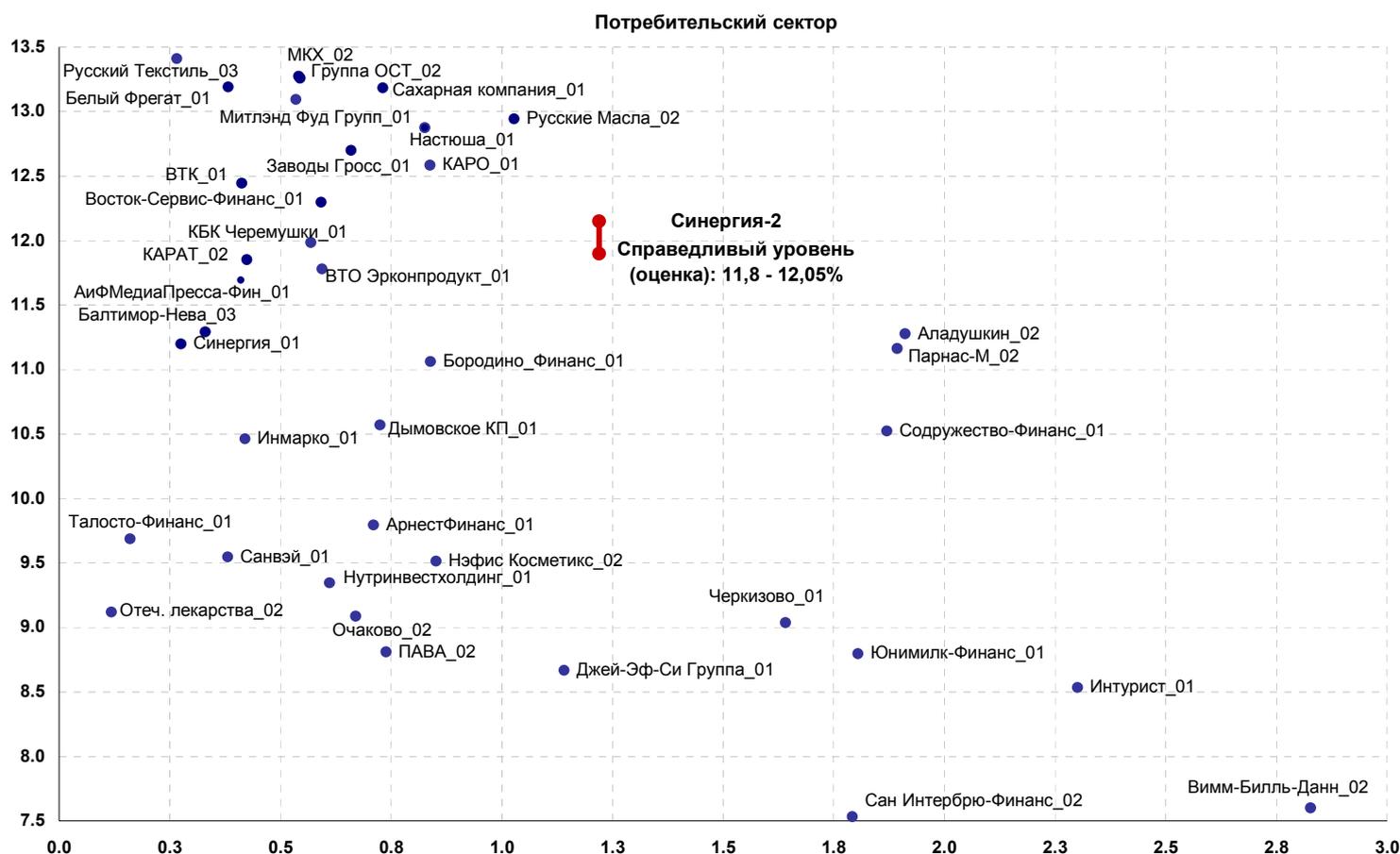
Другим бенчмарком для позиционирования Синергии-2 является предыдущий выпуск компании. Заем, объемом 1 млрд. руб. был размещен в апреле 2006г., в настоящий момент спред доходности бумаги по ценам bid/ask довольно высок, 11,2-11,6% к оферте через 3,5 мес. Соответствующая доходность на срок в 18 месяцев составляет 11,7-12,1%.

