

Внутренний долг

Долговые обязательства
Первичное размещение

1 июня 2006 г.

Ренессанс
Капитал

Павел Мамай
+7 (495) 258 7708
Pmamai@rencap.com

Евросеть

Вы уверены, что понимаете эту компанию?

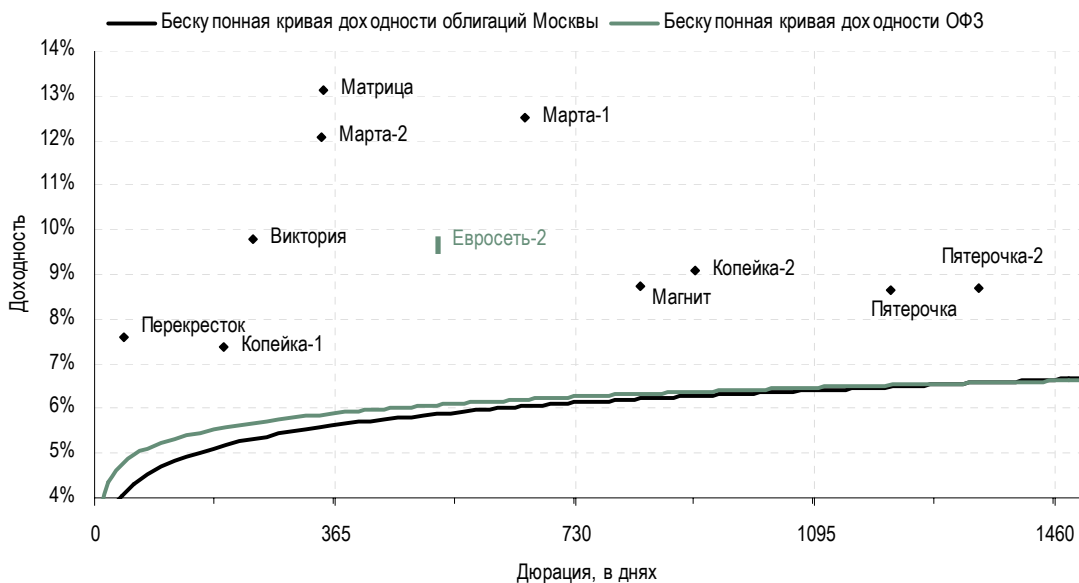
- Шестого июня 2006 г. Евросеть планирует разместить свой второй выпуск облигаций объемом 3 млрд руб. и сроком погашения три года с полуторогодовой офертой.
- С момента размещения первого выпуска компания построила прозрачную юридическую структуру, опубликовала отчетность по МСФО и доказала способность одновременно расти и увеличивать рентабельность.
- Мы считаем уровень профессионализма Евросети одним из самых высоких в отрасли розничной торговли.
- Тем не менее, агрессивность стратегии Евросети способна провоцировать враждебные действия со стороны конкурентов и госорганов, что повышает кредитные риски компании.
- Евросеть превосходит Магнит по размеру, имеет схожие показатели рентабельности и долговой нагрузки, но немного проигрывает с точки зрения прозрачности и юридических рисков.
- Розничная сеть Виктория значительно менее прозрачна, не имеет отчетности по МСФО, уступает Евросети по размеру и несет сопоставимые юридические риски.
- Спрэды облигаций Евросети должны быть на 125-150 б. п. шире спрэдов облигаций Магнита, но на 50-75 б. п. уже спрэдов Виктории.
- Мы оцениваем справедливый спред облигаций Евросеть-2 в диапазоне 375-400 б. п., а их справедливую доходность к оферте на уровне 9.63-9.88% годовых.
- Ситуация на рынке на момент размещения облигаций может значительно отличаться от текущей, поэтому фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Оценка справедливой доходности

Шестого июня 2006 г. Евросеть планирует разместить свой второй выпуск облигаций объемом 3 млрд руб. и сроком погашения три года с полугодовой офертой. Оценочная дюрация данного выпуска будет около 1.42 года.

