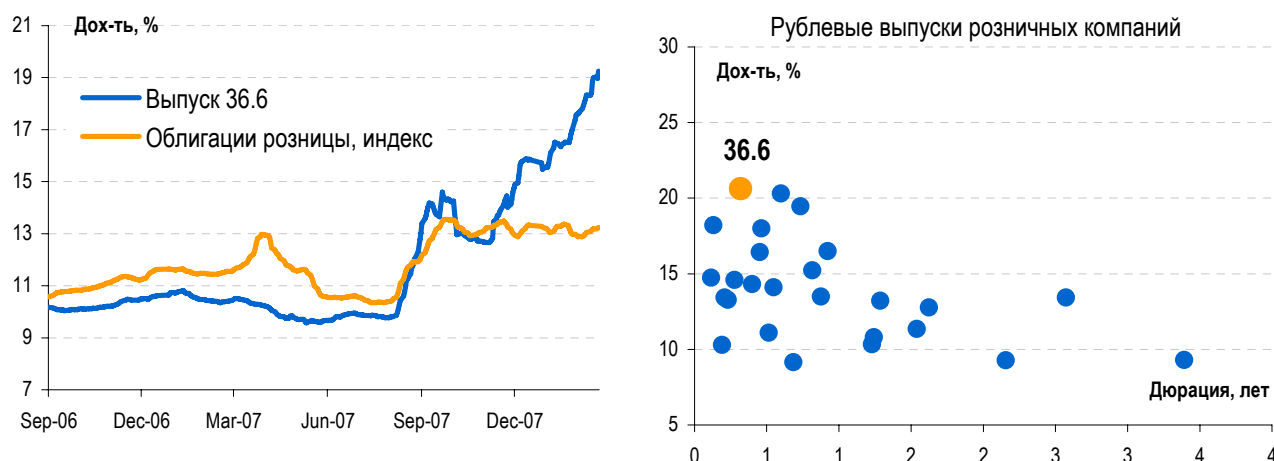


Аналитик: Михаил Галкин, Mikhail.Galkin@mdmbank.com

36.6: хорошая возможность для инвесторов в высокодоходные облигации

Диаграммы 1-2. Динамика доходности облигаций 36.6 в сравнении с сегментом и положение на «карте рынка»



Источник: ММВБ, расчеты МДМ-Банк

- Достаточно долгое время облигации **Аптечной сети 36.6 (NR)** казались нам неоправданно дорогими с точки зрения риск/доходность¹. На наш взгляд, сейчас настало время, когда они, напротив, выглядят неоправданно дешево. Их доходность в последние недели выросла до 20%, и, с формальной точки зрения, они даже попали в сегмент «distressed»-облигаций². Начиная с декабря 2007 г., выпуск **36.6** вел себя значительно хуже других облигаций розничных компаний сопоставимого кредитного качества (см. диаграмму 1). При этом никаких фундаментальных причин для этого мы не нашли.
- Несмотря на существенный рост системных рисков рефинансирования, мы убеждены, что **36.6** в срок и в полном объеме выполнит свои обязательства по облигационному займу, а вероятность дефолта компании ниже, чем та, на которую указывает доходность ее облигаций. На наш взгляд, в данном случае налицо рыночная «неэффективность», которой имеет смысл воспользоваться. Мы рекомендуем инвесторам в высокодоходные облигации покупать выпуск **36.6** с доходностью выше 17-18% и держать его до оферты в начале июля 2008 г.
- Действительно, **36.6** нельзя отнести к первоклассным заемщикам. Из-за беспрецедентно высоких темпов экспансии бизнеса, в т.ч. большого числа M&A-сделок, **36.6** подошла к 2008 г. с очень высокой долговой нагрузкой и значительной долей «короткого» долга. Особенно сильно можно испугаться, взглянув на показатель «Долг/EBITDA» (>10х), который, на наш взгляд, в данном случае может применяться лишь с рядом оговорок. Дело в том, что EBITDA розничного подразделения **36.6**

¹ См., например, наши «Утренние комментарии» от 21 февраля, 20 апреля, 22 июня, 19 июля, 7 августа 2007 г.