Волатильность облигаций негосударственных производителей ЛВИ довольно высока, bid/ask спреды могут достигать нескольких процентов, а цены бумаг – уходить ниже номинала. Во время обострений ситуации на алкогольном рынке цена выпуска Синергия-1 падала до 90%, а доходность достигала 20-25%. При этом следует отметить, что производителям алкогольной продукции в последнее время пришлось пройти через серьезные испытания, мы надеемся, что обстановка в отрасли стабилизируется, что благотворным образом скажется на ее участниках.

Вывод: Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Синергия-2 к 1,5 годовой оферте в размере 11,80-12,05%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 615-640 б.п. Мы признаем, что финансовые и экономические показатели эмитента соответствует более низкой доходности, однако высокие отраслевые риски оказывают давление на кредитное качество и требуют наличия дополнительной премии. Алкогольную отрасль пока продолжает лихорадить, а инвесторы по-прежнему смотрят с опаской на производителей ЛВИ.

Минусы

- Высокие отраслевые риски, связанные с госрегулированием отрасли
- Возможные проблемы с производством в связи с запуском автоматического режима ЕГАИС в конце этого года
- Долговая нагрузка выше средней, которая, вдобавок, будет расти – компания планирует продолжить консолидацию на рынке алкогольной продукции



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

X5 Retail Group – бонды эконом-класса Выпуск облигаций серии 01

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ООО "ИКС 5 ФИНАНС"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	9000
Гос. номер	4-01-36241-R
Дата начала размещения	10.07.2007
Срок погашение/ оферта, лет	7 лет/3 года
Дата погашения	01.07.2014
Организатор(ы)	Райффайзенбанк Австрия
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.x5.ru
Итоги аукциона по размещению облигаций:	
Ставка купона, % год.	7.65 - 7.8%
Доходность к оферте/ погашению, %	7.8 - 7.95%
Базов. актив	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	175 - 200

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

X5 Retail Group, крупнейшая на сегодняшний момент российская розничная сеть с выручкой \$3 551,5 млн. (согласно pro forma), была создана путем слияния в 2006 году компаний Пятерочка, развивавшейся преимущественно в формате «мягкий дискаунтер», и Перекресток, основным форматом которого является формат «супермаркет».

В настоящее время Группа представляет собой мультиформатную сеть, включающую три наиболее распространенных торговых формата: супермаркеты, дискаунтеры и гипермаркеты. Дискаунтеры работают под брендом «Пятерочка», а супер- и гипермаркеты – под брендом «Перекресток».

По состоянию на конец 2006 года Пятерочка владела 451 магазином, из которых 225 магазинов находилось в собственности, 226 арендовалось. Франчайзинговая сеть Пятерочки включает 605 магазинов.

Торговая сеть Перекрестка включает 168 магазинов, торговые площади которых находятся в собственности Группы. Еще 10 магазинов работают по франшизе.

Таким образом, доля торговой недвижимости Группы, находящейся в собственности, (по количеству магазинов) составила 63%.

Географически основной упор изначально делался на Москву и Московскую область (322 магазина), Санкт-Петербург и Ленинградскую область (221 магазин). Среди собственных магазинов Группы на конец 2006 года только 76 были расположены в других регионах - 25 магазинов Пятерочки и 51 магазин Перекрестка (включая торговые точки на Украине). Региональная экспансия в основном осуществлялась за счет развития франчайзинговой сети Пятерочки.

Акционеры

В результате слияния Пятерочки и Перекрестка была создана X5 Retail Group со следующей структурой собственности:

- 54,6% акций вместе контролируют Альфа Групп и менеджмент Перекрестка;
- 21,2% акций принадлежит основателям Пятерочки;
- 22,5% акций Группы находятся в свободном обращении в форме GDR;
- 1,7% акций компании являются казначейскими акциями.