Мы оцениваем справедливый кредитный спрэд облигаций Евросеть-2 к ключевой кривой доходности в 375-400 б. п., а их справедливую доходность к полугодовой оферте – в диапазоне 9.63-9.88% годовых. Такая доходность соответствует купонной ставке 9.41-9.65% годовых.

Рисунок 1. Оценка справедливой доходности облигаций Евросеть-2



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Ситуация на рынке рублевых долговых обязательств на момент размещения облигаций может значительно отличаться от текущей, поэтому мы произвели оценку справедливых спрэдов и доходностей по состоянию на сегодняшний день. Фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Основные виды деятельности Евросети: продажа сотовых телефонов, контрактов сотовых операторов и цифровой аппаратуры. Мы считаем, что с точки зрения анализа относительной стоимости облигации Евросеть-2 следует сравнивать с инструментами компаний розничной торговли, которые широко представлены на рынке рублевых облигаций.

Таблица 1. Сравнительный анализ Евросети и компаний розничной торговли

USD млн, если не указано иное		Евросеть	Пятёрочка	Перекресток	Магнит	Копейка
Выручка	2005 г.	2012.4	1359.3	1014.8	1577.7	575.0
	2004 г.	829.3	1105.8	660.0	848.5	372.4
	Изменение	143%	23%	54%	86%	54%
EBITDA	2005 г.	102.6	165.5	74.3	79.5	35.3
	2004 г.	34.5	112.3	53.3	15.5	26.3
	Изменение	197%	47%	40%	412%	34%
Рентабельность EBITDA	2005 г.	5.1%	12.2%	7.3%	5.0%	6.1%
	2004 г.	4.2%	10.2%	8.1%	1.8%	7.1%
Долг	2005 г.	200.0	232.3	196.7	162.6	112.3
	2004 г.	62.5	75.7	90.2	77.6	50.8
Долг/EBITDA	2005 г.	1.95	1.40	2.65	2.04	3.20
	2004 г.	1.81	0.67	1.69	5.00	1.93
EBITDA/Проценты	2005 г.	4.48*	13.91	6.00	6.96	4.20
	2004 г.	6.67	23.45	8.61	2.92	13.91

*оценка Ренессанс Капитала

Источник: данные компаний

По итогам 2005 г. Евросеть опередила даже самые крупные компании продуктовой розницы с точки зрения объема выручки (*табл. 1*). В 2006 г. после слияния Пятерочки и Перекрестка объем выручки объединенной компании и Евросети, скорее всего, будет сопоставим. В то же время, у Евросети есть ряд преимуществ и недостатков по сравнению с крупнейшими операторами продуктовой розницы. К первым относятся:

- Ввиду менее широкого ассортимента товаров и отсутствия проблем с их хранением Евросети значительно проще подбирать торговые площади. В результате, во-первых, увеличиваются темпы роста компании, а во-вторых, снижаются потребности в капиталовложениях на приобретение торговых точек, поскольку в случае расторжения собственником недвижимости договора аренды Евросети достаточно просто перенести торговую точку в другие площади. В свою очередь, это дает возможность оперативно открывать и закрывать салоны в зависимости от их результатов.
- Благодаря тем же особенностям, а также более выгодному соотношению физического объема товаров и их стоимости по сравнению с продуктовыми ритейлерами, логистика играет менее важную роль в бизнесе Евросети. При этом для большинства компаний розничной торговли неэффективность логистики является одним из основных рисков.
- Евросеть занимает доминирующее положение на рынке розничной торговли сотовыми телефонами: по нашим оценкам, ее доля составляет около 30%, в то время как доля Пятерочки с учетом присоединенного Перекрестка не будет превышать 2%. В результате компания может влиять на ценообразование сотовых телефонов, в то время как продуктовые ритейлеры такой возможности не имеют.
- Хотя долговая нагрузка Евросети находится на сопоставимом уровне с продуктовыми ритейлерами, она использует долг исключительно для финансирования оборотного капитала, а не капиталовложений. В этой связи долговая нагрузка Евросети в 2006 г. вырастет меньше, чем у операторов продуктовой розницы (например, мы прогнозируем показатель Долг/EBITDA Пятерочки в 2006 г. выше 3.5).