² Согласно наиболее часто используемым определениям, под distressed-облигациями понимаются выпуски со спредами к базовым кривым на уровне 10pp и выше (Источники: Merrill Lynch, Bloomberg, S&P)

страдает из-за некапитализируемых расходов на экспансию, высокой доли «молодых» аптек, а также серьезных сбоев в логистике из-за проблем, возникших при установке новой IT-системы в 2007 г.

➤ Ситуация с рентабельностью **36.6** должна измениться в 2008 г. Насколько мы поняли из общения с представителем компании, в этом году **36.6** намерена снизить темпы роста. Среди предполагаемых причин корректировки стратегии – уроки 2007 г. и ухудшение конъюнктуры на рынках капитала. Замедление темпов роста, укрепление команды менеджмента и акцент на повышении эффективности – все эти меры, по нашим прогнозам, приведут к существенному улучшению рентабельности розничного сегмента.

➤ Понятно, что даже при условии роста рентабельности денежный поток **36.6** останется небольшим по сравнению с долгом компании. Да и эффект от новой стратегии появится скорее после, чем до наступления срока оферты по облигациям. На данном этапе основная «кредитная сила» **36.6** заключена в так называемой «equity/balance sheet»-истории. Что мы имеем в виду? Компания владеет пакетом акций фармацевтического производителя Верофарм, стоимость которого сопоставима с размером чистого долга **36.6**. Кроме того, компания располагает крупным портфелем недвижимости стоимостью более 100 млн. долл. Наконец, **36.6** может привлечь акционерный капитал. Это подтвердила успешная допэмиссия акций компании, размещенная в декабре 2007 г. Мы уверены, что аппетит к акциям аптечной сети есть как у портфельных, так и у стратегических инвесторов. Все это заставляет нас думать о **36.6** лишь как об увлекшейся ростом, но платежеспособной компании. Наш более детальный взгляд на кредитный профиль **36.6** изложен ниже.

Еще раз вкратце о компании

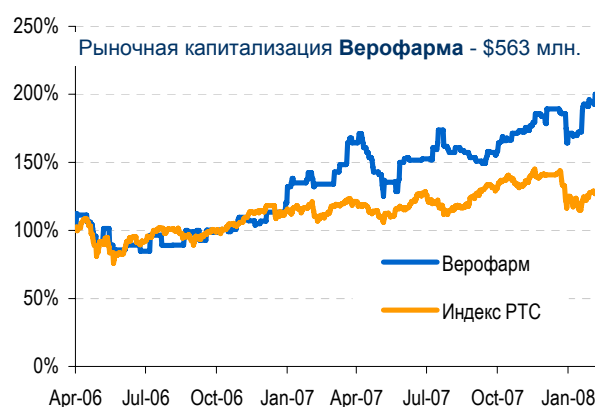
36.6 – крупный фармацевтический холдинг с тремя ключевыми направлениями бизнеса. Во-первых, это розничная торговля – компания имеет более 1,200 аптек по всей России, представляя собой крупнейшую аптечную сеть в стране. Кроме того, **36.6** развивает проект магазинов с товарами для детей (Early Learning Centers). С точки зрения узнаваемости бренда, **36.6** с большим отрывом опережает своих конкурентов.

Вторым бизнес-сегментом холдинга является производство фармацевтических препаратов, представленное компанией Верофарм – 4-м по величине производителем лекарств в России, объединяющим три операционные площадки. **36.6** контролирует 52% акций Верофарма. В апреле 2006 г. состоялось IPO Верофарма. Эта компания растет в среднем более чем на 30% в год, фокусируясь на производстве непатентованных лекарств (т.н. дженериков). Верофарм генерирует стабильно растущий денежный поток, не требуя большого объема капвложений.