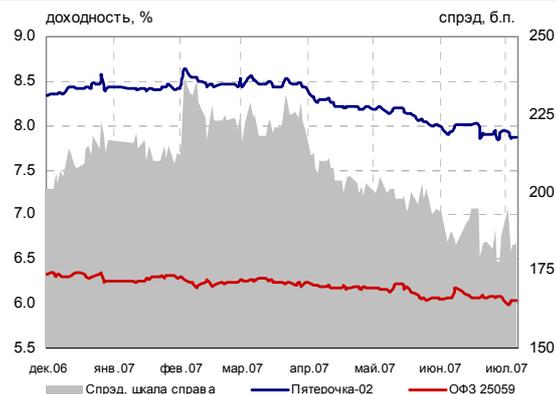
Основатели Пятерочки – Андрей Рогачев и Александр Гидра.

Стратегия развития

Основными направлениями развития X5 являются увеличение рыночной доли на занятых рынках, дальнейшая экспансия в регионы посредством создания совместных предприятий или участия в капитале местных розничных компаний, а также развитие нового для Группы формата «гипермаркет». Одним из шагов по развитию сегмента гипермаркетов может стать исполнение опциона на покупку сети Карусель (в течение 1 полугодия 2008 года).

Стратегия компании предполагает постепенное снижение доли магазинов, расположенных в Москве, Санкт-Петербурге и областях, в структуре выручки с текущих 87% до 50%, что связано с относительным насыщением этих рынков. Приоритет – крупные города с населением свыше 100 тыс. человек.

Одним из путей экспансии в регионы является приобретение магазинов в собственность у сегодняшних франчайзи - в 1-ом квартале 2007г. у франчайзи в Челябинске были приобретены 40 магазинов. Такой способ минимизирует цену входа на региональные рынки за счет того, что узнаваемость бренда на этих рынках уже сформирована.



Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Пятерочка-02	7.93	0.06	7.85	8.01
ОФЗ 25059	6.07	0.04	5.99	6.18
Спрэд	205	5	178	195

Источники: REUTERS, Банк Москвы

*По состоянию на 06.07.07

Планируемый объем инвестиций на 2007 год составляет \$700 млн.

Безусловным положительным моментом являются планы компании по проведению SPO на сумму \$1 млрд., которое предварительно намечено на октябрь 2007г. Это отражает готовность акционеров компании реализовывать амбициозные планы не только с помощью заемного финансирования, но и за счет долевого финансирования.

Рейтинги

Группе присвоены рейтинги двумя ведущими международными агентствами:

- Standard&Poors – «BB-», прогноз негативный (был получен сразу после объединения двух компаний);
- Moody's – «B1» (на ступень ниже), прогноз стабильный.

Финансовые показатели

X5 Retail Group готовит аудированную консолидированную отчетность по МСФО. Однако в связи с тем, что объединение Пятерочки и Перекрестка было завершено в мае, реальный масштаб операций Группы, а также динамику финансовых показателей, лучше отражает проформа отчетности по МСФО.

X5 Retail Group (МСФО, pro forma), млн. долл.			
	2005	2006	Изм-е, %
Выручка	2 374.1	3 551.5	49.6%
EBITDA	225.6	295.4	30.9%
EBITDA * (без учета ESOP**)	231.0	360.0	55.8%
Чистая прибыль	101.6	102.8	1.2%
Рентабельность по EBITDA	9.5%	8.3%	
Рентабельность по EBITDA без учета ESOP	9.7%	10.1%	
Чистая рентабельность	4.3%	2.9%	
Долг	434.4*	1 167.1	
Долг/EBITDA	1.9	4.0	

* суммарно по компаниям

**Employee Stock Option Plan

Источники: отчетность компании, расчеты Банка Москвы

В 2006 году выручка Группы выросла на 49,6%, составив \$3 551,5 млрд. Доля магазинов Пятерочки в общей выручке составляет 56%, Перекрестка – 42% (2% - Меркадо). Рост EBITDA составил 30,9%, в 2006 году этот показатель составил \$295,4 млн. Без учета опционов EBITDA выросла на 55,8% до \$360 млн. Рентабельность по EBITDA без учета опционов выросла с 9,7% до 10,1%, рентабельность по EBITDA за вычетом ESOP снизилась с 9,5% до 8,3%.