Мы выделяем следующие недостатки Евросети:

- Поскольку в России уровень проникновения сотовой связи близок к точке насыщения, среднесрочный потенциал роста бизнеса Евросети меньше, чем продуктовых ритейлеров, которые продолжают расти за счет снижения доли устаревших форматов (рынков и палаток).
- Таможенные и другие риски в рознице импортных товаров всегда выше, чем в продуктовой рознице.
- Рентабельность бизнеса Евросети отстает от рентабельности продуктовых ритейлеров, которые имеют возможность повышать ее за счет собственных брендов.

Наиболее сопоставимой с Евросетью компанией мы считаем Магнит. Эта розничная сеть лишь немного уступает Евросети по показателю EBITDA и имеет схожие показатели рентабельности и долговой нагрузки. Магнит отличается большей прозрачностью (после публикации отчетности по МСФО за 2005 г.). Евросеть, несомненно, является более агрессивной компанией, что позволяет ей поддерживать быстрые темпы роста. Однако та же самая агрессивность стратегии способна провоцировать враждебные действия как со стороны конкурентов, так и со стороны госорганов, что повышает кредитные риски Евросети. Мы считаем, что инструменты Евросети должны торговаться на 125-150 б. п. шире облигаций Магнита (при условии одинаковой дюрации).

С другой стороны, спрэды облигаций Евросети как минимум должны быть на 50-75 б. п. уже спрэдов инструментов Виктории. Эта компания значительно менее прозрачна, не имеет отчетности по МСФО, уступает Евросети по размеру выручки, но несколько не уступает с точки зрения юридических рисков (в том, что касается деятельности Виктории в Калининграде, которая осуществляется через компании, оформленные на физлиц-номинальных держателей компании).

Таблица 2. Оценка справедливой доходности облигаций Евросеть-2

	Доходность	Спрэд к ключевой кривой, б. п.	Дюрация, лет
Пятерочка-2	8.69%	212	3.68
Пятерочка	8.65%	217	3.31
Магнит	8.72%	252	2.27
Копейка-2	9.07%	279	2.50
Перекресток	7.61%	358	0.12
Евросеть	9.63%-9.88%	375-400	1.42
Виктория	9.78%	453	0.66
Марта-1	12.53%	650	1.79
Марта-2	12.09%	651	0.94
Матрица	13.11%	754	0.96

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

«Горячие» темы

Евросеть – не новичок на долговом рынке. Соответственно, большинство инвесторов имеют представление о компании как из нескольких информационных меморандумов, так и из аналитических обзоров инвестиционных банков, поэтому мы не будем ее детально описывать. Вместо этого, мы хотели бы выразить наше мнение по нескольким вопросам, которые, исходя из нашего общения с инвесторами в последние недели, волнуют их больше всего.

Евросеть-1 и Евросеть-2: что изменилось?

Облигации Евросеть-1 объемом 1 млрд руб. были размещены в октябре 2004 г. с полуторогодовым сроком обращения и купонной ставкой 16.33%. Более того, была объявлена двухмесячная оферта, по которой компании пришлось выкупить около 40% выпуска. После повторной продажи данного объема облигации Евросеть-1 стали одним из лидеров по снижению доходности на российском рынке (рис. 2). Ко второй оферте в июне 2005 г. доходность облигаций снизилась до 13%; ни одной облигации не было предъявлено к погашению. К осени 2005 г. доходность облигаций снизилась до уровня около 11%. В апреле 2006 г. облигации были погашены, причем в месяцы перед погашением их доходность колебалась в диапазоне 10-11%.