Наконец, третьим направлением бизнеса холдинга является медицинское обслуживание. В июле 2006 г. **36.6** приобрела Европейский медицинский центр (ЕМС), специализирующийся на предоставлении услуг премиум-класса. Недавно компания купила большое здание площадью более 5 000 м², на базе которого планирует значительно расширить масштаб деятельности ЕМС. Медицинское обслуживание представляет собой высокомаржинальный бизнес (EBITDA margin > 20%). Правда, в краткосрочной перспективе это направление является скорее потребителем, чем источником финансирования для **36.6**.

На данный момент контрольный пакет акций холдинговой компании 36.6 остается в руках ее основателей – Артема Бектемирова и Сергея Кривошеева. Более 40% акций образуют так называемый free-float.

Диаграммы 3-4. Динамика котировок акций 36.6 и Верофарма в сравнении с индексом РТС (дата размещения = 100%)



Источник: Bloomberg, расчеты МДМ-Банк

«Издержки роста»

В 2006-2007 гг. **36.6** увеличила количество аптек в управлении почти в 3 раза – с 445 до 1,224. Консолидированная выручка компании за 2 последние года тоже практически утроилась и достигла 872 млн. долл.

Причины столь динамичного роста вполне объяснимы. В рознице рыночная доля – ключевой показатель. Лидер рынка, которым является **36.6**, получает и будет получать лучшие условия поставок от производителей и дистрибьюторов. На операционном уровне компания также может рассчитывать на «эффект масштаба» (логистика, IT, администрирование). В случае с фармацевтической розницей, соблазн быстро расти настолько велик еще и потому, что уровень

проникновения «современных» форматов здесь ниже, а фрагментированность рынка – выше, чем в большинстве других сегментов российского ритейла.

Безусловно, такой рост не мог пройти бесследно для финансового положения компании. Во-первых, в 2006-2007 гг. **36.6** существенно увеличила объем долга (см. таблицу ниже). Во-вторых, что не менее важно, снизилась операционная рентабельность – показатель EBITDA margin упал с 7.6% в 2005 г. до 2.2% по итогам 9 месяцев 2007 г. Причин снижения рентабельности несколько:

- **Высокие издержки при интеграции новых приобретений.** **36.6** растет в значительной степени за счет поглощения более мелких региональных сетей. Причина – частое отсутствие свободных точек на ключевых маршрутах «трафика» населения, привычка жителей тех или иных районов покупать лекарства в определенной аптеке. После приобретения **36.6** тратит значительные ресурсы на ремонт, ребрендинг, обучение персонала, установку оборудования и т.д. Из-за консерватизма аудиторов часть затрат по интеграции относится на операционные издержки (снижая EBITDA и прибыль), а не на инвестиционные расходы. Кроме того, следует понимать, что около 6-8 недель «реформатируемая» аптека не работает.
- **Высокая доля «молодых» аптек.** Проходит несколько месяцев, пока новая или «реформатированная старая» аптека выходит на «проектную мощность», т.е. начинает обслуживать достаточное количество посетителей. В период быстрого роста доля таких аптек высока, что оказывает негативное влияние на консолидированные показатели рентабельности компании.
- **Сбои при установке новой информационно-логистической системы.** В 2007 г. **36.6** недополучила доходы в связи с достаточно «болезненным» переходом на новую информационную систему. Из-за этого возникли перебои с поставками товаров в аптеки. Насколько мы понимаем, сейчас решение этой проблемы близится к завершению.

Почему мы думаем, что компания вполне кредитоспособна?

Во-первых, мы убеждены, что ухудшение конъюнктуры на рынках капитала и «болезни роста», проявившиеся в 2007 г., безусловно, заставят **36.6** снизить темпы развития. Очевидно, по меньшей мере в ближайшие полгода-год компания не сможет привлекать беззалоговое долговое финансирование по ставке на уровне инфляции (как это было ранее). Сейчас долговое финансирование для **36.6** подорожало. Судя по динамике цены акций компании в последние месяцы, equity-инвесторы тоже хотят увидеть повышение эффективности **36.6**. Все это вынуждает акционеров корректировать стратегию развития.

Замедление экспансии само по себе позволит **36.6** повысить рентабельность, т.к. ослабнет эффект «болезней роста». В сочетании с акцентом на повышение эффективности (мы слышали об укреплении команды менеджмента, усилении фокуса на private label) это, по нашим оценкам, позволит существенно улучшить показатель EBITDA margin в 2008 г.