Одним из факторов поддержания рентабельности на достаточно высоком для отрасли уровне, несмотря на существенную долю магазинов формата дискаунтеров, является стратегия на увеличение доли товаров private label в общем объеме продаж. По итогам 2006 года этот показатель X5 Retail Group составил около 6% (9% в магазинах сети Пятерочка и 4,3% в магазинах сети Перекресток). Согласно озвученным планам компании планируется увеличить долю private label до 20% в магазинах Перекресток и до 40% в продажах Пятерочки к 2008 г.

Долговая нагрузка и цели займа

В 2006 году Группа активно использовала долговое финансирование (в том числе и для финансирования сделки по слиянию Пятерочки и Перекрестка), что привело к повышению показателя совокупный долг/ EBITDA до 4х. В марте 2007 года были ФСФР зарегистрированы 3 облигационных займа суммарным объемом 25 млрд. руб.

В течение последнего месяца X5 осуществила целый ряд шагов, направленных на то, чтобы сделать структуру долга предельно простой и прозрачной:

- было принято решение о выкупе и досрочном погашении облигаций, вошедших в Группу Пятерочки и Перекрестка;
- вместо трех займов суммарным объемом 6 млрд. руб. будет выпущен один займ на 9 млрд. руб. Он полностью покроет расходы по досрочному погашению выпусков (включая затраты, связанные с тем, что облигации Пятерочки выкупаются по рыночным ценам выше номинала). Оставшаяся часть пойдет на развитие компании.
- как дополнительный источник финансирования на период, когда старые бонды уже будут выкуплены, а размещение нового еще не будет полностью завершено, был привлечен краткосрочный кредит на полгода объемом \$100 млн сроком на 6 месяцев под залог GDR.
- в конце июня был привлечен синдицированный кредит на \$1 млрд. (кредитная линия

открыта банками Goldman Sachs International и Citigroup Global Markets Limited сроком на 1 год), который позволяет полностью рефинансировать всю имеющуюся задолженность помимо облигационных займов. В первую очередь погашается крупный кредит, привлеченный на этапе слияния Пятерочки и Перекрестка (\$800 млн.). За счет оставшихся средств компания может рефинансировать также всю оставшуюся задолженность. При этом в любом случае остаются дополнительные средства, которые также могут пойти на развитие компании.

- X5 еще раз озвучила планы по SPO, которое планируется провести в октябре и в ходе которого планируется привлечь \$1 млрд.

Кроме того, относительно двух других зарегистрированных облигационных выпусков X5 (по 8 млрд. руб. каждый) было сказано, что в этом году их размещение проводить не планируется.

Мы склонны полагать, что у компании нет необходимости привлекать дополнительное долговое финансирование как минимум в течение 2007 года. Средств, полученных от SPO, а также средств, оставшихся от привлеченного кредита и нового облигационного займа после рефинансирования всех долгов, вполне достаточно для реализации амбициозных планов компании. Возможным поводом для новых заимствований может стать какая-либо крупная сделка M&A, если она будет проведена до SPO. Однако мы не будем рассматривать такой сценарий как основной.

По нашим прогнозам, в 2007 году показатель совокупный долг/ЕБИТДА снизится с 4х до 3х.

Позиционирование выпуска.

Райффайзенбанк, выступающий организатором выпуска, ориентирует инвесторов на доходность к 3-летней оферте на уровне 7,66 – 7,95% годовых.

Ниже представлены финансовые показатели пяти крупнейших (по выручке) компаний сектора розничной торговли - эмитентов долгового рынка. При позиционировании нового выпуска X5 мы будем рассматривать облигации Магнита и Седьмого континента. Более высокая долговая нагрузка и меньшая рентабельность Копейки и Дикси отражена в более высокой требуемой доходности. Облигации Магнита, Седьмого континента и обращающиеся выпуски Пятерочки и Перекрестка по праву занимают место benchmark розничного сегмента долгового рынка.

Финансовые результаты крупнейших розничных сетей - эмитентов долгового рынка за 2006 год, млн. долл.