Рисунок 2. Динамика доходности облигаций Евросеть-1



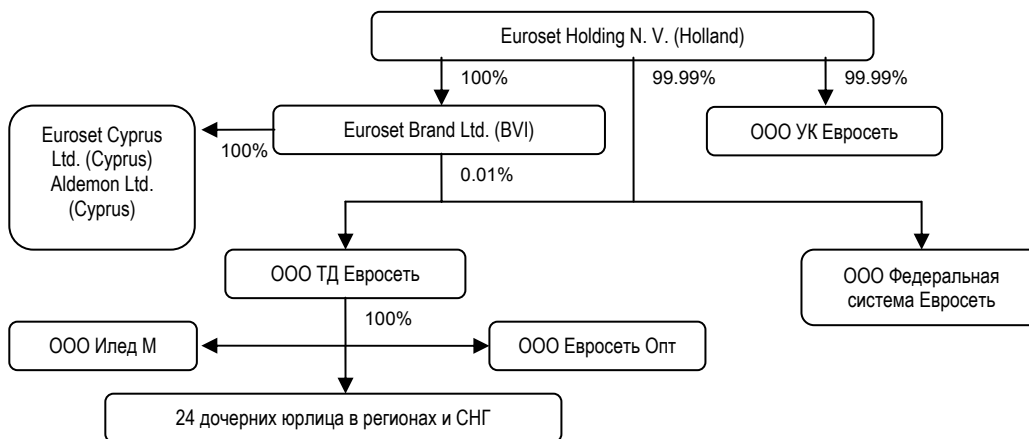
Источник: ММББ

С момента размещения облигаций Евросеть-1 в компании произошли следующие значительные изменения:

- Компания провела реструктуризацию, результатом которой стала логичная и понятная юридическая структура (рис. 3).
- Евросеть начала публиковать консолидированную отчетность по МСФО. Таким образом, финансовые результаты Евросети за первый квартал 2005 г. прошли международный аудит, и скоро будет доступна первая аудированная отчетность компании за полный год.

- Евросеть доказала способность поддерживать высокие темпы роста бизнеса, одновременно увеличивая рентабельность, что является одним из основных факторов успеха для розничной компании.
- Значительно повысилась прозрачность Евросети для инвесторов. Кроме юридической структуры и финансовой отчетности определенную роль сыграл проспект выпуска еврооблигаций, подготовленный компанией в конце 2005 г.

Рисунок 3. Юридическая структура группы Евросеть



Источник: данные компании

С нашей точки зрения, Евросеть не была готова к размещению облигаций осенью 2004 г. После вышеперечисленных изменений в компании у долговых инвесторов изменилось отношение к данным инструментам, что отразилось в значительной волатильности их котировок и доходности. По нашему мнению, первый выпуск облигаций компании является плохим ориентиром для оценки планирующегося выпуска Евросеть-2, и мы не учитывали информацию о доходностях и спредах при оценке справедливой доходности облигаций Евросеть-2.

«Таможенные риски» и аресты телефонов

В последнее время большую огласку приобрел случай ареста органами внутренних дел поставленной Евросети партии телефонов Motorola стоимостью около USD20 млн. Нам сложно оценить правомочность действий МВД, однако никаких обвинений против Евросети выдвинуто не было. Мы, однако, можем оценить возможный убыток Евросети:

- Условия поставки по контракту с компанией Motorola были CIF Москва, т. е. собственность и риски по товару перешли к Евросети в момент разгрузки с борта самолета. В то же время, товар должен был быть оплачен в рассрочку.
- Формально риски по партии телефонов перешли на Евросеть. Однако претензии МВД связаны не с Евросетью, а с тем фактом, что телефоны Motorola не соответствуют российским требованиям, и компания не имела права продавать их в Россию. По словам Евросети, ей удалось достигнуть договоренности с поставщиком, согласно которой арестованная партия не только не будет оплачена, но Motorola компенсирует затраты на таможенное оформление и уплаченные таможенные пошлины. Учитывая доминирующее положение Евросети на достаточно крупном и быстро растущем российском рынке сотовых телефонов, реакция Motorola вполне логична.
- Таким образом, потери Евросети будут ограничены недополученной прибылью от арестованной партии. Валовая рентабельность продаж сотовых телефонов для Евросети находится на уровне 19%, т. е. максимальный размер недополученной прибыли составит USD3.8 млн. Скорее всего, потери будут меньше, если Евросети удалось быстро заменить арестованную партию другими телефонами.