Конечно, сам по себе рост операционной рентабельности не решит всех долговых проблем **36.6** в том смысле, что компания все еще будет в значительной степени зависеть от рефинансирования. Однако, вместе с тем, мы думаем, что кредиторы **36.6** будут чувствовать себя более комфортно, видя соотношение «Чистый долг/EBITDA» по итогам 2008 г. на уровне 6-7х, а не двузначные цифры.

Во-вторых, самое главное, что должно обеспечивать комфорт кредиторам **36.6** на данном этапе – это так называемая «equity/balance sheet»-история. Что мы имеем в виду? Во-первых, при желании **36.6** может привлечь дополнительный капитал на уровне материнской компании. Собственно, именно это компания сделала в декабре 2007 г., когда успешно разместила допэмиссию акций ОАО «Аптечная сеть 36.6» и привлекла в капитал около 114 млн. долл. Это, кстати, позволило **36.6** снизить объем чистого долга с 290 млн. долл. по состоянию на 9 мес. 2007 г. до 240 млн. долл.

на конец года (наши оценки). Справедливости ради следует сказать, что ключевые акционеры не будут торопиться и далее размывать свои доли, тем более размещать акции по текущим ценам. Однако в стресс-сценарии эта опция, безусловно, возможна. Кроме того, крупный пакет акций компании может быть продан стратегическому инвестору. По понятным причинам, такое событие резко изменило бы восприятие **36.6** инвесторами, в т.ч. кредиторами.

Другие компоненты «equity/balance sheet»-истории – это ценные и сравнительно ликвидные³ активы на балансе **36.6**, а именно – контрольный пакет акций Верофарма, рыночная стоимость которого сейчас составляет более 280 млн. долл. (без учета премии за контроль), а также портфель недвижимости **36.6** стоимостью более 100 млн. долл. Кстати, насколько нам известно, значительная часть портфеля недвижимости компании уже переведена в закрытый ПИФ для возможной продажи с закреплением права долгосрочной аренды, т.е. реализации схемы sale-leaseback. Что же касается пакета акций Верофарма, то его часть (около половины) внесена в капитал совместного предприятия с финансовыми инвесторами. Однако мы полагаем, что у **36.6** есть возможность выйти из этой структуры или через продажу своей доли в СП, или путем выкупа доли партнеров.

По нашим оценкам, продажа Верофарма и части портфеля недвижимости сейчас позволила бы **36.6** полностью ликвидировать финансовую задолженность.

Все эти рассуждения позволяют нам с высокой долей уверенности говорить о том, что **36.6** успешно справится с прохождением оферты по облигационному займу в июле 2008 г.

Табл. Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО

USD млн.	2005 г.	2006 г.	9М 2007 г.	2007 г. Оценки МДМ-Банка	2008 г. Оценки МДМ-Банка
Выручка	305	529	591	872	1,200
Операционная прибыль	14	12	(1.4)	н.д.	н.д.
EBITDA	23	25	13	15-20	40-50
Чистая прибыль	8	34	(42)	н.д.	н.д.
Долг (с учетом обязательств по фин. аренде)	110	253	324	270	320
Чистый долг	102	240	289	240	300
Собственный капитал	48	88	50	150-160	170
Активы	245	525	709	н.д.	н.д.
Ключевые показатели					
EBITDA margin (%)	7.6%	4.8%	2.2%	1.7% - 2.3%	3.3-4.2%
Долг/ EBITDA annualized (x)	4.8	10.1	18.7	13-18	6.4-8.0
Чистый Долг/ EBITDA annualized (x)	4.4	9.6	16.7	12-16	6.0-7.5
Долг/Собственный капитал (x)	2.3	2.9	6.5	1.5-1.8	1.9

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

³ В данном случае мы имеем в виду в т.ч. то, что эти активы могут быть проданы в стресс-сценарии без «глубокого» дисконта



Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kuchеров@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com		

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.