	Выручка	ЕБИТДА	Чист. процентн. расходы	ЕБИТДА margin, %	Активы	Долг	Долг/ Активы	Долгоср. долг/ Совокупн. долг	Долг/ ЕБИТДА	ЕБИТДА/ Процентн. платежи
7 Континент	959.4	104.9	-11.3	10.9%	748.8	50.7	0.1	30.5%	0.5	-
Копейка	980	44	н/д	4.5%	н/д	303.6	н/д	н/д	6.9	н/д
Дикси	1009.0	44.5	13.9	4.4%	477.5	245.0	0.5	53.2%	5.5	3.2
Магнит	2 505.0	122.6	13.0	4.9%	898.4	243.3	0.3	34.1%	2.0	9.4
X5	3 551.5	295.4	79.8	8.3%	5 092.5	1 172.3	0.2	81.2%	4.0	3.7

Источники: отчетность компании, расчеты Банка Москвы

До 2007 года Седьмой континент мало использовал долговое финансирование и по данным 2006 года выглядит существенно лучше X5 и Магнита. Однако стоит иметь в виду, что этот период «без долгов» подошел к концу. По нашим прогнозам, в 2007 году Седьмой континент не будет столь сильно отличаться от двух других компаний.

Прогнозы на 2007 год

	Выручка	ЕБИТДА	ЕБИТДА margin, %	Долг	Долг/ ЕБИТДА
7 Континент	1 427.1	149.3	10.5%	317.3	2.1
Магнит	3 569.6	200.7	5.6%	500.0	2.5
X5	4 726.8	445.1	9.4%	1 355.0	3.0

Источники: оценки Банка Москвы

Шаги, предпринятые X5 в течение последнего месяца, заставили нас пересмотреть наши оценки по долгу. По нашим прогнозам, в 2007 году он незначительно увеличится в абсолютном выражении, совокупный долг/ЕБИТДА снизится с 4х до 3х. Подробнее см. раздел Долговая нагрузка.

Средний спрэд к кривой ОФЗ 1-го выпуска Магнита за последние 20 торговых дней составил 175 б.п. Второй выпуск имеет встроенный опцион колл и (обоснованно) торгуется с большим спрэдом к ОФЗ.

При размещении дебютного выпуска Седьмого континента доходность к 2-летней оферте составила 7,95% годовых, спрэд к ОФЗ – 204 б.п.

Первый выпуск Пятерочки (дюрация 2,5) в течение последнего месяца торговался со спрэдом к кривой ОФЗ около 195 б.п., более длинный выпуск Пятерочка-02 (дюрация