Хотя данный случай, с нашей точки зрения, не представляет собой опасности для компании, разногласия с госорганами всегда вызывают определенное беспокойство. Евросеть, несомненно, является агрессивной компанией, что позволяет ей поддерживать быстрые темпы роста и неплохой уровень рентабельности на очень конкурентном рынке. Однако та же самая агрессивность стратегии способна провоцировать враждебные действия как со стороны конкурентов, так и со стороны госорганов. Это, несомненно, повышает кредитные риски Евросети. Тем не менее, конфликты такого рода всегда разворачиваются в плоскости бизнеса и не носят характер фундаментальных противоречий с властью, что было бы опасно с точки зрения кредитоспособности.

В любом случае, мы приветствуем переход Евросети на прямое таможенное оформление импорта телефонов. Мы надеемся, что отношения компании с госорганами вскоре наладятся, особенно после того, как ситуация в таможенной службе стабилизируется после недавних кадровых перестановок и административных перемен.

Зачем Евросети 3 млрд руб.?

По планам компании, средства от облигационного займа будут использованы на финансирование оборотного капитала, а не на инвестиции. Оборачиваемость запасов компании составляет около 60 дней (т. е. средний срок от закупки телефона до его продажи в салоне). При выручке чуть более USD2 млрд за 2005 г., Евросети приходится финансировать в среднем более USD330 млн оборотного капитала, а во время пиковых продаж еще больше. Большая часть оборотного капитала финансируется за счет кредитов поставщиков, в данный момент рассрочка по ним составляет 45-60 дней, а объем лимитов – около USD300 млн. Таким образом, в течение 2005 г. кредитных линий поставщиков почти хватало на финансирование оборотного капитала.

Дополнительные 3 млрд руб. позволят Евросети увеличить оборотный капитал до USD450 млн. Это понадобится компании в случае роста выручки до USD2.7 млрд (на 35%). Учитывая рост выручки в 2005 г. (143%) и планы по расширению бизнеса на Украине в текущем году, компании эти средства наверняка понадобятся, даже с учетом увеличения лимитов поставщиков. Кроме того, с начала самостоятельного импорта и таможенного оформления телефонов Евросеть должна выплачивать НДС в момент импорта товара, в то время как возмещение налога после реализации товара зачастую занимает многие месяцы, что создает дополнительные потребности в оборотном капитале. Таким образом, заявление Евросети об использовании заемных средств исключительно для финансирования оборотного капитала вполне обоснованно.

Что касается инвестиций, план Евросети на 2006 г. составляет USD108 млн. Это серьезное увеличение по сравнению с USD37 млн в 2005 г., свидетельствующее о необходимости развития инфраструктуры для поддержки деятельности быстро выросшей компании. Большая часть этих средств будут инвестированы в развитие информационных технологий, около USD13 млн будет направлено на ввод SAP и около USD18 млн – на строительство нового склада. При этом значительные расходы на проект MVNO запланированы не ранее 2007 г.

С учетом процентных платежей Евросеть смогла бы финансировать 75% данных инвестиций из EBITDA 2005 г. Таким образом, в 2006 г. инвестиции смогут быть профинансированы из денежных потоков компании без привлечения долгового финансирования.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com

Химия и машиностроение
+7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
MAlexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Количественный анализ
+ 7 (495) 258 7735
Сергей Кудрявцев
Skudryavtsev@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com

Отдел анализа долговых обязательств
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Наргиз Садыкова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com

Организация корпоративных мероприятий
+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Ольга Чулкова

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов
+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Патриция Сомервилль
Psomerville@rencap.com
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100