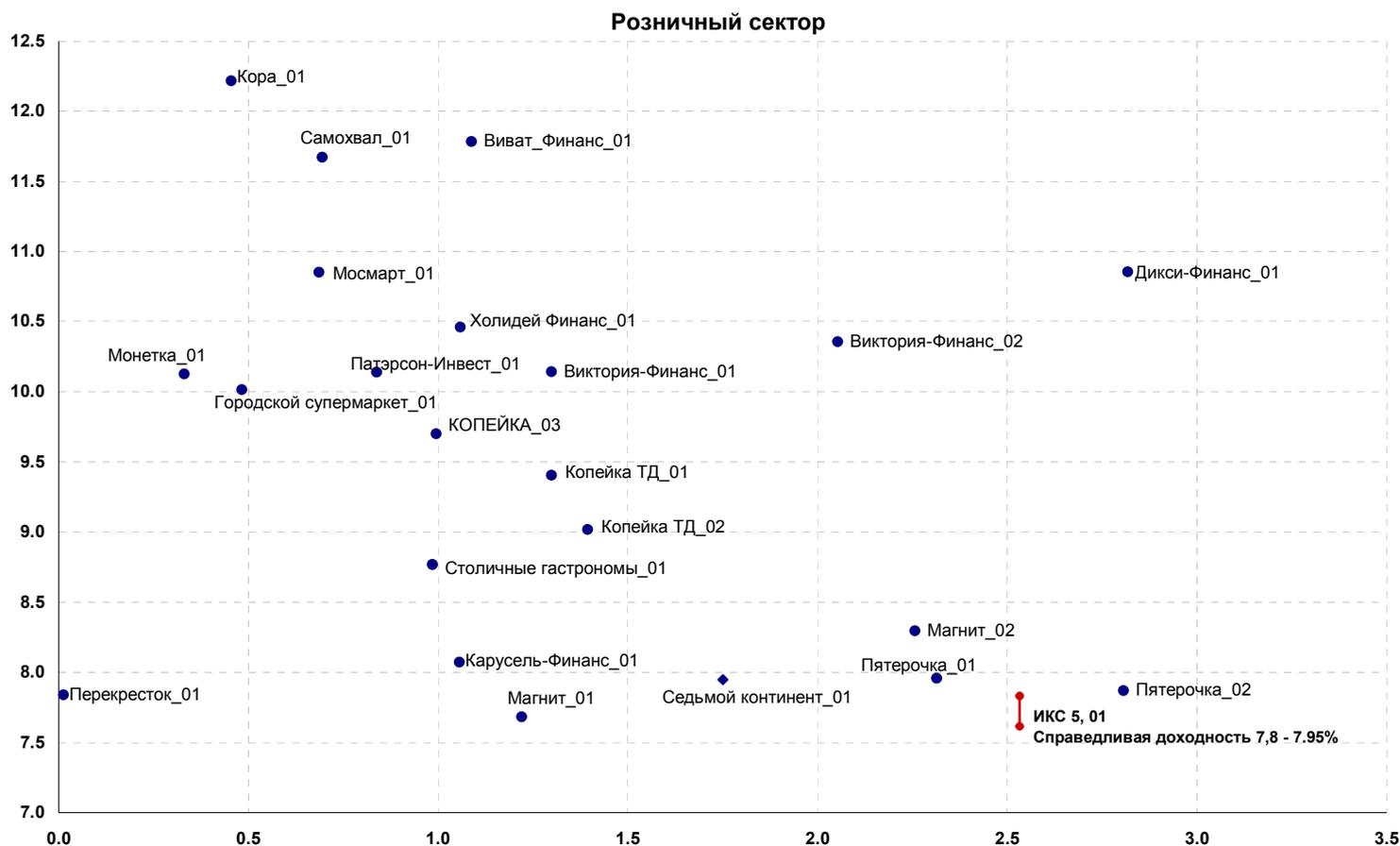
3,03) – со спрэдом около 190 б.п.

Таким образом, до сегодняшнего момента облигации компаний, входящих в X5, оценивались рынком с небольшой, порядка 15 -20 б.п., премией к Магниту. Исходя из текущих показателей, такая премия выглядела вполне обоснованной. В то же время с учетом новых прогнозов по долгу, несколько более высокая, по сравнению с Магнитом, долговая нагрузка вполне компенсируется большим масштабом бизнеса и более высокой рентабельностью. В связи с большей рентабельностью, превышение выручки X5 над выручкой Магнита примерно в 1,3 – 1,4 раза, перерастает в более чем двукратную разницу по EBITDA. В то же время мы видим более высокий потенциал роста рентабельности у Магнита.

Седьмой континент по сравнению с X5 имеет преимущество в виде меньшей долговой нагрузки – между этими компаниями разница более существенная, чем между Магнитом и X5. В то же время более значительно различаются и масштабы бизнеса. Рентабельность по EBITDA Седьмого континента выше рентабельности X5. В 2007 году рентабельность Седьмого континента, по нашим прогнозам, по-прежнему будет немного выше, чем у X5 (либо примерно равна, если развитие гипермаркетов и вхождение в сегмент дискаунтеров окажет большее, чем мы предполагаем сейчас, влияние на рентабельность).

Вывод

Мы оцениваем справедливый спрэд к ОФЗ нового выпуска X5 в 175 – 200 б.п., также, как и спрэд Магнита. При текущих уровнях доходностей ОФЗ для нового выпуска X5 с офертой исполнением через 3 года это дает доходность в диапазоне 7,7 – 7,95% годовых без учета возможной премии за первичное размещение. Мы рекомендуем участвовать в аукционе, выставляя заявки с доходностью от 7,8% годовых, закладывая небольшую премию при размещении.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа рынка облигаций

Стратегия/ кредитный анализ
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.